

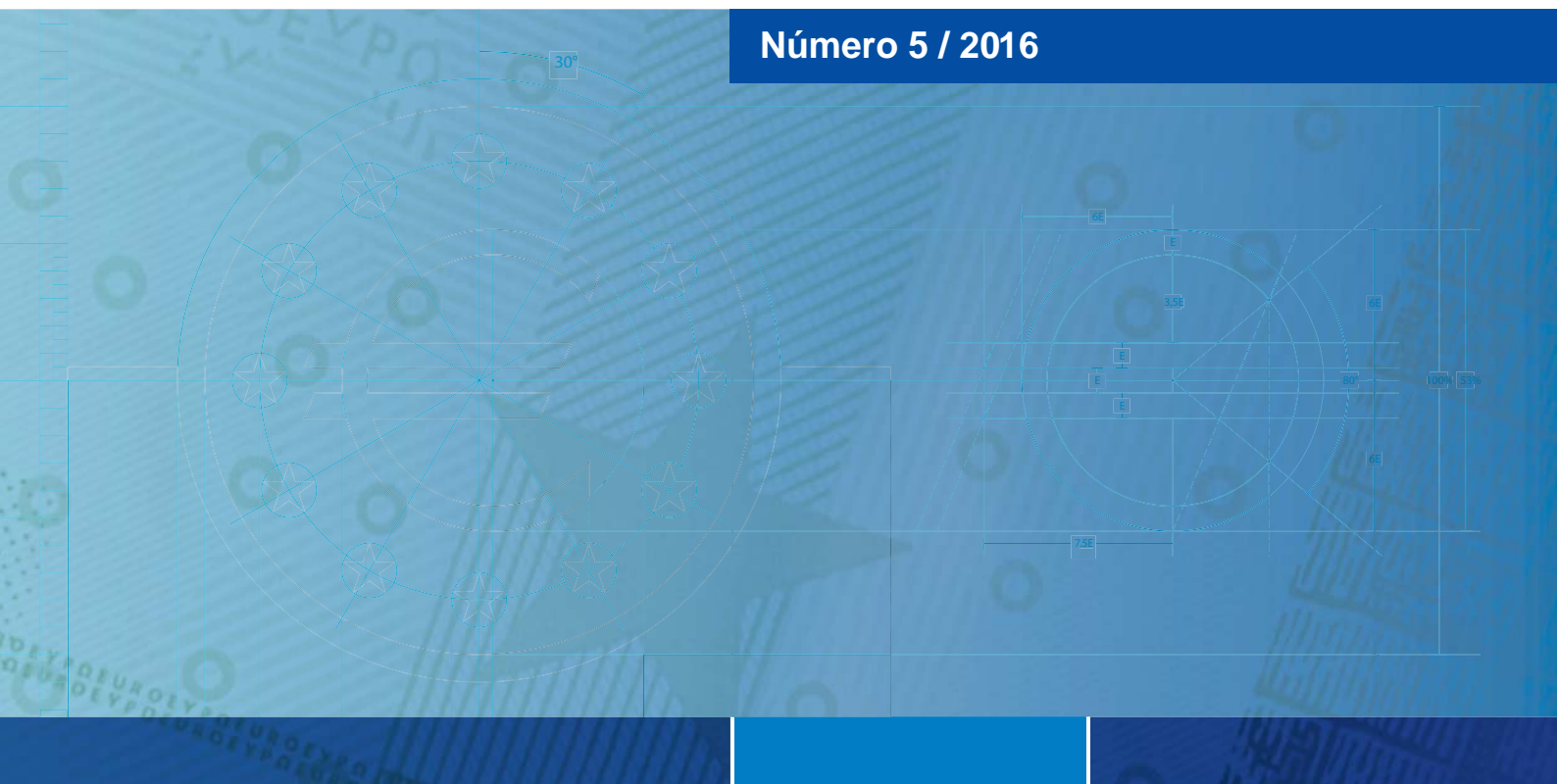


BANCO CENTRAL EUROPEO

EUROSISTEMA

Boletín Económico

Número 5 / 2016



Índice

Información actualizada sobre la evolución económica y monetaria

Resumen	2
1 Entorno exterior	5
2 Evolución financiera	8
3 Actividad económica	10
4 Precios y costes	13
5 Dinero y crédito	15

Recuadros

1 Evolución reciente de los flujos de capital hacia las economías emergentes	19
2 El mercado de renta fija privada y el programa de compras de bonos corporativos del BCE	23
3 Inicio de la remisión de información estadística sobre los mercados monetarios	28
4 Evolución reciente de la actividad constructora en la zona del euro	31
5 Tendencias en la estructura de la financiación externa de las sociedades no financieras de la zona del euro	34
6 Recomendaciones específicas por país de 2016	38

Artículos

1 Los elementos de la red de seguridad financiera global: balance general	42
2 Nueva evidencia sobre el ajuste de los salarios en Europa en el período 2010-2013	45
3 Aumento de la capacidad de resistencia y del crecimiento a largo plazo: la importancia de unas instituciones y unas estructuras económicas sólidas en los países de la zona del euro y en la UEM	49

Información actualizada sobre la evolución económica y monetaria

Resumen

La volatilidad registrada en los mercados financieros tras el referéndum sobre la permanencia del Reino Unido en la UE ha sido transitoria. Sin embargo, la incertidumbre en torno a las perspectivas mundiales ha aumentado, al tiempo que los datos disponibles para el segundo trimestre apuntan a que la actividad y el comercio mundiales han sido moderados. Mientras tanto, la inflación mundial ha permanecido en niveles reducidos, reflejo principalmente de las anteriores caídas de los precios de la energía. Los riesgos para las perspectivas de actividad global, y en particular para las economías emergentes, continúan situándose a la baja y están relacionados fundamentalmente con la incertidumbre política y la volatilidad financiera.

Los mercados financieros de la zona del euro han afrontado el aumento de la incertidumbre y de la volatilidad observado tras el referéndum del Reino Unido con una alentadora capacidad de resistencia. En consecuencia, las condiciones financieras generales siguen siendo muy favorables. En particular, aunque la curva de tipos *forward* del eonia se ha desplazado a la baja, especialmente en horizontes a más largo plazo, posiblemente como reflejo de las expectativas de menor crecimiento y de nuevas medidas de política monetaria, seguida de un descenso de los rendimientos de la deuda soberana de bajo riesgo, los diferenciales de la deuda soberana con respecto a la deuda pública alemana a diez años se han estrechado y los de los valores de renta fija privada han continuado reduciéndose. Al mismo tiempo, los precios de las acciones del sector bancario de la zona del euro han vuelto a disminuir.

La economía de la zona del euro sigue recuperándose, impulsada por la demanda interna, mientras que el crecimiento de las exportaciones sigue siendo débil. De cara al futuro se espera que la recuperación económica continúe a un ritmo moderado. La demanda interna sigue favorecida por la transmisión de las medidas de política monetaria del BCE a la economía real. Las favorables condiciones de financiación y la mejora de la rentabilidad de las empresas continúan propiciando una recuperación de la inversión. El aumento sostenido del empleo, que también se está beneficiando de las reformas estructurales realizadas anteriormente, así como el nivel aún relativamente bajo de los precios del petróleo, prestan apoyo adicional a la renta disponible real de los hogares y, por tanto, al consumo privado. Además, se espera que la orientación de la política fiscal de la zona del euro sea ligeramente expansiva en 2016 y que pase a ser prácticamente neutral en 2017 y 2018. Al mismo tiempo, entre los factores que están dificultando la recuperación económica de la zona del euro se encuentran el resultado del referéndum celebrado en el Reino Unido y otras incertidumbres de carácter geopolítico, las débiles perspectivas de crecimiento de las economías emergentes, los necesarios ajustes de los balances

en varios sectores y el lento ritmo de aplicación de reformas estructurales. Con este trasfondo, los riesgos para las perspectivas de crecimiento de la zona del euro continúan situados a la baja.

La inflación de la zona del euro ha permanecido en niveles en torno a cero en los últimos meses. Los indicadores de la inflación subyacente todavía no han mostrado, en general, señales claras de una tendencia al alza, al tiempo que las presiones inflacionistas latentes han seguido siendo débiles. Los indicadores de mercado de las expectativas de inflación a largo plazo han vuelto a disminuir y se mantienen sustancialmente por debajo de los indicadores de opinión. De cara al futuro, sobre la base de los precios de los futuros del petróleo vigentes, es probable que las tasas de inflación continúen siendo muy bajas en los próximos meses y que repunten más adelante en 2016, en gran parte debido a efectos de base en la tasa de variación interanual de los precios de la energía. Las tasas de inflación deberían seguir incrementándose en 2017 y 2018, favorecidas por las medidas de política monetaria del BCE y por la recuperación económica esperada.

Las medidas de política monetaria aplicadas desde junio de 2014, incluido el amplio conjunto de nuevas medidas adoptado en marzo de este año, han mejorado sustancialmente las condiciones de financiación para las empresas y los hogares, así como los flujos de crédito entre los distintos países de la zona del euro, contribuyendo así a la recuperación económica. En particular, los bajos tipos de interés, así como los efectos de las operaciones de financiación a plazo más largo con objetivo específico y del programa ampliado de compra de activos del BCE, continúan respaldando el sólido crecimiento monetario y la recuperación gradual de los préstamos. Las entidades de crédito han estado trasladando sus condiciones de financiación favorables aplicando tipos de interés más bajos a sus préstamos, y la mejora de las condiciones de concesión del crédito está impulsando la recuperación del crecimiento de los préstamos. De hecho, en la encuesta sobre préstamos bancarios en la zona del euro correspondiente al segundo trimestre de 2016 se indicó que las condiciones de oferta de los préstamos a empresas y a hogares habían mejorado de nuevo y que la demanda había seguido aumentando en todas las categorías de préstamos. En vista de la incertidumbre imperante, es fundamental que el canal del crédito bancario continúe funcionando correctamente.

Sobre la base de su análisis económico y monetario periódico, el Consejo de Gobierno, en su reunión del 21 de julio de 2016, decidió mantener sin variación los tipos de interés oficiales del BCE. El Consejo de Gobierno sigue esperando que estos tipos permanezcan en los niveles actuales, o inferiores, durante un período prolongado, que superará con creces el horizonte de las compras netas de activos. Por lo que respecta a las medidas de política monetaria no convencionales, el Consejo de Gobierno confirmó que está previsto que las compras mensuales de activos por importe de 80 mm de euros continúen hasta el final de marzo de 2017 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.

Habida cuenta de la incertidumbre imperante, el Consejo de Gobierno continuará realizando un seguimiento muy atento de la evolución de la economía y de los

mercados financieros, y salvaguardando la transmisión de la orientación acomodaticia de su política monetaria a la economía real. En los próximos meses, cuando se disponga de más información, incluidas nuevas proyecciones de los expertos, el Consejo de Gobierno estará en una posición mejor para reconsiderar las condiciones macroeconómicas subyacentes, las sendas que muy probablemente sigan la inflación y el crecimiento, y la distribución de los riesgos en torno a esas sendas. Si fuera necesario para el cumplimiento de su objetivo, actuará utilizando todos los instrumentos disponibles en su mandato.

El Consejo de Gobierno confirmó la necesidad de mantener un grado adecuado de acomodación monetaria con el fin de asegurar el retorno de la inflación a niveles inferiores, aunque próximos, al 2 %, sin demoras injustificadas.

El resultado del referéndum celebrado en el Reino Unido favorable a la salida de la Unión Europea generó cierta volatilidad en los mercados financieros y aumentó la incertidumbre en torno a las perspectivas mundiales. El resultado del referéndum cogió por sorpresa a los mercados financieros y los precios se ajustaron con rapidez en el período inmediatamente posterior a la votación. Desde el 23 de junio, la libra esterlina ha experimentado una acusada depreciación. Sin embargo, el impacto sobre la mayoría de los mercados internacionales ha sido transitorio, aunque las cotizaciones del sector bancario han descendido, en particular en la zona del euro. La incertidumbre acerca de las perspectivas mundiales se ha incrementado desde el referéndum. A corto plazo, el efecto más pronunciado se ha dejado sentir en la economía británica, ya que la incertidumbre en torno a las futuras relaciones comerciales y de inversión entre el Reino Unido y la UE está lastrando la demanda. Otras economías europeas no pertenecientes a la zona del euro, especialmente las que tienen estrechos vínculos comerciales con el Reino Unido, también pueden verse afectadas. Se espera que, fuera de Europa, el impacto sea más limitado, pero la incertidumbre política en las economías avanzadas ha aumentado, lo que podría erosionar la confianza y frenar la inversión. Las previsiones del sector privado para las principales economías se han revisado ligeramente a la baja.

En un entorno de mayor incertidumbre, los mercados financieros esperan una orientación más acomodaticia de la política monetaria en las principales economías avanzadas. El Banco de Inglaterra mantuvo los tipos de interés sin variación en su reunión de julio, aunque señaló la posibilidad de que se adopten medidas en un futuro próximo. En Estados Unidos, las expectativas de los mercados de incrementos de los tipos en 2016 se han moderado. Según la curva de futuros sobre fondos federales, los mercados están descontando una subida de 25 puntos básicos solo hacia finales de 2017. Asimismo, los mercados financieros esperan una relajación adicional por parte del Banco de Japón.

Gráfico 1 Índice PMI global compuesto de producción

(índice de difusión, 50 = sin variación)



Fuentes: Markit y cálculos de los expertos del BCE.

Notas: La observación más reciente corresponde a junio de 2016.

Los indicadores mundiales para el segundo trimestre de 2016 señalan que la actividad económica y el comercio han sido moderados.

El índice de directores de compras (PMI) global compuesto de producción registró un nuevo descenso en el segundo trimestre y se situó en el 51,3, el valor más bajo desde finales de 2012 (véase gráfico 1). El crecimiento del comercio mundial ha vuelto a experimentar una contracción. Las importaciones mundiales de bienes en términos reales cayeron un 0,6 %, en tasa intertrimestral, en abril de 2016. Aunque el crecimiento del comercio mejoró en las economías avanzadas, siguió deteriorándose en las economías emergentes, especialmente en Asia. Las perspectivas a corto plazo relativas al comercio mundial son moderadas, al tiempo que el índice PMI global de nuevos pedidos exteriores se mantuvo por debajo del umbral de 50 en junio.

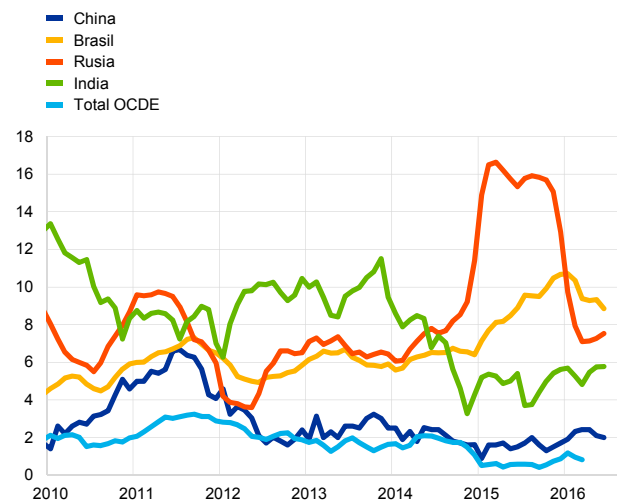
La inflación mundial ha permanecido en niveles reducidos.

En los países pertenecientes a la OCDE, la inflación interanual medida por el índice de precios de consumo (IPC) se incrementó un 0,8 % en mayo, el mismo ritmo de avance que en los dos meses anteriores. El componente energético ha seguido representando un lastre para la inflación. En estos países, la inflación excluidos la energía y los alimentos se situó en el 1,9 % en mayo (véase gráfico 2). Entre las grandes economías emergentes, la inflación descendió en China y Brasil y no experimentó variación en la India. En Rusia, la inflación aumentó, tras haber caído de forma acusada el año pasado.

Gráfico 2

Inflación de los precios de consumo

(tasas de variación interanual)



Fuentes: OCDE y fuentes nacionales.

Nota: La observación más reciente corresponde a junio de 2016 para los países individuales y a mayo de 2016 para el total de la OCDE.

Los precios del Brent han descendido ligeramente desde principios de junio.

La producción de los países de la OPEP se incrementó en junio, impulsada principalmente por aumentos de la oferta de Irán, Arabia Saudí y Nigeria. La oferta de los países no pertenecientes a la OPEP también se elevó en junio, sustentada en la recuperación parcial de la producción de petróleo en Canadá. En cuanto a la demanda, las previsiones de crecimiento de la demanda mundial de crudo en 2016 de la Agencia Internacional de la Energía se han revisado al alza. Los precios de las materias primas no energéticas han subido marginalmente desde principios de junio.

En Estados Unidos, la actividad ha repuntado tras el ligero bache de principios de año.

En el primer trimestre de este año, el ritmo de la actividad económica descendió hasta el 0,3 %, en tasa intertrimestral (el 1,1 % en términos anualizados), impulsado por la mayor debilidad del gasto de los hogares y por la disminución de la inversión no

residencial. Sin embargo, datos recientes señalan un repunte del crecimiento del PIB en el segundo trimestre. El crecimiento del gasto en consumo personal ha aumentado, reflejando mejoras de la renta disponible real y de la riqueza neta de los hogares, en parte como consecuencia de la mejora de la situación del mercado de la vivienda. En abril y mayo, las ventas minoristas se incrementaron a un ritmo sostenido y las de vehículos se recuperaron, después de haber disminuido en marzo. Además, el mercado de trabajo sigue mostrando capacidad de resistencia. En el sector no agrícola estadounidense se crearon 287.000 empleos en junio, tras registrar aumentos más modestos los dos meses anteriores. En junio, la inflación interanual medida por el IPC se redujo hasta el 1 %, moderada por la menor inflación de los precios de la energía y de los alimentos, mientras que la inflación excluidos la energía y los alimentos aumentó ligeramente, hasta el 2,3 %, la tasa más elevada en cuatro años.

En Japón, el ritmo de crecimiento sigue siendo modesto. Tras el descenso registrado en el último trimestre de 2015, el PIB creció un 0,5 %, en tasa intertrimestral, en el primer trimestre de 2016. No obstante, los indicadores más recientes apuntan a que la actividad fue moderada en el segundo trimestre, ya que la producción industrial disminuyó en mayo y la encuesta Tankan del Banco de Japón señaló cierto deterioro de la coyuntura económica. Existen tensiones en el mercado de trabajo y la tasa de paro se situó en el 3,2 % en mayo, el nivel más bajo en más de dos décadas. Sin embargo, el crecimiento de los salarios sigue siendo débil. La inflación interanual medida por el IPC siguió adentrándose en terreno negativo en mayo.

En el Reino Unido se espera que el crecimiento económico se reduzca en la segunda mitad del año. El crecimiento del PIB cayó hasta el 0,4 %, en tasa

intertrimestral, en el primer trimestre de 2016. La actividad estuvo impulsada principalmente por la robustez del consumo privado, mientras que la inversión disminuyó y la demanda exterior neta continuó representando un lastre para el crecimiento. De acuerdo con los indicadores de corto plazo, la economía británica continuó creciendo a un ritmo relativamente intenso en el segundo trimestre de 2016, similar al observado el trimestre anterior. Sin embargo, es probable que la incertidumbre generada por el resultado del referéndum afecte a la actividad económica a corto plazo, en particular a la inversión y al comercio.

En China, los datos macroeconómicos siguen siendo acordes con una moderación gradual del ritmo de expansión. En el segundo trimestre de 2016, este país registró una tasa de crecimiento interanual del PIB del 6,7 %, la misma que en el trimestre anterior y en línea con la nueva banda de objetivos de crecimiento (6,5 %-7 %) fijada por las autoridades chinas para 2016. En los últimos trimestres, la actividad se ha sustentado en el apoyo del Gobierno. La inversión en activos fijos se ha visto impulsada por el fuerte avance de la inversión en infraestructuras, mientras que los gastos de capital en el sector de manufacturas se han moderado.

El ritmo de crecimiento sigue siendo débil y heterogéneo en otras economías emergentes. La actividad se ha mantenido sólida en países importadores de materias primas como la India, donde la actividad creció a una tasa interanual del 7,6 % en el primer trimestre de 2016. Turquía también registró tasas sostenidas de crecimiento del PIB en ese mismo período. Sin embargo, de cara al futuro, la tentativa de golpe militar ha acrecentado la incertidumbre política, lo que podría lastrar la demanda. Entre los países exportadores de materias primas, la actividad ha estado falta de dinamismo. Brasil sigue en recesión. No obstante, en Rusia se observan señales de que la economía ha tocado fondo, ya que, en el primer trimestre de 2016, el crecimiento del PIB retornó a valores positivos, al registrar una tasa intertrimestral del 0,3 %. Los flujos de capital hacia las economías emergentes se han mantenido sólidos, en general, en los últimos meses. Con todo, desde una perspectiva de más largo plazo, la desaceleración gradual de la actividad económica en las economías emergentes ha contribuido a una disminución paulatina de los flujos netos de capital hacia estas economías en los últimos años (véase recuadro 1).

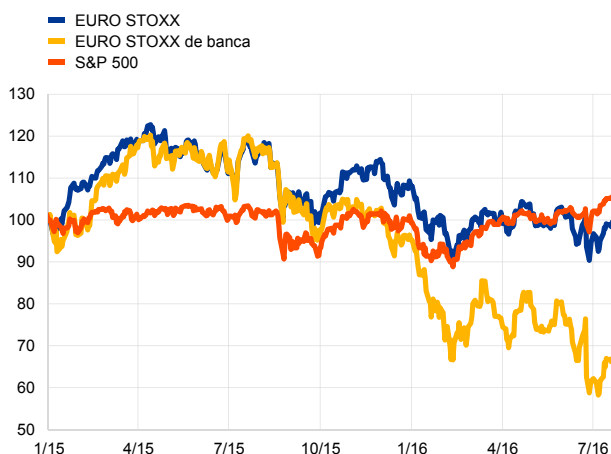
2 Evolución financiera

Los rendimientos de la deuda pública a largo plazo de la zona del euro han seguido descendiendo desde principios de junio. Los diferenciales de la deuda soberana frente al tipo del bono alemán a diez años se ampliaron inmediatamente después de conocerse el resultado del referéndum sobre la permanencia del Reino Unido en la UE, sobre todo en el caso de los emisores con calificación más baja, pero posteriormente cayeron, en general, hasta situarse por debajo de los niveles observados a principios de junio, con la excepción de los de Portugal y Grecia.

Gráfico 3

Índices bursátiles de la zona del euro y de Estados Unidos

(1 de enero de 2015 = 100)



Fuente: Thomson Reuters.

Notas: Datos diarios. La observación más reciente corresponde al 20 de julio de 2016.

Los precios de las acciones de la zona del euro descendieron tras anunciarse el resultado del referéndum sobre la permanencia del Reino Unido en la UE. Mientras que el índice general repuntó posteriormente, el índice del sector bancario se mantuvo muy por debajo del nivel de principios de junio.

El índice EURO STOXX amplio retrocedió algo más del 2 % durante el período de referencia (del 2 de junio al 20 de julio de 2016). Durante el mismo período, el índice S&P 500 de Estados Unidos avanzó en torno al 3 % (véase gráfico 3). Esta dinámica fue el resultado de una evolución relativamente estable antes del referéndum del Reino Unido, de pérdidas próximas al 8 % y al 5 % de los índices de la zona del euro y Estados Unidos, respectivamente, entre el 23 y el 27 de junio, y de una fase de recuperación a partir de entonces. En conjunto, las cotizaciones del sector bancario de la zona del euro cayeron un 13 % desde principios de junio, mientras que en Estados Unidos bajaron alrededor del 4 %. Aunque considerables, los

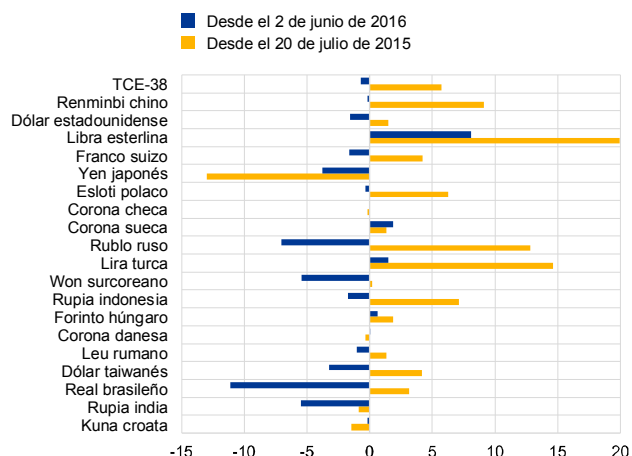
descensos totales registrados son muy inferiores a las caídas de las cotizaciones bancarias en las dos principales áreas económicas entre el 23 y el 27 de junio, aproximadamente el 25 % y el 10 %, respectivamente. La inquietud respecto a la rentabilidad, así como los acontecimientos en entidades de crédito y países específicos, continuaron lastrando el sector bancario de la zona del euro en particular. Las expectativas de los mercados relativas a la volatilidad de los precios de las acciones repuntaron de forma significativa justo después del referéndum del Reino Unido, pero retrocedieron a su nivel inicial durante el resto del período considerado.

Los diferenciales de los bonos emitidos por las sociedades no financieras se redujeron, prolongando la tendencia iniciada tras el anuncio en marzo por el Consejo de Gobierno del programa de compras de bonos corporativos (CSPP, en sus siglas en inglés). Los diferenciales de las emisiones realizadas por las sociedades no financieras de la zona del euro se han estrechado desde principios de junio en todas las calificaciones crediticias, aunque repuntaron levemente y de forma transitoria tras conocerse el resultado del referéndum del Reino Unido. El 20 de julio, estos diferenciales se situaban, en función de su calificación, entre 30 y 40 puntos básicos por debajo de los niveles de principios de junio y entre 50 y 80 puntos básicos por debajo de los registrados el 10 de marzo, fecha en que el Consejo de Gobierno anunció el CSPP (véase también el recuadro 2). Desde comienzos de junio, los diferenciales de los bonos del sector financiero también descendieron en todas las calificaciones. El comportamiento divergente de las cotizaciones del sector bancario, que registraron un retroceso significativo, y de los diferenciales de la renta fija del sector financiero, que continuaron estrechándose, está en consonancia con la opinión de que la preocupación sobre la rentabilidad —más que la percepción de mayores riesgos de impago entre las instituciones financieras— fue el principal factor determinante de la evolución del sector bancario.

Gráfico 4

Variaciones del tipo de cambio del euro frente a algunas monedas

(porcentajes)



Fuente: BCE.

Notas: Variaciones porcentuales con respecto al 20 de julio de 2016. TCE-38 denota el tipo de cambio efectivo nominal del euro frente a las monedas de 38 de los socios comerciales más importantes de la zona del euro.

En los mercados cambiarios, el euro se depreció ligeramente en cifras ponderadas por el comercio.

En términos bilaterales, desde el 2 de junio, el euro se apreció un 8,1 % frente a la libra esterlina, en un entorno de mayor incertidumbre tras el resultado del referéndum sobre la permanencia del Reino Unido en la UE. El aumento de la volatilidad y el menor apetito por el riesgo respaldaron al yen japonés, lo que se tradujo en una depreciación del euro frente a la moneda japonesa de alrededor del 5 %. El euro también se depreció frente al dólar estadounidense, el franco suizo y las monedas de la mayoría de las economías emergentes y de los países exportadores de materias primas (véase gráfico 4).

El índice medio del tipo de interés del euro a un día (eonia) se mantuvo relativamente estable, en una banda comprendida entre -32 y -35 puntos básicos, excepto al final del segundo trimestre, cuando se elevó temporalmente hasta -29 puntos básicos.

El exceso de liquidez aumentó en 29 mm de euros, hasta una cifra aproximada de 873 mm de euros, en el

contexto de las adquisiciones realizadas por el Eurosistema en el marco del programa ampliado de compra de activos.

La curva de tipos *forward* del eonia se desplazó a la baja en relación con principios de junio, especialmente en los plazos superiores a un año.

Tras descender inmediatamente después del referéndum del Reino Unido, la curva continuó desplazándose a la baja en los plazos de vencimiento superiores a un año, con un repunte transitorio a principios de julio. Entre el 2 y el 24 de junio, fecha en que se anunció el resultado del referéndum sobre la permanencia del Reino Unido en la UE, el desplazamiento a la baja de la curva osciló entre los 10 puntos básicos en el plazo a un año y los 20 puntos básicos en el plazo a ocho años. Esta evolución reflejó las revisiones a la baja del crecimiento esperado y las crecientes expectativas de los mercados de relajación adicional de la política monetaria en respuesta a dichas revisiones. En el período transcurrido hasta el 20 de julio, estos descensos se habían mantenido estables en el plazo hasta un año, pero se habían ampliado de nuevo, hasta unos 30 puntos básicos, en los restantes plazos de vencimiento.

3

Actividad económica

La economía de la zona del euro sigue recuperándose, impulsada fundamentalmente por la evolución del consumo privado, pero también por la inversión.

En el primer trimestre, el PIB real registró un crecimiento intertrimestral del 0,6 %, respaldado por la sólida evolución del consumo privado, así como por las continuas mejoras de la inversión, mientras que la contribución de la demanda exterior neta fue negativa. La variación de las existencias también contribuyó positivamente al crecimiento del PIB en el primer trimestre de 2016.

El consumo privado, el principal factor impulsor de la recuperación actual, continúa contribuyendo positivamente al crecimiento. El consumo privado siguió aumentando en el primer trimestre de 2016, un 0,6 % en tasa intertrimestral, tras registrar una desaceleración transitoria en el trimestre anterior debido a los efectos de las adversas condiciones meteorológicas sobre el consumo de energía y de productos estacionales, así como a los ataques terroristas perpetrados en Francia. Desde una perspectiva de más largo plazo, el gasto en consumo se ha estado beneficiando del incremento de la renta disponible real de los hogares, que refleja principalmente el aumento del empleo y el descenso de los precios del petróleo. En el primer trimestre de 2016, la renta bruta disponible real de los hogares creció a una tasa interanual del 2,1 %. Tras mejorar de nuevo en el segundo trimestre de 2016, la confianza de los consumidores cayó ligeramente en julio después de conocerse el resultado del referéndum del Reino Unido, pero se mantuvo por encima de su media de largo plazo. Los balances de los hogares también presentan mayor disponibilidad de fondos.

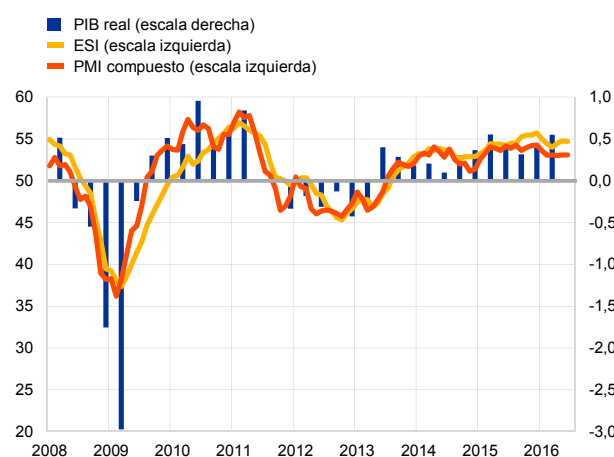
La inversión continuó creciendo en el primer trimestre de 2016, tras acelerarse a finales de 2015, pero datos más recientes señalan una evolución algo más débil a corto plazo. En el primer trimestre de 2016, la inversión total se incrementó un 0,8 % en tasa intertrimestral, fundamentalmente como resultado de un aumento de la inversión, excluida la construcción. En el primer trimestre, la mayor inversión en productos metálicos y maquinaria representó en torno a la mitad de este incremento interanual, mientras que las inversiones en construcción y en TIC (tecnologías de la información y las comunicaciones) contribuyeron en la misma medida al aumento restante. En el segundo trimestre de 2016, la producción industrial de bienes de equipo mostró cierta debilidad y en mayo se redujo un 2,3 % en tasa intermensual, lo que compensó con creces el fuerte aumento del 1,7 % registrado en abril. Es muy probable que el débil entorno exterior, junto con el descenso de los pedidos industriales de bienes de equipo y unas expectativas de producción moderadas en este sector, afecte a la tasa de crecimiento de la inversión, excluida la construcción, en los próximos meses. La inversión en construcción siguió creciendo en el primer trimestre de 2016, pero la caída de la producción en los dos primeros meses del segundo trimestre de este año, unida a un efecto arrastre negativo de los descensos de febrero y marzo, apunta a una evolución contenida de la inversión en vivienda en el segundo trimestre de 2016.

Más allá del corto plazo, la recuperación de la demanda, la orientación acomodaticia de la política monetaria y la mejora de las condiciones de financiación deberían impulsar la inversión, aunque con ciertos riesgos a la baja. La mejora de los beneficios y la necesidad de sustituir la inversión tras años de debilidad de la formación de capital fijo también deberían favorecer la inversión total en el futuro. Sin embargo, la incertidumbre relacionada con el resultado del referéndum del Reino Unido y sus posibles implicaciones para la economía de la zona del euro podrían afectar negativamente a las perspectivas de inversión. Además, puede que las necesidades de desapalancamiento y el lento ritmo de aplicación de las reformas, especialmente en algunos países, así como las débiles perspectivas de crecimiento potencial, también frenen el crecimiento de la inversión.

Las exportaciones totales (bienes y servicios) de la zona del euro continuaron mostrando falta de dinamismo en el primer trimestre de 2016 y, hasta el momento, los datos mensuales sobre comercio apuntan a un débil ritmo de crecimiento de las exportaciones de bienes en el segundo trimestre. Si se consideran conjuntamente los resultados mensuales del comercio de abril y mayo, las exportaciones de bienes a países no pertenecientes a la zona del euro cayeron ligeramente en comparación con el segundo trimestre de 2015. Entre las economías emergentes, el crecimiento de las exportaciones a China aumentó, mientras que el de las exportaciones a Rusia y América Latina se redujo. Por lo que se refiere a las economías avanzadas, la contribución de las exportaciones a Estados Unidos fue básicamente neutral, al tiempo que las exportaciones a países europeos no pertenecientes a la zona del euro (incluido el Reino Unido) se incrementaron. La fortaleza relativa de la actividad exportadora de la zona del euro desde principios de año en comparación con el crecimiento del comercio global apunta a un aumento de las cuotas de exportación de la zona. De cara al futuro, se espera que la ligera apreciación del tipo de cambio efectivo del euro de la primera mitad de este año lastre las exportaciones de la zona del euro. Además, las exportaciones pueden verse negativamente afectadas por las posibles consecuencias adversas del resultado del referéndum del Reino Unido para los flujos de comercio mundial. Asimismo, indicadores más recientes, como las encuestas, señalan una evolución persistentemente moderada de la demanda externa y una relativa debilidad de los pedidos exteriores de fuera de la zona del euro a corto plazo.

Gráfico 5
 PIB real, ESI e índice PMI compuesto de la zona del euro

(tasas de crecimiento intertrimestral; índice; índice de difusión)



Fuentes: Eurostat, Comisión Europea, Markit y BCE.

Notas: El ESI está normalizado con la media y la desviación típica del PMI. Las observaciones más recientes corresponden al primer trimestre de 2016 para el PIB real y a junio de 2016 para el ESI y el PMI.

En conjunto, los indicadores económicos más recientes son acordes con el mantenimiento de un crecimiento moderado del PIB real en el segundo trimestre de 2016.

Tras registrar un fuerte crecimiento en abril, la producción industrial (excluida la construcción) se redujo en mayo, lo que ha hecho que el nivel medio del índice para los dos primeros meses del segundo trimestre de 2016 se sitúe un 0,2 % por debajo del registrado en el primer trimestre. La producción de la construcción y los nuevos pedidos continuaron disminuyendo en abril. Las ventas al por menor y las matriculaciones de automóviles aumentaron en abril y mayo, aunque las matriculaciones descendieron en junio. Los indicadores de opinión más recientes son acordes con un crecimiento continuado en el segundo trimestre, aunque a una tasa menor que en el primero. El índice PMI compuesto de producción se mantuvo invariable en junio, lo

que se tradujo en una media intertrimestral ligeramente inferior al nivel observado en el primer trimestre de 2016 (véase gráfico 5). El indicador de sentimiento económico (ESI, en sus siglas en inglés) registró un ligero descenso en junio. Ambos indicadores se mantienen por encima de sus niveles medios de largo plazo.

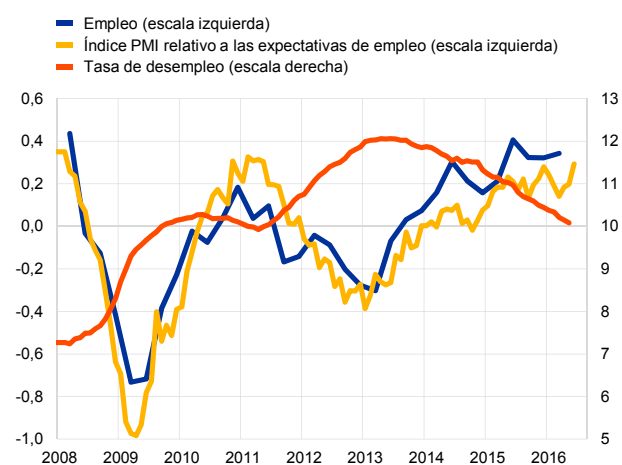
Los mercados de trabajo de la zona del euro continúan mejorando gradualmente.

En el primer trimestre de 2016, el empleo experimentó un crecimiento adicional del 0,3 % en tasa intertrimestral y, en consecuencia, se situó un 1,4 % por encima del nivel registrado un año antes, el mayor incremento interanual observado desde el primer trimestre de 2008. La tasa de paro de la zona del euro también continuó descendiendo en mayo de 2016, hasta situarse en el 10,1 % (véase gráfico 6). El número de parados de larga duración (las personas que llevan al menos 12 meses en situación de desempleo) sigue disminuyendo lentamente, pero todavía representa más del 5 % de la población activa. Los indicadores de opinión más recientes continuaron mejorando en los últimos meses y son coherentes con nuevos aumentos del empleo en el próximo período.

Gráfico 6

Empleo, índice PMI relativo a las expectativas de empleo y desempleo en la zona del euro

(tasas de variación intertrimestral; índice de difusión; porcentaje de la población activa)



Fuentes: Eurostat, Markit y cálculos del BCE.

Notas: El PMI está expresado como una desviación de 50 dividido por 10. Las observaciones más recientes corresponden al primer trimestre de 2016 para el empleo, a junio de 2016 para el PMI y a mayo de 2016 para el desempleo.

De cara al futuro, se espera que la recuperación económica avance a un ritmo moderado, aunque la incertidumbre se ha incrementado tras el resultado del referéndum del Reino Unido.

La demanda interna sigue estando respaldada por las medidas de política monetaria del BCE. Su impacto favorable sobre las condiciones de financiación, junto a la mejora de la rentabilidad empresarial, está estimulando la inversión. Además, las continuas mejoras en el empleo y el precio aun relativamente bajo del petróleo deberían seguir sustentando la renta disponible real de los hogares y el consumo privado. Sin embargo, el aumento de la incertidumbre tras el referéndum del Reino Unido podría afectar a la confianza y al comercio. Otras incertidumbres geopolíticas también plantean retos para la recuperación económica de la zona del euro. Asimismo, la recuperación continúa viéndose frenada por los actuales

ajustes en los balances de algunos sectores, el ritmo insuficiente de aplicación de las reformas estructurales y las débiles perspectivas de crecimiento de las economías emergentes. En este contexto, los riesgos para las perspectivas de crecimiento de la zona del euro siguen inclinados a la baja.

4 Precios y costes

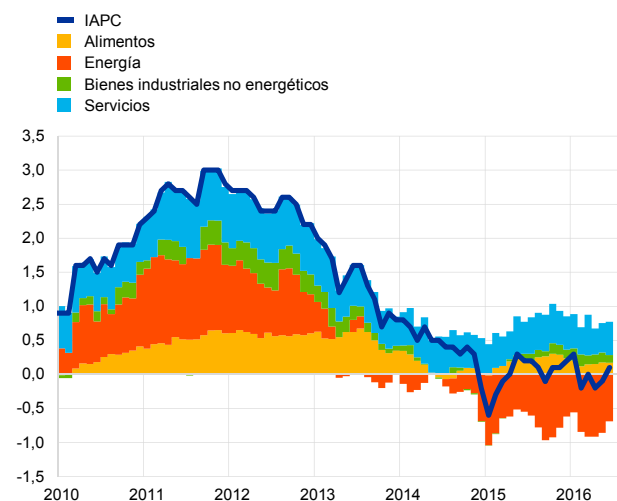
La inflación general ha permanecido en niveles en torno a cero en los últimos meses

(véase gráfico 7). El reducido nivel de inflación sigue reflejando el efecto moderador de unas tasas de variación interanual marcadamente negativas de los precios de la energía. Al mismo tiempo, la inflación medida por el IAPC, excluidos la energía y los alimentos, continúa fluctuando en tasas de alrededor del 1 %.

Gráfico 7

Contribución de los componentes a la inflación medida por el IAPC general de la zona del euro

(tasas de variación interanual; contribuciones en puntos porcentuales)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Nota: Las observaciones más recientes corresponden a junio de 2016.

Los indicadores de la inflación subyacente todavía no han mostrado, en general, señales claras de una tendencia al alza. La tasa de variación interanual de la inflación medida por el IAPC, excluidos la energía y los alimentos, lleva oscilando en torno al 1 % desde mediados del año pasado. Otros indicadores de la inflación subyacente tampoco han mostrado señales claras de un nuevo impulso al alza desde que se alcanzó un punto de inflexión a comienzos de 2015. Si se consideran los principales componentes, la tasa de variación de los precios de los servicios ha estado fluctuando alrededor del 1 % en los últimos meses, mientras que la de los precios de los bienes industriales no energéticos se ha mantenido en un intervalo entre el 0,4 % y el 0,7 %.

La tasa de variación de los precios de importación sigue siendo negativa, mientras que la de los precios industriales continúa siendo bastante estable. Después de descender durante varios meses consecutivos, la tasa de variación de los precios de

importación de los bienes de consumo no alimenticio aumentó desde el -1,4 % en abril hasta el -0,7 % en mayo. Este patrón es bastante similar al de la evolución del tipo de cambio efectivo nominal del euro. La tasa de crecimiento interanual del índice de precios industriales de las ventas interiores de bienes de consumo no alimenticio volvió a incrementarse ligeramente, hasta el 0,1 % en mayo, desde el 0 % de abril y el -0,1 % registrado en marzo. Las limitadas presiones al alza sobre los precios industriales pueden ser reflejo del hecho de que la mejora de la situación económica está siendo contrarrestada por las débiles presiones sobre los costes derivadas, por ejemplo, de los bajos precios de las materias primas.

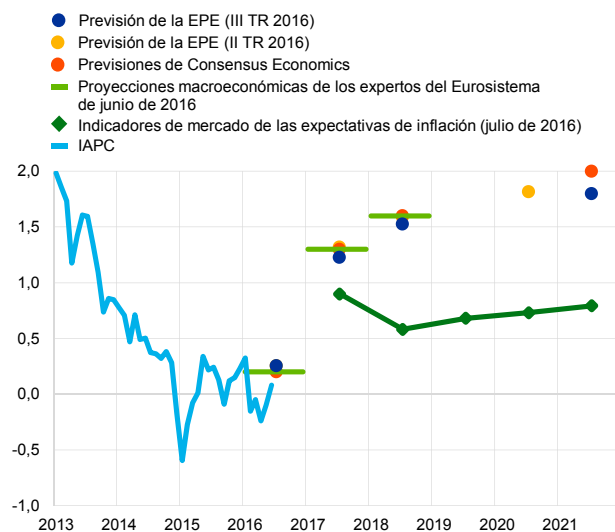
El crecimiento de los salarios se ha mantenido contenido. La remuneración por asalariado se incrementó un 1,2 % en términos interanuales en el primer trimestre de 2016, ligeramente por debajo del 1,3 % del cuarto trimestre de 2015. Entre los factores que pueden estar afectando al avance de los salarios se incluyen la persistencia de unos niveles elevados de holgura en el mercado de trabajo, el débil crecimiento de la productividad, el entorno de baja inflación y la continuación de los efectos de las reformas laborales emprendidas durante la crisis.

Los indicadores de las expectativas de inflación a largo plazo basados en los mercados han descendido de manera significativa y permanecen considerablemente por debajo de los indicadores basados en encuestas de opinión. La tasa de inflación a cinco años dentro de cinco años ha disminuido desde comienzos de junio y a principios de julio registró un nuevo mínimo histórico. Gran parte de esta caída parece deberse a factores técnicos, ya que el aumento de la demanda de activos seguros, en un entorno de deterioro del clima de los mercados tras el referéndum del Reino Unido, ha contribuido a reducir los indicadores de inflación basados en los mercados. Aunque estos indicadores

pueden, por tanto, recuperarse cuando mejore el clima de los mercados, el descenso también puede indicar que los participantes en el mercado consideran improbable que la inflación repunte en un futuro próximo. Al mismo tiempo, los mercados continúan descontando únicamente un riesgo limitado de deflación. A diferencia de los indicadores basados en los mercados, los indicadores de las expectativas de inflación a largo plazo basados en encuestas de opinión, como los obtenidos de la encuesta a expertos en previsión económica (EPE) del BCE y de las encuestas de Consensus Economics, han mostrado más estabilidad (véase gráfico 8). Los resultados de la EPE de julio de 2016 sitúan la previsión media de las expectativas de inflación dentro de cinco años en torno al 1,8 %, sin variación con respecto a la encuesta anterior¹.

Gráfico 8
Indicadores de las expectativas de inflación basados en encuestas de opinión

(tasas de variación interanual)



Fuentes: Encuesta a expertos en previsión económica (EPE) del BCE, Thomson Reuters, Consensus Economics, proyecciones macroeconómicas de junio de 2016 elaboradas por los expertos del Eurosistema y cálculos del BCE.

Notas: Se incluyen datos de la inflación observada medida por el IAPC hasta junio de 2016. Los datos de Consensus Economics proceden de las previsiones publicadas en julio de 2016. Los indicadores de las expectativas de inflación basados en los mercados se obtienen de los swaps cupón cero indicados a la inflación medida por el IAPCx (IAPC de la zona del euro excluido el tabaco). Las observaciones más recientes corresponden al 19 de julio de 2016.

De cara al futuro, sobre la base de los precios de los futuros de la energía vigentes, las tasas de inflación continuarán en niveles bajos, o puede que incluso ligeramente negativos, en los próximos meses, y repuntarán más adelante en 2016, en gran parte debido a efectos de base. Posteriormente, las tasas de inflación deberían seguir recuperándose en 2017 y 2018, respaldadas por las medidas de política monetaria del BCE y por la recuperación económica esperada. El resultado del referéndum del Reino Unido ha elevado el nivel de incertidumbre en torno a las perspectivas de inflación.

En cuanto a la evolución de los precios de la vivienda, el crecimiento interanual del indicador de precios de los inmuebles residenciales del BCE para la zona del euro ha continuado aumentando. En el primer trimestre de 2016, la tasa de variación interanual de los precios de los inmuebles residenciales se situó en el 2,9 %, desde el 2,2 % del cuarto trimestre de 2015 y el 1,6 % del tercer trimestre de ese año. La nueva aceleración de los precios de los inmuebles residenciales fue relativamente generalizada en el primer trimestre de 2016, ya que la mayoría de los países de la zona del euro registraron un crecimiento mayor o un descenso menos acusado que en el trimestre anterior.

5 Dinero y crédito

El crecimiento del agregado monetario amplio continuó siendo sólido. La tasa de crecimiento interanual de M3, que aumentó hasta situarse en el 4,9 % en mayo de 2016, lleva fluctuando en torno al 5 % desde marzo de 2015 (véase gráfico 9). El

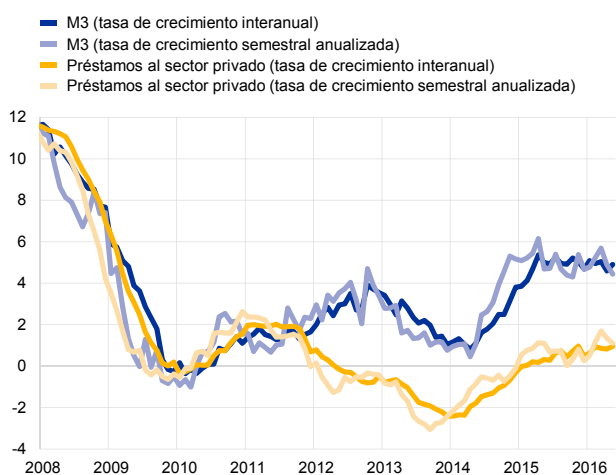
¹ Véase https://www.ecb.europa.eu/stats/prices/indic/forecast/shared/files/reports/spfreport2016_Q3.en.pdf.

crecimiento del agregado monetario amplio volvió a sustentarse en los componentes más líquidos. En los últimos meses, M1 ha estado mostrando señales de desaceleración, ya que su tasa de crecimiento interanual siguió descendiendo, aunque en mayo se mantuvo en un nivel elevado.

Gráfico 9

M3 y préstamos al sector privado

(tasa de crecimiento interanual y tasa de crecimiento semestral anualizada)



Fuente: BCE.

Nota: La observación más reciente corresponde a mayo de 2016.

Las fuentes internas de creación de dinero fueron el principal factor impulsor del crecimiento del agregado monetario amplio.

Este hecho se explica, en parte, por las medidas de política monetaria no convencionales del BCE. En lo que respecta a las contrapartidas, las principales fuentes de creación de dinero en mayo fueron las adquisiciones de bonos realizadas por el Eurosistema en el marco del programa de compras de valores públicos (PSPP, por sus siglas en inglés) y la contracción de los pasivos financieros a más largo plazo. La tasa de variación interanual de los pasivos financieros a más largo plazo de las IFM (excluidos capital y reservas) continuó siendo marcadamente negativa en mayo de 2016. Esta evolución refleja el perfil plano de la curva de rendimientos, asociado a las medidas de política monetaria no convencionales del BCE, que ha hecho que a los inversores les resulte menos favorable mantener pasivos bancarios a más largo plazo.

El atractivo de las operaciones de financiación a plazo más largo con objetivo específico (TLTRO) como alternativa a la financiación bancaria a más largo plazo en los mercados también influyó. En este contexto, el importe adjudicado en la primera operación de la segunda serie de TLTRO (TLTRO-II) en junio de 2016 ascendió a 399 mm de euros, ligeramente por debajo de las expectativas de los mercados. Además, la recuperación gradual del crecimiento del crédito al sector privado contribuyó a una mayor creación de dinero. La posición acreedora neta frente al exterior del sector de IFM continúa siendo un lastre para el crecimiento interanual de M3. Esta evolución sigue reflejando las salidas de capital de la zona del euro y el reequilibrio continuado de las carteras en favor de instrumentos de fuera de la zona (en particular, las ventas de deuda pública de la zona del euro por parte de no residentes en el marco del PSPP).

La actividad crediticia se mantuvo en una senda de recuperación gradual.

La tasa de crecimiento interanual de los préstamos concedidos por las IFM al sector privado (ajustados de titulaciones y otras transferencias) se incrementó en mayo (véase gráfico 9). Mientras que la tasa de crecimiento interanual de los préstamos a las sociedades no financieras siguió recuperándose en mayo, la correspondiente a los préstamos a hogares ha permanecido prácticamente estable desde febrero de 2016. Estas tendencias fueron generalizadas en la zona del euro y se vieron respaldadas por las significativas reducciones de los tipos de interés del crédito bancario observadas desde el verano de 2014 (debido, en particular, a las medidas de política monetaria no convencionales del BCE) y por las mejoras en la oferta y en la demanda de préstamos bancarios. Pese a estas señales positivas, el

saneamiento de los balances de las entidades de crédito y los niveles persistentemente elevados de préstamos dudosos en algunas jurisdicciones siguen lastrando el crecimiento del crédito.

La encuesta sobre préstamos bancarios en la zona del euro de julio de 2016 indica que la recuperación del crecimiento de los préstamos está impulsada por el aumento de la demanda y por mejoras en la oferta de préstamos (véase la encuesta en:

<https://www.ecb.europa.eu/stats/money/surveys/lend/html/index.en.html>). La

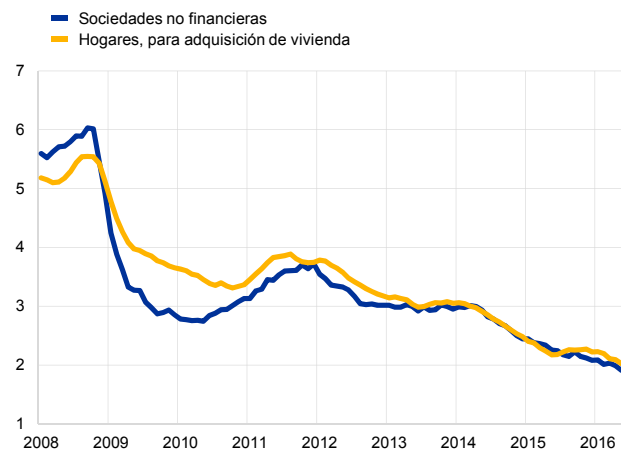
demanda de todas las categorías de préstamos aumentó de nuevo en el segundo trimestre de 2016. Al mismo tiempo, las condiciones de oferta de crédito para las empresas y los hogares continuaron mejorando. Las presiones de la competencia siguieron siendo el factor que más contribuyó a la relajación de los criterios de aprobación de los préstamos a empresas por parte de las entidades de crédito.

Las entidades continuaron indicando que los principales efectos de las TLTRO en la oferta de préstamos se plasman en una relajación de las condiciones aplicadas a los nuevos préstamos, más que en cambios en los criterios de aprobación del crédito.

Gráfico 10

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

(porcentajes)



Fuente: BCE.

Notas: El indicador para los tipos de interés sintéticos de los préstamos bancarios se calcula agregando los tipos a corto y a largo plazo utilizando una media móvil de 24 meses del volumen de nuevas operaciones. La observación más reciente corresponde a mayo de 2016.

Los tipos de interés del crédito bancario concedido al sector privado cayeron hasta registrar nuevos mínimos históricos en mayo.

Los tipos de interés sintéticos del crédito otorgado a las sociedades no financieras y a los hogares han disminuido considerablemente más que los tipos de interés de referencia del mercado desde junio de 2014 (véase gráfico 10). La menor fragmentación de los mercados financieros de la zona del euro y la mejora de la transmisión de las medidas de política monetaria a los tipos de interés de los préstamos bancarios han desempeñado un papel positivo en este contexto. Además, la disminución de los costes sintéticos de la financiación de las entidades de crédito ha favorecido el descenso de los tipos de interés sintéticos. Desde junio de 2014, las entidades de crédito han estado trasladando paulatinamente la disminución de sus costes de financiación aplicando tipos de interés más bajos al crédito bancario. Por otra parte, el considerable volumen de fondos obtenidos en la primera TLTRO-II implica una reducción significativa de los costes de financiación de las entidades, que puede

trasladarse a los prestatarios finales de la economía. Entre mayo de 2014 y mayo de 2016, los tipos de interés sintéticos de los préstamos concedidos a las sociedades no financieras y a los hogares de la zona del euro se redujeron alrededor de 100 y 90 puntos básicos, respectivamente, y en los países vulnerables de la zona se han observado disminuciones particularmente acusadas de los tipos de interés de los préstamos bancarios. En ese mismo período, el diferencial de tipos de interés entre los créditos de hasta 250.000 euros y los créditos de más de un millón de euros en la zona del euro siguió una trayectoria descendente. En general, esto indica que las

pequeñas y medianas empresas se están beneficiando en mayor medida que las grandes empresas de la reciente caída de los tipos de interés de los préstamos.

La emisión neta de valores representativos de deuda por parte de las sociedades no financieras de la zona del euro se incrementó de nuevo en abril y mayo de 2016, después de haber aumentado con fuerza en marzo. El

fortalecimiento de las emisiones observado en abril y mayo estuvo respaldado, entre otras cosas, por el paquete de medidas de política monetaria del BCE anunciado en marzo y fue generalizado en todos los países, mientras que el aumento de marzo estuvo impulsado por dos grandes operaciones. Los datos de mercado muestran que la emisión de valores de renta fija privada se moderó de forma notable en la segunda mitad de junio, muy probablemente debido a la preocupación en torno al referéndum sobre la permanencia del Reino Unido en la UE, antes de incrementarse de nuevo en la primera mitad de julio. La emisión neta de acciones cotizadas por parte de las sociedades no financieras ha seguido siendo relativamente modesta en los últimos meses. (Para más información sobre el creciente papel de las entidades no bancarias en la concesión de nueva financiación a las sociedades no financieras de la zona del euro desde 2008, véase el recuadro 5).

Los costes de financiación de las sociedades no financieras de la zona del euro siguen siendo favorables. El coste nominal total de la financiación externa de las sociedades no financieras se ha mantenido básicamente sin variación en el mínimo histórico registrado en abril de 2016, ocultando una evolución divergente de los distintos instrumentos de financiación. El coste de la financiación mediante acciones experimentó un aumento moderado en mayo y junio y descendió en julio, siguiendo la evolución de los precios de las acciones. En cambio, el coste de la financiación mediante valores de renta fija continuó disminuyendo durante el período comprendido entre mayo y julio, favorecido por las medidas de política monetaria del BCE más recientes y por la reducción de los rendimientos a escala global.

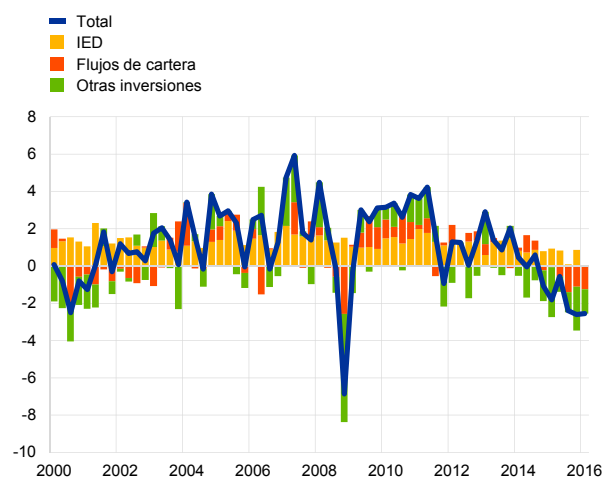
Recuadro 1

Evolución reciente de los flujos de capital hacia las economías emergentes

Gráfico A

Entradas netas de capital en las economías emergentes

(en porcentaje del PIB nominal)



Fuentes: Haver Analytics, FMI y cálculos del BCE.

Notas: Las entradas netas de capital se definen como la suma de la inversión extranjera directa (IED), los flujos netos de cartera y otras inversiones netas. Datos agregados usando ponderaciones del PIB en términos de paridad del poder adquisitivo (PPA).

Las entradas netas de capital en las principales economías emergentes han seguido una tendencia a la baja desde 2011 y se han mantenido en niveles negativos desde el cuarto trimestre de 2014². Estos flujos se recuperaron rápidamente tras la crisis financiera mundial. Sin embargo, en 2011 este repunte revirtió y, desde entonces, las entradas netas de capital han mostrado una tendencia a la baja (véase gráfico A). Además, después de recuperarse moderadamente en 2013, las entradas netas de capital en las economías emergentes registraron un nuevo descenso y se han mantenido en niveles negativos en los seis últimos trimestres. Este es el período más largo de salidas netas de capital consecutivas de las economías emergentes desde 2001. Este cambio parece generalizado entre las distintas categorías de inversión. En particular, la inversión extranjera directa,

el componente más estable de la cuenta financiera, se mantuvo por debajo de su media de largo plazo (2000-I TR 2016) en los dos últimos años.

El descenso de los flujos netos de capital hacia las economías emergentes también se ha visto reflejado, en cierta medida, en un debilitamiento gradual y generalizado de las monedas de estos países. Entre 2011 y 2015, las monedas de las economías emergentes siguieron una tendencia a la baja. Este debilitamiento fue especialmente acusado en el período comprendido entre mediados de 2014 y finales de 2015, cuando el dólar estadounidense empezó a apreciarse en un entorno de aumento gradual de las expectativas de los mercados de un endurecimiento de la política monetaria de Estados Unidos. Desde principios de 2016, las monedas de estos países han comenzado a recuperar parte de sus pérdidas.

² Este recuadro se centra en las entradas netas de capital privado en un grupo de importantes economías emergentes compuesto por Argentina, Brasil, Chile, China, Colombia, India, Indonesia, Malasia, México, Rusia, Sudáfrica, Corea del Sur, Taiwán, Tailandia, Turquía y Venezuela. Hong Kong y Singapur se excluyen del análisis dado su carácter especial de centros financieros internacionales. Los flujos se definen como la suma de la inversión extranjera directa, los flujos de cartera y otras inversiones, y no incluyen variaciones de reservas exteriores.

Sobre la base de un marco estándar de «factores de empuje/factores de atracción»³ (*push/pull*), se utiliza un modelo sencillo para determinar, a nivel agregado, los posibles factores determinantes de la reciente desaceleración de las entradas netas de capital en las economías emergentes (véase gráfico B).

A través de un modelo uniecuacional se relacionan las entradas netas de capital en las economías emergentes (medidas en porcentaje del PIB) de la balanza de pagos a nivel agregado con el atractivo relativo de la situación económica interna (medido como el diferencial de crecimiento del PIB real entre las respectivas economías emergentes y las avanzadas y por los diferenciales de tipos de interés), y con los cambios en la situación mundial, incluidos la aversión al riesgo a escala global (medida por el índice VIX), las variaciones de los precios del petróleo y un indicador de las expectativas acerca de la política monetaria estadounidense.

Los resultados del modelo sugieren que la reducción del diferencial de crecimiento entre las economías emergentes y las avanzadas ha sido un importante factor determinante de las salidas netas de capital de las economías emergentes en los últimos años.

Desde 2010, el crecimiento de las principales economías emergentes ha seguido una tendencia a la baja, impulsada tanto por el deterioro del entorno exterior como por factores estructurales internos (véase gráfico C)⁴. Al mismo tiempo, el crecimiento en las economías avanzadas se ha estabilizado desde 2013. Ello ha llevado a una disminución del diferencial de crecimiento entre las economías emergentes y las avanzadas, lo que ha restado atractivo a las primeras para la inversión extranjera. Además, es posible que el bajo nivel de crecimiento o las recesiones en algunas economías emergentes hayan provocado salidas brutas de capital. El diferencial medio de crecimiento intertrimestral descendió desde 1,2 puntos porcentuales en el período anterior a la crisis (2001-2007) hasta 0,9 puntos porcentuales en 2010-2015 y hasta 0,7 puntos porcentuales en los dos últimos años.

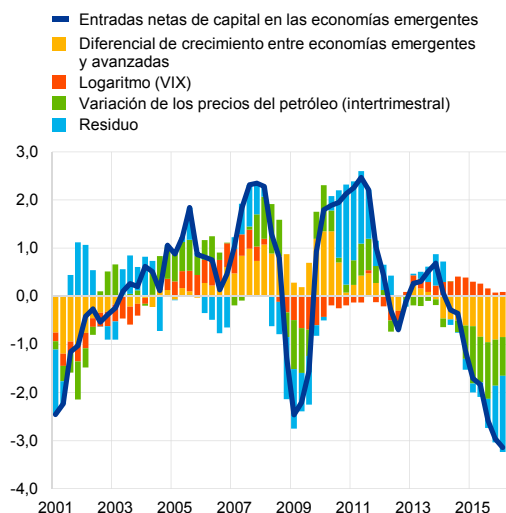
³ Un marco de «factores de empuje/factores de atracción» distingue dos tipos de factores determinantes de las entradas netas de capital en la economía. Entre los determinantes del atractivo de la economía nacional para los inversores –los denominados «factores de atracción»– se incluyen el crecimiento económico, el riesgo del país o la rentabilidad de las inversiones. Los «factores de empuje» internacionales determinan las decisiones de inversión en el exterior de los inversores extranjeros e incluyen la aversión al riesgo a escala mundial, y el crecimiento y los tipos de interés de las economías de otros países. Véase R. Koepke, «What Drives Capital Flows to Emerging Markets? A Survey of the Empirical Literature», *IIF Working Paper*, Institute of International Finance, 2015.

⁴ Véase el artículo titulado «La desaceleración de las economías emergentes y sus implicaciones para la economía mundial», *Boletín Económico*, número 3, BCE, 2016.

Gráfico B

Contribuciones basadas en el modelo a las entradas netas de capital en las economías emergentes

(corregidas por la media; medias móviles de cuatro trimestres; en porcentaje del PIB nominal)



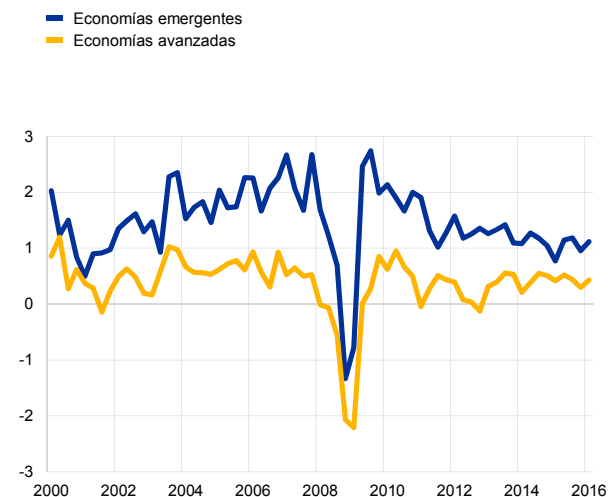
Fuentes: Datastream, Haver Analytics, FMI y cálculos del BCE.

Notas: La muestra de países figura en la nota 1 a pie de página de este recuadro. El período muestral abarca desde el primer trimestre de 2000 hasta el primer trimestre de 2016. Todos los agregados se calculan usando ponderaciones del PIB en términos de paridad del poder adquisitivo (PPA). El diferencial de crecimiento se calcula en relación con el agregado de las economías avanzadas (véanse las notas del gráfico C para la muestra de países). El diferencial de tipos de interés y las expectativas sobre la política monetaria estadounidense no son estadísticamente significativos en la regresión; por tanto, el gráfico se basa en el modelo excluidas estas variables (las contribuciones de otros factores se mantienen prácticamente invariables). Para abordar el problema de la endogeneidad, se utilizan diferenciales de crecimiento retardados.

Gráfico C

Crecimiento del PIB real en las economías emergentes y avanzadas

(tasas de variación intertrimestral)



Fuentes: Haver Analytics, FMI y cálculos del BCE.

Notas: La muestra de países figura en la nota 1 a pie de página de este recuadro. Datos agregados usando ponderaciones del PIB en términos de paridad del poder adquisitivo (PPA). El conjunto de economías avanzadas comprende Australia, Canadá, Dinamarca, la zona del euro, Japón, Noruega, Suecia, Suiza, Reino Unido y Estados Unidos. La última observación corresponde al primer trimestre de 2016.

Además, los flujos de capital hacia las economías emergentes se han visto considerablemente afectados por factores externos como la aversión al riesgo a escala mundial y las variaciones de los precios del petróleo. Los resultados del modelo ponen de manifiesto que las entradas netas de capital responden a la aversión al riesgo a escala mundial, lo que es coherente con la evidencia empírica procedente de la literatura⁵. Además, las recientes salidas netas de capital de las economías emergentes también parecen haber estado impulsadas, en gran medida, por el descenso de los precios del petróleo iniciado en 2014. Las caídas de los precios del crudo tienen un impacto directo sobre las condiciones económicas y de financiación de los países exportadores de materias primas. Sin embargo, las variaciones de estos precios también están correlacionadas positivamente con las entradas netas de capital en países importadores de materias primas. Esta circunstancia podría guardar relación con el hecho de que los precios del petróleo reflejan, en parte, la situación de la demanda global y, por tanto, la renta mundial⁶. En particular, mientras que la fase inicial de la caída de los precios del petróleo

⁵ Koepke (2015), *op. cit.*

⁶ Véase S. Ahmed, S. Curcuru, F. Warnock y A. Zlate, *The Two Components of International Portfolio Flows*, 2015. Los autores muestran (en relación con los flujos de cartera) que, junto con los flujos resultantes de decisiones de reasignación de carteras, los flujos atribuibles al nuevo ahorro (efecto renta) representan una proporción importante de los flujos de cartera totales.

a partir de mediados de 2014 se vio impulsada fundamentalmente por la oferta, se considera que el descenso observado entre el otoño de 2015 y enero de 2016 estuvo más determinado por la demanda⁷.

El proceso de normalización de la política monetaria estadounidense ha centrado la atención en el papel que desempeñan las expectativas sobre la senda futura de los tipos de interés oficiales de Estados Unidos a la hora de determinar las entradas de capital en las economías emergentes. El desarrollo ordenado de los acontecimientos en los mercados financieros en diciembre de 2015, cuando la subida de los tipos de interés oficiales de Estados Unidos ya había sido plenamente descontada por los mercados, frente al episodio del *taper tantrum* de 2013, ha subrayado la importancia de las expectativas relativas a la política monetaria estadounidense para la evolución de los mercados financieros internacionales. Si se utilizan diversas variables como aproximación a las expectativas sobre la política monetaria de Estados Unidos, no se aprecia un impacto significativo de dichas expectativas sobre las entradas netas de capital agregadas en las economías emergentes⁸. Sin embargo, su relevancia como factor determinante de los flujos de cartera en frecuencias más altas⁹ parece ser mayor. El papel desempeñado por los diferenciales de tipos de interés entre las economías emergentes y las avanzadas tampoco se recoge claramente en la configuración específica del modelo; sin embargo, en otros estudios más detallados se concluye que el efecto de estos diferenciales es significativo¹⁰.

En general, los diferenciales de crecimiento económico entre las economías emergentes y las avanzadas siguen siendo un factor determinante fundamental de las entradas netas de capital en las primeras. Esto subraya la necesidad de aplicar políticas económicas sólidas en las economías emergentes, dirigidas a abordar los elementos de vulnerabilidad existentes y a respaldar la expansión económica, especialmente en un contexto de perspectivas de desaceleración del crecimiento económico mundial.

⁷ Véase el recuadro titulado «Implicaciones globales de los bajos precios del petróleo», *Boletín Económico*, número 4, BCE, 2016.

⁸ Se han probado especificaciones alternativas, como los rendimientos de los bonos del Tesoro estadounidense a diez años, la diferencia entre los rendimientos de los bonos del Tesoro estadounidense a diez años y los tipos de interés a tres meses del mercado monetario, y los contratos de futuros sobre eurodólares.

⁹ Véase, por ejemplo, T. Dahlhaus y G. Vasishtha, «The Impact of U.S. Monetary Policy Normalization on Capital Flows to Emerging-Market Economies», *Staff Working Papers*, número 14-53, Bank of Canada, 2014. Los autores concluyen que la perturbación asociada a la normalización de la política monetaria estadounidense tiene un efecto económico pequeño, pero estadísticamente significativo, en los flujos de cartera mensuales hacia las economías emergentes. Un análisis realizado recientemente por el FMI (*Perspectivas de la Economía Mundial*, abril de 2016, capítulo 2) arroja un resultado similar en una frecuencia semanal y para un período muestral a partir de 2013.

¹⁰ Se ha probado una especificación estándar utilizando el diferencial de los tipos de interés oficiales frente a las economías avanzadas, y una especificación alternativa empleando un diferencial de rendimientos de la deuda pública a dos años para captar con mayor precisión la evolución reciente de las políticas monetarias de las economías avanzadas. Los resultados del modelo no muestran un impacto estadísticamente significativo de los diferenciales de tipos de interés entre las economías emergentes y las avanzadas sobre las entradas netas de capital en las economías emergentes. Esto podría deberse al nivel de agregación de la variable dependiente, que no permite tener en cuenta la heterogeneidad de los tipos de interés y los perfiles de riesgo de cada país. En otros estudios se emplea con frecuencia una metodología de datos de panel, que permite considerar efectos nacionales específicos. Véase, por ejemplo, S. Ahmed y A. Zlate, «Capital Flows to Emerging Market Economies: A Brave New World?», *International Finance Discussion Papers*, número 1081, Board of Governors of the Federal Reserve System, 2013.

Recuadro 2

El mercado de renta fija privada y el programa de compras de bonos corporativos del BCE

El 8 de junio de 2016, el Eurosistema comenzó a realizar adquisiciones en el marco de su nuevo programa de compras de bonos corporativos (CSPP, en sus siglas en inglés). La finalidad de este programa, que fue anunciado por el Consejo de Gobierno del BCE tras su reunión del 10 de marzo, es reforzar la transmisión de las adquisiciones de activos por parte del Eurosistema a las condiciones de financiación de la economía real. El CSPP forma parte del programa de compra de activos (APP, en sus siglas en inglés) del Eurosistema¹¹, con arreglo al cual está previsto que las compras de activos continúen hasta el final de marzo de 2017 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 lograr tasas de inflación inferiores, aunque próximas, al 2 % a medio plazo. **En este recuadro se describe el CSPP y se analiza su impacto inicial sobre el mercado de renta fija privada.**

En el CSPP, el Eurosistema adquiere valores emitidos por empresas no pertenecientes al sector bancario tanto en el mercado primario como en el secundario. Una condición indispensable para que los valores puedan ser comprados es que estén admitidos como activos de garantía en las operaciones de crédito del Eurosistema. En concreto, su mejor calificación crediticia de entre las otorgadas por instituciones externas de evaluación del crédito debe corresponder, como mínimo, a la categoría 3 (grado de inversión) según el marco de evaluación del crédito del Eurosistema. Además, los valores tienen que estar denominados en euros, tener una vida residual mínima de seis meses y máxima de 30 años en el momento de la compra y su emisor ha de ser una empresa establecida en la zona del euro; los valores emitidos por entidades de crédito no son admisibles. El Eurosistema aplica a sus tenencias de cada valor un límite máximo del 70 % de la emisión¹².

Entre el 8 de junio de 2016, fecha en que se iniciaron las compras en el marco del CSPP, y el 15 de julio, el Eurosistema adquirió bonos de empresas no pertenecientes al sector bancario por importe de 10,4 mm de euros¹³. El 7 % de las compras se realizaron en el mercado primario y el 93 % en el mercado

¹¹ El APP también incluye el programa de compras de bonos de titulación de activos (ABSPP), el tercer programa de adquisiciones de bonos garantizados (CBPP3) y el programa de compras de valores públicos (PSPP).

¹² Sin embargo, en casos concretos se aplica un límite por emisión más bajo, por ejemplo, a los valores emitidos por empresas públicas, que se tratan de forma coherente con el tratamiento que se les aplica en el PSPP.

¹³ Todos los datos sobre compras se refieren a compras liquidadas antes del 15 de julio de 2016 y se expresan a valor de mercado.

secundario. El importe de las adquisiciones y su desglose entre los mercados primario y secundario se publican con periodicidad semanal y mensual, respectivamente, en el sitio web del BCE. El mercado de renta fija privada es, por lo general, menos líquido que el de deuda pública, dado que las emisiones de bonos corporativos son mucho más pequeñas en términos de saldo vivo que la mayoría de las emisiones de deuda pública, el mercado está dominado por inversores a largo plazo y las entidades de crédito no suelen actuar como creadores de mercado. Por tanto, la mayor parte del volumen de las adquisiciones realizadas en el marco del CSPP está integrado por operaciones de menos de 10 millones de euros (véase gráfico A), y las operaciones suelen ser mayores en el mercado primario que en el secundario. El volumen medio de las operaciones del CSPP es, en términos generales, comparable al de las operaciones del tercer programa de adquisiciones de bonos garantizados (CBPP3, en sus siglas en inglés) y menor que el de las operaciones del programa de compras de valores públicos (PSPP, en sus siglas en inglés). Del mismo modo, el mercado de *repos* de bonos corporativos tiende a ser menos líquido que el mercado de *repos* de deuda pública. Para respaldar la liquidez en los mercados, desde el 18 de julio las tenencias del Eurosistema de valores adquiridos en el marco del CSPP están disponibles para operaciones de préstamo de valores a través de los bancos centrales nacionales que realizan las compras.

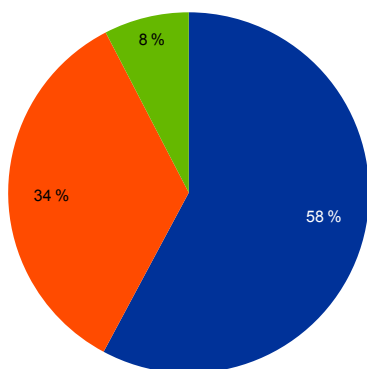
Las adquisiciones realizadas al amparo del CSPP están muy diversificadas entre distintas calificaciones crediticias, sectores, países y emisores. Debido al elevado número de emisores del sector empresarial admisibles, hasta el momento las compras se han repartido entre 458 bonos diferentes emitidos por 175 emisores distintos. El rendimiento de los bonos adquiridos ha fluctuado entre alrededor del $-0,3\%$ y más del 3% , y algo más del 20% de las compras se han efectuado con rendimientos negativos superiores al tipo de interés de la facilidad de depósito del BCE, situado en el $-0,4\%$. Las calificaciones de los bonos oscilan entre AA y BBB- y la distribución de las adquisiciones refleja, en general, la distribución de calificaciones del universo de bonos admisibles. Las compras están muy diversificadas entre empresas de muchos sectores económicos (véase gráfico B) y entre los países de la zona del euro con bonos en circulación.

Gráfico A

Volumen de las operaciones del CSPP

(porcentajes)

- Menos de €10 millones
- Entre €10 millones y €50 millones
- Más de €50 millones



Fuente: BCE.

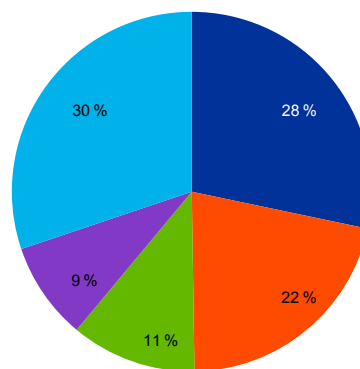
Nota: Operaciones en el mercado secundario.

Gráfico B

Distribución sectorial de las compras

(porcentajes)

- Bienes de consumo
- Agua, gas y electricidad
- Comunicaciones
- Industria
- Otros



Fuentes: Bloomberg y BCE.

Nota: Basado en la clasificación sectorial de Bloomberg.

Al anuncio del CSPP del 10 de marzo le siguió una contracción significativa del diferencial entre los rendimientos de los bonos emitidos por las sociedades no financieras y un tipo de interés libre de riesgo. Los diferenciales de los bonos de sociedades no financieras se redujeron de forma acusada el día del anuncio y continuaron disminuyendo posteriormente, interrumpidos solo por episodios temporales de volatilidad en mayo y junio relacionados con el referéndum sobre la permanencia del Reino Unido en la Unión Europea (véase gráfico C). Cuando el 21 de abril se confirmó la admisión de las empresas de seguros en el marco del CSPP, sus

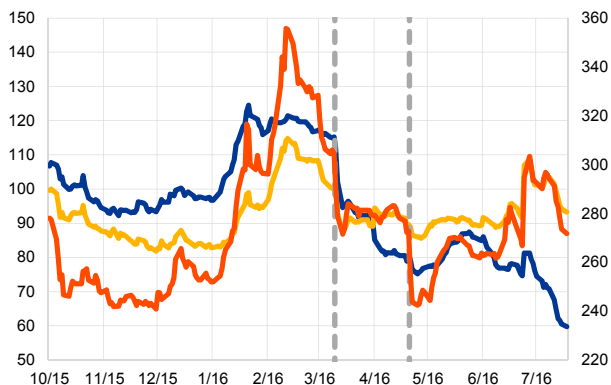
diferenciales también registraron una considerable contracción. La evolución posterior de los diferenciales de los bonos corporativos está asociada, en cierta medida, a la incertidumbre generada por el referéndum británico.

Gráfico C

Diferenciales de los bonos de empresa con calificación de grado de inversión

(puntos básicos)

- Sociedades no financieras
- Entidades de crédito
- Empresas de seguros (escala derecha)



Fuentes: Markit y Bloomberg.

Notas: Los diferenciales de los bonos corporativos se miden en términos de los diferenciales asociados a su permuta financiera (*asset swap*). Las líneas verticales señalan las reuniones del Consejo de Gobierno del 10 de marzo y del 21 de abril. Los índices también contienen bonos subordinados. La observación más reciente corresponde al 18 de julio de 2016.

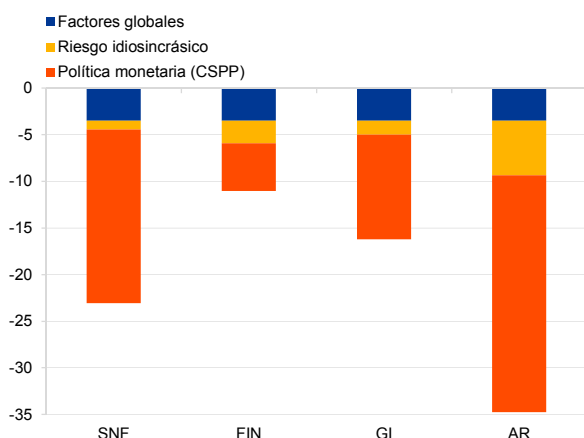
El análisis econométrico sugiere que una gran parte de la reducción de los diferenciales de los bonos corporativos de la zona del euro de marzo de 2016 es atribuible al anuncio del CSPP. Siguiendo la práctica actual en la literatura, el impacto del anuncio del CSPP se evalúa siguiendo el enfoque de estudio de eventos centrado en la quincena posterior al anuncio. El análisis empírico indica que las decisiones de política monetaria anunciadas en marzo, que incluyen la puesta en marcha del CSPP, la rebaja del tipo de interés de la facilidad de depósito del BCE y la nueva serie de cuatro operaciones de financiación a plazo más largo con objetivo específico (TLTRO-II, en sus siglas en inglés), han mejorado las condiciones de la financiación externa de las empresas. Es muy probable

que no sea factible proporcionar estimaciones precisas del impacto de las políticas. No obstante, centrar la atención en el diferencial entre el rendimiento individual de los bonos corporativos y el tipo de interés libre de riesgo al mismo plazo podría ayudar a identificar más directamente los efectos del CSPP.

Gráfico D

Contribución a las variaciones de los diferenciales de los bonos corporativos en la quincena posterior al anuncio del CSPP

(puntos básicos)



Fuentes: Merrill Lynch y cálculos del BCE.

Notas: Los diferenciales de los bonos corporativos se miden en términos de los diferenciales asociados a su permuta financiera (*asset swap*). SNF representa los bonos emitidos por sociedades no financieras; FIN, los bonos emitidos por el sector financiero; GI, los bonos con grado de inversión, y AR, los bonos de alta rentabilidad (calificación inferior a grado de inversión). Para más detalles del enfoque analítico adoptado para obtener estos resultados, véase la nota 5 a pie de página y R. A. De Santis, «Credit spreads, economic activity and fragmentation», *Working Paper Series*, n.º 1930, BCE, julio de 2016. La observación más reciente corresponde al 24 de marzo de 2016.

Un análisis de los factores determinantes de los diferenciales de los bonos corporativos estimados a lo largo del período comprendido entre octubre de 1999 y marzo de 2016, basado en un panel temporal de observaciones, muestra que, durante el período identificado que se extiende entre el 10 y el 24 de marzo, 11 puntos básicos de la reducción total de 16 puntos básicos de los diferenciales de los bonos corporativos con grado de inversión de la zona del euro estaban asociados a las medidas de política monetaria anunciadas en marzo, más concretamente a la puesta en marcha del CSPP (véase gráfico D)¹⁴. La mayoría de estos bonos son admisibles para su adquisición en el marco del CSPP. Sin embargo, el mismo análisis identifica también un impacto notable en los segmentos del mercado de renta fija privada dominados por bonos no admisibles. En concreto, muestra un impacto de 25 puntos básicos en los bonos de alta rentabilidad, es decir, bonos con una calificación inferior al grado de inversión, y un impacto de 5 puntos básicos en los bonos corporativos emitidos por instituciones financieras, que incluyen tanto bonos de entidades de crédito no admisibles como bonos admisibles emitidos por empresas de seguros. La evidencia de una reducción de los

diferenciales del crédito a empresas como consecuencia del CSPP queda corroborada por la considerable contracción de los diferenciales de los bonos emitidos por las empresas de seguros cuando, el 21 de abril, se confirmó que estos bonos eran admisibles (véase gráfico C).

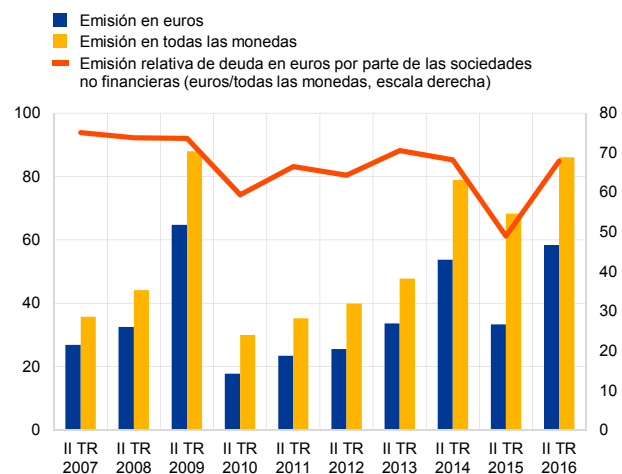
¹⁴ Los resultados se basan en un análisis de datos de panel en el que los diferenciales de 4.750 bonos corporativos de la zona del euro se desagregan en sus factores determinantes mediante un procedimiento en dos fases. En la primera, los riesgos idiosincrásicos de cada bono se separan de un factor sistemático o agregado que afecta igualmente al conjunto de los bonos corporativos en el período comprendido entre octubre de 1999 y marzo de 2016. La segunda fase considera los factores determinantes de este componente sistemático, es decir, factores globales, como los precios del petróleo y el índice VIX (Chicago Board Options Exchange Volatility Index), y la política monetaria. Para más información sobre la identificación de riesgos idiosincrásicos y sistemáticos, véase R. A. De Santis, «Credit spreads, economic activity and fragmentation», *Working Paper Series*, n.º 1930, BCE, julio de 2016.

La emisión de bonos corporativos denominados en euros aumentó después del anuncio del CSPP. Pese a que la emisión de estos bonos se mantuvo contenida a principios de año, en un entorno de elevada incertidumbre en los mercados financieros, repuntó significativamente tras el anuncio del CSPP. Los datos preliminares (véase gráfico E) sugieren que la actividad emisora en el segundo trimestre de 2016 se situó muy por encima de la media observada en años anteriores. Además, la proporción de nuevos bonos emitidos por empresas de la zona del euro en euros con respecto a las emisiones en todas las monedas se recuperó hasta alcanzar un nivel bastante similar al registrado en el pasado, es decir, alrededor del 70 % (véase gráfico F). Hasta la fecha, las empresas extranjeras con sede central fuera de la zona del euro no han aumentado sus emisiones de bonos en euros.

Gráfico E

Emisión de deuda por sociedades no financieras de la zona del euro

(mm de euros; porcentajes)



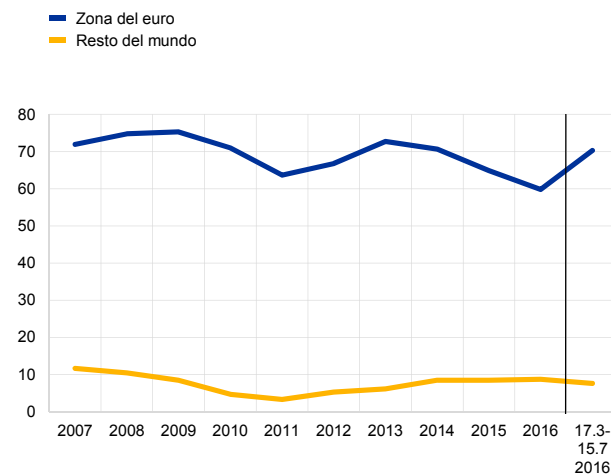
Fuentes: Dealogic y cálculos del BCE.

Notas: Los datos incluyen bonos tanto con grado de inversión como con calificación inferior. «Emisión en euros» incluye las nuevas emisiones denominadas en euros por parte de sociedades no financieras con sede central en la zona del euro. «Emisión en todas las monedas» incluye todas las nuevas emisiones por parte de las sociedades no financieras con sede central en la zona del euro.

Gráfico F

Proporción de la deuda de las sociedades no financieras emitida en euros

(porcentajes)



Fuentes: Dealogic y cálculos del BCE.

Notas: Los datos incluyen bonos tanto con grado de inversión como con calificación inferior. «Zona del euro» incluye las nuevas emisiones denominadas en euros con respecto al total de nuevas emisiones por parte de sociedades no financieras con sede central en la zona del euro. «Resto del mundo» incluye las nuevas emisiones denominadas en euros con respecto al total de nuevas emisiones por parte de todas las sociedades no financieras con sede central fuera de la zona del euro. El año 2016 contiene observaciones hasta el 15 de julio de 2016. El período comprendido entre el 17 de marzo y el 15 de julio de 2016 no refleja una importante operación (de 15 mm de euros) realizada en la segunda semana de marzo de 2016, acordada antes del anuncio del CSPP.

Recuadro 3

Inicio de la remisión de información estadística sobre los mercados monetarios

La disponibilidad de información estadística sobre la actividad en los mercados monetarios con una frecuencia elevada es necesaria para asegurar un análisis y un seguimiento adecuadamente fundamentados de las medidas convencionales y no convencionales de política monetaria y de su aplicación.

El conocimiento a fondo de la dinámica de los tipos de interés a corto plazo es un elemento clave para la ejecución de la política monetaria, que permite comprender mejor su mecanismo de transmisión, así como para la estabilidad financiera y la supervisión microprudencial. Con este propósito, el BCE y el Eurosistema han identificado una necesidad urgente de recopilar datos muy actualizados, con alta frecuencia y detallados sobre las operaciones del mercado monetario, inicialmente de una primera muestra compuesta por 52 de las entidades de crédito de mayor tamaño de la zona del euro, conocidos como el conjunto de datos de información estadística sobre los mercados monetarios (MMSR, en sus siglas en inglés).

Para responder a esta necesidad, el 1 de julio de 2016 el BCE empezó a recopilar datos estadísticos sobre las operaciones del mercado monetario, basándose en el Reglamento BCE/2014/48 relativo a las estadísticas de los mercados monetarios¹⁵. Este conjunto de datos tiene como objetivo principal proporcionar al Eurosistema información frecuente (diaria), precisa, actualizada (el día después de la contratación de la operación) y exhaustiva sobre las operaciones negociadas por las entidades de crédito informadoras en los mercados monetarios de la zona del euro, lo que permitirá realizar un mejor seguimiento de la transmisión de las decisiones de política monetaria a estos mercados. También aportará información valiosa sobre el funcionamiento de los mercados monetarios de la zona del euro, haciendo posible un análisis en profundidad de la evolución de los tipos de interés a corto plazo.

Este nuevo conjunto de datos cubre cuatro segmentos de los mercados monetarios de la zona del euro, en concreto los de operaciones con garantía, operaciones sin garantía, swaps de divisas y swaps de índices a un día (OIS, en sus siglas en inglés) denominados en euros. El nuevo Reglamento exige la presentación diaria de información operación a operación sobre las operaciones de préstamo y financiación en euros con o sin garantía con vencimiento hasta un año. También debe informarse sobre todas las operaciones de swaps de divisas con vencimiento hasta un año en las que el euro sea una de las monedas y todas las operaciones de swaps de índices a un día denominadas en euros. Entre los detalles de las operaciones que deben aportarse se incluyen el volumen, el tipo de interés, el

¹⁵ Véase <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX:32014R1333>.

tipo de contrapartida, el tipo de activo de garantía y la hora a la que se efectuó la operación.

La población informadora consiste actualmente en una muestra de 52 de las entidades de crédito de mayor tamaño de la zona del euro, basada en la cuota de mercado en los segmentos de los mercados monetarios, que cumplen los criterios establecidos en el artículo 2.2 del Reglamento BCE/2014/48. El BCE recopila datos proporcionados por las instituciones financieras monetarias (IFM) de mayor tamaño de la zona del euro, sobre la base del tamaño de sus activos totales en balance en comparación con los activos totales en balance de todas las IFM de la zona del euro. Los agentes informadores presentan información al BCN del Estado miembro en el que residen, proporcionando datos de todas sus sucursales ubicadas en Estados miembros de la UE y en países de la AELC, o directamente al BCE. De conformidad con el Reglamento BCE/2014/48, en el futuro, el Consejo de Gobierno del BCE podrá aumentar el número de entidades informadoras basándose, por ejemplo, en la relevancia de las actividades de una IFM en los mercados monetarios y su importancia para la estabilidad y el funcionamiento del sistema financiero.

Los datos cubren operaciones realizadas por IFM con otras IFM y con otros tipos de entidades de contrapartida. A este respecto, el conjunto de datos se basa en información operación a operación facilitada por los agentes informadores sobre las operaciones realizadas con otras IFM, otros intermediarios financieros, empresas de seguros, fondos de pensiones, bancos centrales (excluidas las operaciones relacionadas con las operaciones de subasta y las facilidades permanentes del Eurosistema) y las Administraciones Públicas, así como las operaciones con sociedades no financieras clasificadas como «mayoristas» con arreglo al marco de la ratio de cobertura de liquidez de Basilea III.

Con la puesta en marcha de la remisión de información estadística sobre los mercados monetarios, en la actualidad se reciben diariamente más de 35.000 registros de operaciones de las 52 entidades de crédito informadoras en la zona del euro. Con el fin de limitar el impacto de los problemas iniciales y garantizar su plena automatización a partir del 1 de julio de 2016, las entidades de crédito empezaron a enviar datos el 1 de abril de 2016. Este período transitorio de tres meses se consideró necesario para ajustar el proceso de remisión de información antes de la entrada en vigor de la obligación el 1 de julio.

Teniendo en cuenta los grandes volúmenes de datos, la frecuencia diaria de la recopilación de información y la rapidez exigida, se ha previsto un alto grado de automatización de los flujos de datos entre las entidades de crédito informadoras y el Eurosistema. A tal fin, el Eurosistema basó la taxonomía subyacente y el formato de transmisión de los datos en la norma ISO 20022. El Securities Standards Evaluation Group de la ISO (International Organization for Standardization) aprobó en enero de 2016 un conjunto de cuatro mensajes con información y un mensaje de estado con información de respuesta. Los mensajes se utilizarán tanto para la remisión de información estadística sobre los mercados monetarios en la zona del euro como para la recopilación de datos del mercado monetario en libras esterlinas (*Sterling Money Market Data*) del Banco de Inglaterra.

El BCE publicará datos agregados en los próximos meses. Estos datos podrían incluir el desglose de los diversos segmentos de mercado por frecuencia y concentración de la actividad de mercado por agente informador, así como un análisis de las variaciones de volumen y de tipos de interés. La información publicada será la sucesora natural de publicaciones similares, como el informe *Money Market Survey*, en el que anualmente se describía el mercado monetario de forma general. También se utilizará como información de referencia para publicaciones como el *Euro Money Market Study*.

Recuadro 4

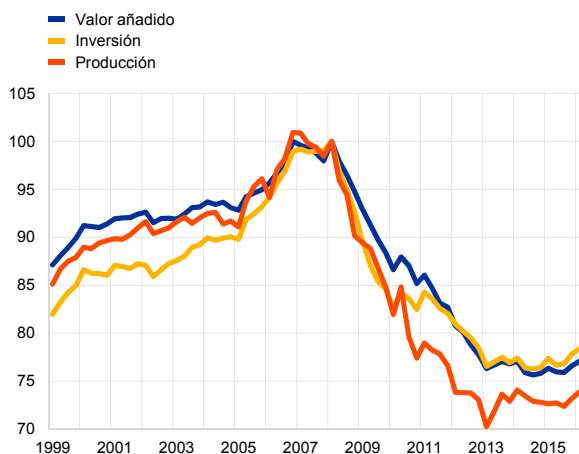
Evolución reciente de la actividad constructora en la zona del euro

En este recuadro se analizan los factores determinantes de la reciente recuperación del sector de la construcción y se evalúa su fortaleza a la luz de indicadores de corto plazo y en el contexto de las perspectivas macroeconómicas más amplias. La actividad constructora creció con rapidez en el período anterior a la crisis económica y financiera que se inició en 2008. La posterior recesión fue muy acusada en el sector: desde su punto álgido hasta el mínimo, tanto el valor añadido como el empleo cayeron en torno a un 25 %, con grandes diferencias entre países¹⁶. Aunque la recuperación económica de la zona del euro comenzó en 2013, parece que la actividad de la construcción no tocó fondo hasta 2015 y solo ha empezado a mostrar signos de recuperación en los últimos trimestres (véase gráfico A).

Gráfico A

Valor añadido, inversión y producción en el sector de la construcción de la zona del euro

(índice: I TR 2008 = 100; datos trimestrales, ajustados por días laborables y desestacionalizados; valores encadenados)

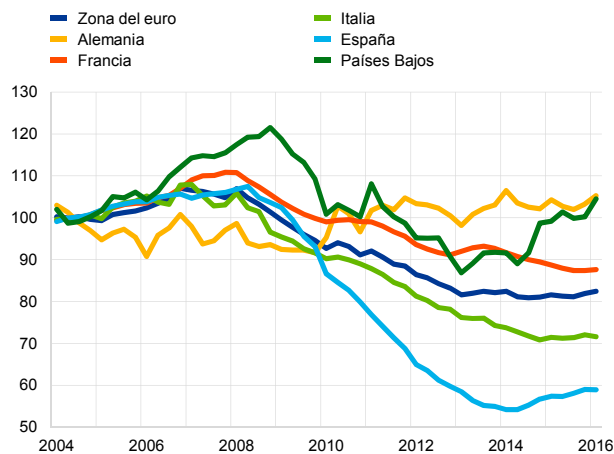


Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Gráfico B

Valor añadido de la construcción en la zona del euro y en los principales países de la zona del euro

(índice: 2004 = 100; datos trimestrales, ajustados por días laborables y desestacionalizados; valores encadenados)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Considerando los principales países de la zona del euro, Alemania y Países Bajos han tenido la actividad constructora más resistente en el período transcurrido desde 2004 (véase gráfico B). Antes y después de la crisis, la actividad constructora en la mayoría de los principales países europeos (salvo Alemania) mostró un patrón cíclico significativo, determinado por el auge y la caída del mercado inmobiliario. Entre 2004 y 2007, las mayores contribuciones positivas

¹⁶ En algunos Estados miembros, la caída fue de hasta el 75 % (Grecia y Chipre), mientras que en otros fue moderada (por ejemplo, el 2,5 % en Bélgica y el 7 % en Alemania).

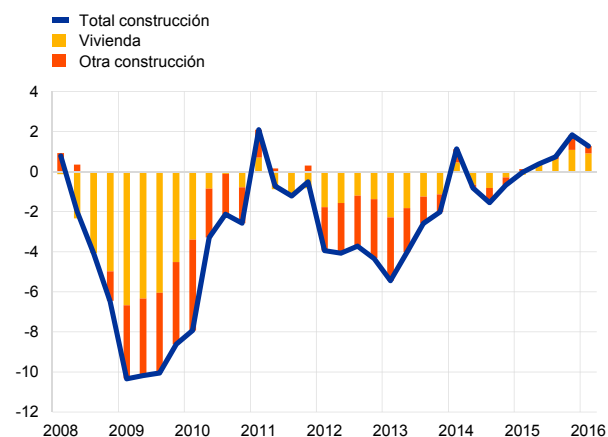
a la actividad constructora de la zona del euro procedieron de Francia, Italia, Países Bajos y España, mientras que en Alemania esta actividad fue mucho más débil. Después de 2008, la construcción cayó en la mayoría de las principales economías excepto en Alemania, donde se mantuvo relativamente constante hasta 2010. El valor añadido y la producción del sector de la construcción comenzaron a repuntar en este último país después de 2010, impulsados por el aumento de la demanda de vivienda¹⁷, mientras que en España y Países Bajos el sector no comenzó a crecer hasta principios de 2014.

La recuperación más reciente de la construcción ha sido generalizada en los distintos países. La producción de la construcción aumentó en el último trimestre de 2015 y en el primero de 2016 en Alemania, España, Países Bajos y varios países de menor tamaño de la zona del euro, mientras que en Francia y en Italia parece estar estabilizándose. El valor añadido¹⁸ también registró incrementos en la mayoría de los países de la zona del euro en los dos mismos trimestres.

Gráfico C

Crecimiento de la inversión en construcción y contribución de la inversión en vivienda y otra construcción

(tasa de crecimiento interanual y contribución; porcentajes; datos trimestrales ajustados por días laborables y desestacionalizados; valores encadenados)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

La mejora de la producción de la construcción en la zona del euro ha estado impulsada por la inversión residencial. El desglose del indicador mensual de producción de la construcción muestra que la construcción de edificios¹⁹ ha aumentado con fuerza, mientras que la obra civil se mantiene débil. Igualmente, la inversión en construcción está impulsada por la inversión en vivienda, que también tocó fondo en 2015 y ha comenzado a crecer en los últimos trimestres (véase gráfico C).

La recuperación del mercado de la vivienda está relacionada, principalmente, con un aumento de la demanda, que se espera que mantenga su vigor. Varios factores respaldan la demanda de inversión en vivienda. En primer lugar, el crecimiento de la renta real disponible ha comenzado a acelerarse con la mejora de los mercados de trabajo, al tiempo que los hogares están más dispuestos a invertir cuando la probabilidad de perder el empleo es más reducida. En segundo

lugar, los tipos de interés reales de los préstamos hipotecarios han disminuido y las condiciones de concesión de crédito son favorables, reflejando en parte las medidas de política monetaria introducidas recientemente en la zona del euro. En tercer lugar, las recientes medidas fiscales, que incluyen incentivos impositivos en varios

¹⁷ Véase también *Monthly Report*, Deutsche Bundesbank, octubre de 2013, pp. 14-29.

¹⁸ La producción y el valor añadido de la construcción muestran un alto grado de correlación, pero difieren en varios aspectos. Véase el recuadro titulado «Análisis detallado de las diferencias entre el valor añadido bruto industrial y la producción industrial», *Boletín Económico*, número 1, BCE, 2016, que es aplicable también al sector de la construcción.

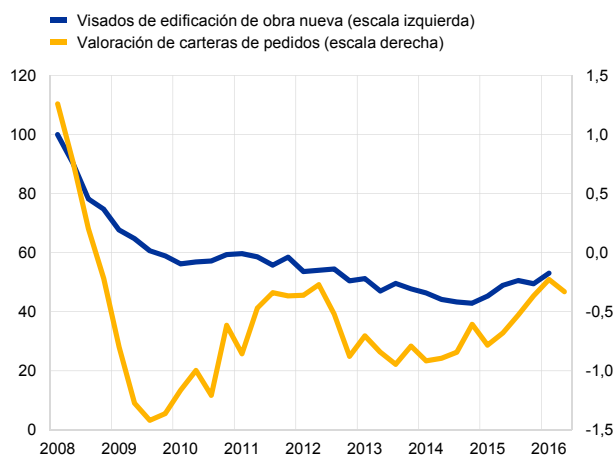
¹⁹ Según la clasificación de los tipos de construcción, los edificios incluyen tanto los residenciales como los no residenciales. No obstante, existe un alto grado de correlación entre la evolución de la construcción de edificios y la evolución de la inversión residencial.

países²⁰, favorecen la demanda de vivienda. Por último, los rendimientos de inversiones alternativas de los hogares son bajos, lo que incentiva más la inversión residencial. Se espera que estos factores continúen sosteniendo la demanda de vivienda y la actividad constructora en los próximos trimestres.

Gráfico D

Visados de edificación de obra nueva y valoración de las carteras de pedidos de las empresas constructoras en la zona del euro

(visados de edificación de obra nueva: índice: I TR 2008 = 100; valoración de las carteras de pedidos: series estandarizadas; datos trimestrales ajustados por días laborables y desestacionalizados)



Fuentes: Eurostat, Comisión Europea y cálculos del BCE.

Nota: Los visados de edificación de obra nueva se expresan en metros cuadrados de superficie útil.

Los indicadores de corto plazo muestran una imagen algo dispar de las perspectivas del sector de la construcción.

Por una parte, el volumen de visados de obra nueva concedidos sugiere un aumento de la construcción de edificios en los próximos meses (véase gráfico D), y el indicador de confianza de la construcción de las encuestas de opinión empresarial de la Comisión Europea se sitúa actualmente en torno a su media de largo plazo. Por otra parte, el primer trimestre del año podría haberse visto afectado por las condiciones meteorológicas y, por tanto, hay que ser prudentes al evaluar la solidez de las cifras para el conjunto del año. En el primer trimestre de 2016, Alemania fue el país que más contribuyó al aumento del valor añadido de la construcción en la zona del euro. No obstante, este fuerte avance de la actividad constructora en Alemania puede estar relacionado con las suaves condiciones meteorológicas²¹. De hecho, en cada uno de los tres años anteriores (incluido 2016), el primer trimestre ha sido el más vigoroso (aunque en 2015 ello tuvo su reflejo en un mayor valor añadido y una inversión más elevada, pero no en un aumento de

la producción), aunque ha ido seguido de un descenso en el segundo trimestre, que apunta a los efectos de las condiciones meteorológicas durante el invierno. Además, tras registrar fuertes aumentos a principios del año, el índice de directores de compras de producción de la construcción en la zona del euro se ha reducido significativamente en los últimos meses, situándose en un nivel que indica un estancamiento de la actividad constructora en general, y la valoración de las carteras de pedidos ha seguido una trayectoria similar. Además, la producción mensual de la construcción cayó en abril y mayo, lo que señala algunos riesgos para la fortaleza de la recuperación de este sector y de la inversión residencial en el segundo trimestre de 2016. En conjunto, estos indicadores de corto plazo apuntan a una cierta corrección del fuerte crecimiento de la actividad constructora observado en los dos trimestres anteriores.

²⁰ Se han introducido incentivos impositivos a la inversión en vivienda en Bélgica, Alemania, Francia, Italia, Malta, Países Bajos, Austria y Finlandia.

²¹ Véase también *Monthly Report*, Deutsche Bundesbank, mayo de 2016, p. 51.

Recuadro 5

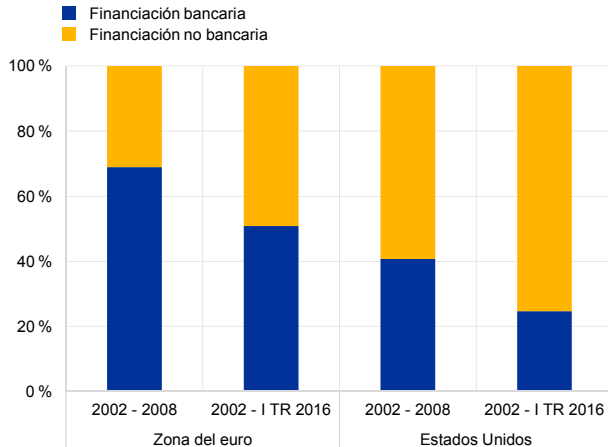
Tendencias en la estructura de la financiación externa de las sociedades no financieras de la zona del euro

La estructura de la financiación de las sociedades no financieras (SNF) desempeña un papel crucial en la transmisión de la política monetaria a la economía real, así como en la capacidad de las empresas para absorber perturbaciones. En este recuadro se analizan los cambios recientes en la estructura de la financiación externa de las SNF de la zona del euro, los factores que han podido contribuir a estos cambios y las posibles repercusiones para la transmisión de las medidas de política monetaria.

Gráfico A

Porcentaje de la financiación bancaria y no bancaria en la financiación total de las sociedades no financieras de la zona del euro y de Estados Unidos

(transacciones acumuladas, porcentajes)



Fuentes: BCE, Reserva Federal.

Nota: La observación más reciente corresponde al primer trimestre de 2016.

La importancia de las fuentes de financiación no bancaria ha aumentado de forma significativa desde el inicio de la crisis.

Tradicionalmente, las empresas de la zona del euro han recurrido principalmente al crédito bancario para financiar sus necesidades de inversión en capital fijo y en capital circulante. Si se consideran las transacciones acumuladas entre 2002 y 2008, la financiación bancaria representó aproximadamente el 70 % de la financiación total de las SNF (véase gráfico A). Sin embargo, este porcentaje se redujo hasta el 50 % en el período comprendido entre 2002 y principios de 2016, lo que implica que las fuentes de financiación alternativas han cobrado mayor relevancia en la zona del euro. El retroceso de la financiación bancaria se explica fundamentalmente por la evolución de la estructura de financiación de las grandes empresas. En cambio, las pequeñas y medianas empresas (pymes), que son la columna vertebral de la economía de la zona del euro, continúan financiándose fundamentalmente a través del crédito bancario. Se ha de señalar que en Estados Unidos se observa un cambio similar, pero con un recurso aún

mayor a la financiación de mercado, de modo que la bancaria disminuyó hasta el 25 % del total de la financiación externa de las SNF en el período transcurrido entre 2002 y principios de 2016, frente al 40 % del período anterior a 2009²².

²² En términos de saldos nominales, el porcentaje de préstamos bancarios (sin ajustar de titulaciones y otras transferencias) sobre el total de la financiación externa de las SNF (excluyendo financiación interempresarial, acciones no cotizadas y otras participaciones, derivados financieros y otras cuentas pendientes de pago) se situó en el 35,4 % en la zona del euro en el primer trimestre de 2016 (frente al 41,3 % del cuarto trimestre de 2008), mientras que el porcentaje respectivo de emisiones de valores de renta fija fue del 10,1 % (desde el 6,5 %), y el de la emisión de acciones cotizadas, del 29,9 % (básicamente sin variación desde el 29,7 %).

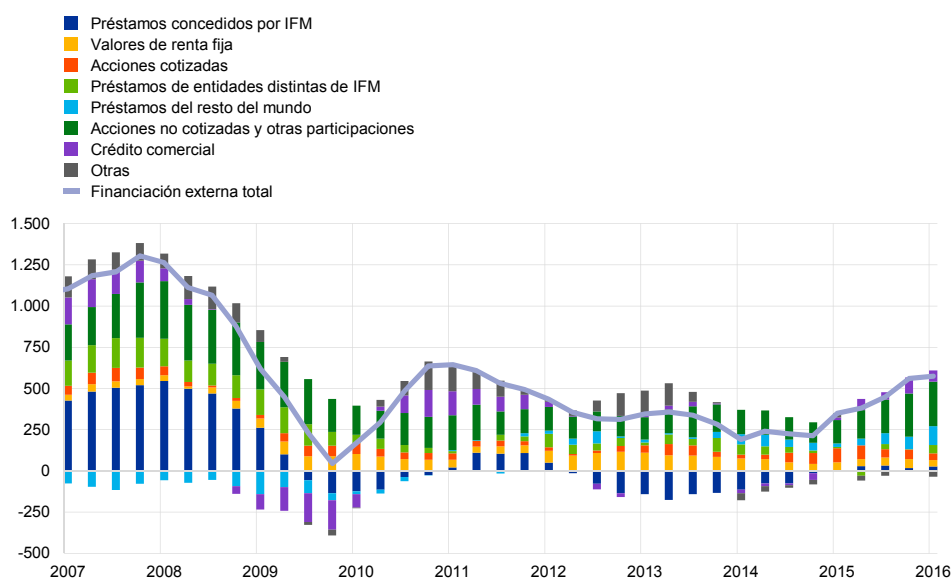
El creciente porcentaje de financiación no bancaria de las SNF de la zona del euro refleja factores tanto cíclicos como estructurales. Estos factores se describen a continuación.

1. *Un prolongado período de debilidad del crédito bancario.* El flujo neto de financiación de las entidades de crédito a las SNF se redujo en 2009 y 2010, y de nuevo entre 2012 y 2014, como consecuencia tanto de factores de demanda como de oferta, entre ellos una regulación y una supervisión más estrictas (véase gráfico B). En la medida en que las restricciones en la oferta de crédito fueron aumentando, las SNF se vieron forzadas a encontrar fuentes de financiación alternativas. Pese a la recuperación que ha experimentado el crédito bancario a las SNF desde finales de 2014, los flujos netos de crédito siguen siendo bastante reducidos, lo que implica que el porcentaje de crédito bancario continúa disminuyendo en un contexto de fortalecimiento del conjunto de la financiación externa de las SNF.

Gráfico B

Financiación externa de las sociedades no financieras de la zona del euro, por instrumento

(flujos anuales, mm de euros)



Fuente: BCE.

Notas: La observación más reciente corresponde al primer trimestre de 2016. «Otras» se refiere a la diferencia entre la financiación externa total y los instrumentos que figuran en el gráfico, e incluye los préstamos entre empresas vinculadas y el reajuste entre datos de las cuentas no financieras y financieras.

2. *Una actividad emisora de valores de renta fija por parte de las SNF relativamente intensa.* Las SNF aumentaron considerablemente las emisiones netas de valores de renta fija, especialmente entre 2009 y mediados de 2014²³, en parte para compensar la contracción del crédito bancario, pero también como reflejo de unas condiciones de financiación en los mercados cada vez más favorables. Aunque la actividad emisora ha sido menos pujante desde mediados de 2014,

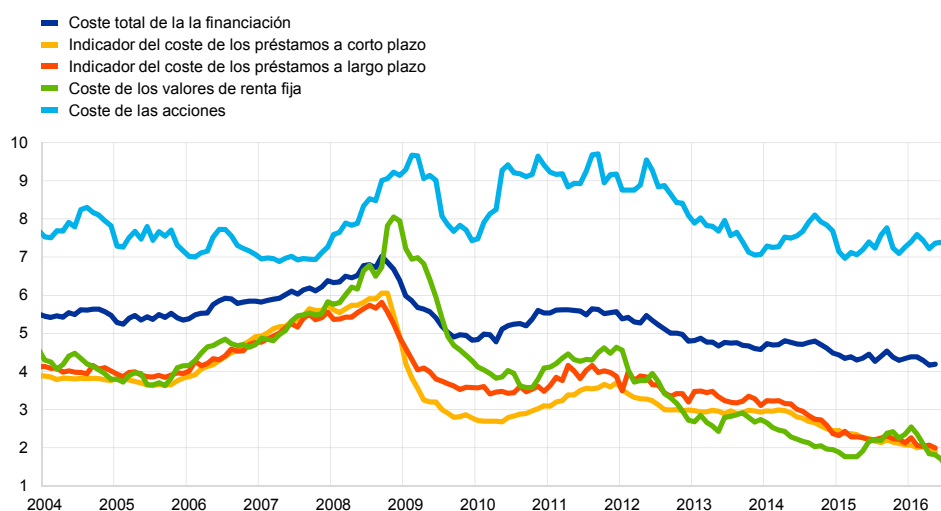
²³ Véase también el recuadro titulado «Recent developments in debt securities issued by non-financial corporations in the euro area», *Boletín Mensual*, BCE, abril de 2014.

continúa por encima de los niveles anteriores a la crisis, como sugieren los datos más recientes correspondientes al segundo trimestre de 2016, al verse favorecida también por el nuevo programa de compras de bonos corporativos (CSPP, en sus siglas en inglés) del BCE anunciado el 10 de marzo de 2016 (véase el recuadro 2 de este Boletín Económico) y por los mínimos históricos que registran los rendimientos de los valores de renta fija privada. El coste nominal de la financiación mediante valores de renta fija se situó en el 1,45 % a mediados de julio de 2016, sustancialmente por debajo del nivel actual de los tipos de interés del crédito bancario (véase gráfico C). El acusado descenso de 650 puntos básicos que ha experimentado este coste desde finales de 2008 se ha visto favorecido tanto por las medidas de política monetaria del BCE como por la disminución de los rendimientos de los valores de renta fija a escala mundial.

Gráfico C

Coste nominal de la financiación externa de las sociedades no financieras de la zona del euro

(porcentajes)



Fuentes: Thomson Financial DataStream, Merrill Lynch, BCE y cálculos del BCE.

Notas: El coste total de la financiación de las SNF se calcula como la media ponderada del coste de los préstamos bancarios, el coste de los valores de renta fija y el coste de las acciones, basados en sus respectivos saldos vivos obtenidos de las cuentas de la zona del euro. La observación más reciente sobre el coste total de la financiación y los tipos de interés del crédito corresponde a mayo de 2016 y la observación más reciente relativa al coste de los valores de renta fija y al de las acciones cotizadas corresponde al 20 de julio de 2016.

3. *La creciente importancia de las entidades distintas de IFM en la intermediación financiera.* El crédito concedido por las entidades distintas de IFM²⁴ a las SNF ha aumentado desde la crisis, mitigando asimismo el impacto de la debilidad del crédito bancario²⁵. En los últimos años, la vigorosa evolución de los

²⁴ Los préstamos de las entidades distintas de IFM son los otorgados por otras instituciones financieras (OIF) y empresas de seguros y fondos de pensiones. Los concedidos por OIF incluyen préstamos de sociedades instrumentales dedicadas a operaciones de titulización constituidas para gestionar préstamos titulizados originados por entidades de crédito, entidades de propósito especial, sociedades de arrendamiento financiero, sociedades de capital-riesgo y sociedades de cartera. Los préstamos concedidos por empresas de seguros y fondos de pensiones incluyen, entre otros, los préstamos otorgados directamente para financiar proyectos de construcción, compras de préstamos titulizados a carteras de inversión y, posiblemente, participaciones en préstamos sindicados.

²⁵ Véase el artículo titulado «The role of euro area non-monetary financial institutions in financial intermediation», *Boletín Económico*, número 4, BCE, junio de 2016.

préstamos otorgados por estas instituciones ha reflejado principalmente un aumento de los concedidos por entidades de propósito especial (SPE, en sus siglas en inglés), cuyo objetivo es financiar a su sociedad matriz, mediante la emisión de valores de renta fija. Las entidades de propósito especial suelen ser residentes en un país de la zona del euro distinto del de la matriz o fuera de la zona, con el fin de beneficiarse de un sistema tributario favorable y de la tecnología financiera. Por lo tanto, es muy probable que la sólida evolución observada en los préstamos otorgados por entidades extranjeras en los últimos trimestres obedezca también a las crecientes emisiones de valores de renta fija por parte de empresas a través de filiales ubicadas fuera de la zona del euro.

4. *Un mayor recurso a la financiación interempresarial.* Las SNF también aumentaron significativamente su recurso al crédito comercial y a los préstamos interempresariales entre mediados de 2010 y finales de 2012, para mitigar el impacto negativo de la disminución de la oferta de crédito en la disponibilidad de financiación externa. Al mismo tiempo, durante la crisis, las empresas financiaron una proporción más elevada de sus actividades con fondos generados internamente y con mayores beneficios no distribuidos. Esto ha moderado el crecimiento de la financiación mediante deuda y ha contribuido a estabilizar el nivel de endeudamiento bruto. Además, las SNF han continuado manteniendo una parte significativa de sus beneficios no distribuidos en activos líquidos. Los colchones de liquidez, que actualmente registran niveles récord, deberían mejorar la capacidad de absorción de perturbaciones por parte de las empresas.

Los cambios observados en la estructura de financiación de las SNF pueden repercutir en la transmisión de la política monetaria, pero todavía es difícil identificar el efecto global. Una estructura de financiación más diversificada puede hacer que las empresas sean más resistentes ante perturbaciones que afecten al sistema bancario. También diversifica el canal a través del que la política monetaria se transmite a la economía real. Esto se ha reflejado en la política monetaria del BCE, que en los últimos años ha incluido una amplia variedad de instrumentos para proporcionar estímulos adicionales. Una mayor relevancia de las entidades distintas de IFM en la intermediación financiera puede acelerar la transmisión de la política monetaria porque algunas de estas entidades 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 financiación a la economía real basado en mayor medida en los mercados continuará cuando el crédito bancario se haya recuperado totalmente. En el pasado, un crecimiento sostenido de la financiación externa de las SNF ha coincidido siempre con una evolución más vigorosa del crédito bancario. La UE ha puesto en marcha varias iniciativas para mejorar el acceso de las empresas a la financiación mediante capital riesgo y a la financiación en los mercados. No obstante, todavía es demasiado pronto para saber en qué medida estas iniciativas conseguirán reducir la dependencia del crédito bancario, en particular en las pymes.

Recuadro 6

Recomendaciones específicas por país de 2016

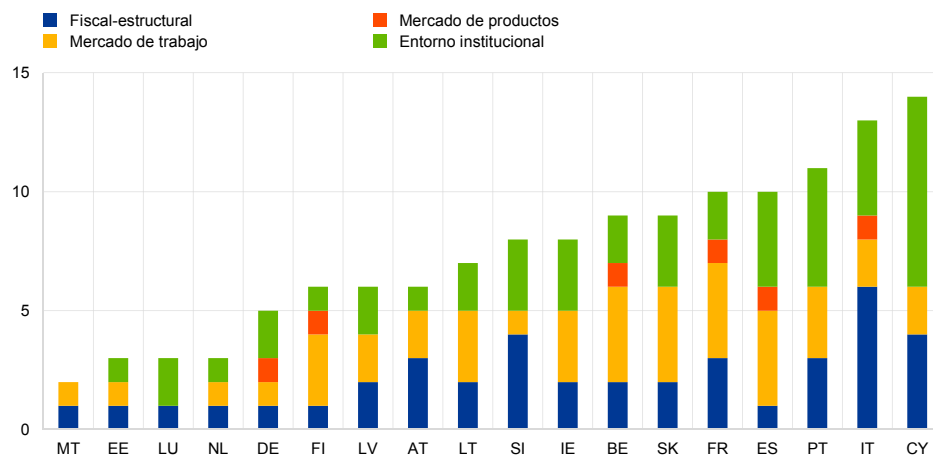
Todos los años, la Comisión Europea formula recomendaciones específicas para cada Estado miembro de la UE²⁶ que establecen las prioridades en materia de política económica para el año siguiente. Estas recomendaciones forman parte del Semestre Europeo de coordinación de las políticas económicas y presupuestarias, que asegura que los Estados miembros discutan sus planes económicos y presupuestarios con sus socios de la UE a lo largo del año. Las recomendaciones llevan a la práctica el compromiso de considerar las políticas económicas nacionales como cuestión de interés común en la unión monetaria, como también establece el artículo 121 del Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea. Las recomendaciones específicas proporcionan recomendaciones de reforma adaptadas a cada Estado miembro sobre cómo potenciar el crecimiento y la capacidad de resistencia al tiempo que se mantienen unas finanzas públicas saneadas²⁷. La aplicación a su debido tiempo de estas recomendaciones es crucial para reducir las elevadas tasas de desempleo e impulsar el bajo crecimiento potencial de los países de la zona del euro, contribuyendo asimismo a aumentar la capacidad de resistencia de la zona a perturbaciones adversas y, por consiguiente, a garantizar el correcto funcionamiento de la UEM en su conjunto.

²⁶ Los Estados miembros que están sujetos a un programa de ajuste macroeconómico no reciben recomendaciones específicas, ya que sus prioridades políticas ya están fijadas en un Memorando de Entendimiento. Este es el caso de Grecia actualmente.

²⁷ Este recuadro se centra en las recomendaciones específicas recibidas por los países de la zona del euro, excepto la primera recomendación sobre políticas fiscales, que incluye recomendaciones para la aplicación del Pacto de Estabilidad y Crecimiento. Estas recomendaciones se describen en el recuadro titulado «Recomendaciones de política fiscal específicas por país en el marco del Semestre Europeo 2016», *Boletín Económico*, número 4, BCE, 2016.

Gráfico A

Recomendaciones específicas de 2016 por áreas de reforma en los países de la zona del euro



Fuente: Cálculos del BCE.

Notas: El gráfico muestra el número de recomendaciones específicas por país de 2016 desglosado en áreas generales de reforma. «Fiscal-estructural» incluye la administración pública, el gasto asociado al envejecimiento de la población y las políticas impositivas; «mercado de productos» incluye normativa específica del sector; «mercado de trabajo» incluye las políticas salariales, la protección del empleo, la educación y las políticas activas del mercado de trabajo; «entorno institucional» incluye el entorno regulatorio, las contrataciones públicas, el sistema judicial, los regímenes de insolvencia, las políticas de vivienda y la normativa del sector financiero. Las recomendaciones específicas por país relacionadas con el Pacto de Estabilidad y Crecimiento no se incluyen en el gráfico.

Las recomendaciones específicas por país se elaboran mediante un exhaustivo proceso que comienza en el otoño del año anterior a su adopción.

En noviembre de 2015, la Comisión Europea publicó el Estudio Prospectivo Anual sobre el Crecimiento y el Informe sobre el Mecanismo de Alerta. Mientras que en el primero se identificaban las principales prioridades de política económica para la UE en su conjunto, en el Informe sobre el Mecanismo de Alerta se examinaba la evolución de los Estados miembros con el fin de determinar si estaban surgiendo o existían desequilibrios que debían corregirse mediante medidas específicas. A partir de estos informes, el Consejo de la UE aprobó recomendaciones para la zona del euro a principios de 2016, estableciendo las principales áreas de reforma para el conjunto de la UEM. En estas recomendaciones, publicadas el 1 de febrero de 2016, se instaba a corregir los desequilibrios restantes, a abordar las rigideces de los mercados de trabajo, a reforzar la competencia en los mercados de productos y a mejorar el entorno institucional, en particular, mediante mejoras de los procedimientos de insolvencia para las empresas y los hogares, con el objetivo, entre otros, de contribuir a reducir los préstamos fallidos. El 18 de mayo, la Comisión proporcionó a los Estados miembros los proyectos de recomendaciones específicas de 2016. Después de que se debatieran en los respectivos comités de la UE, el Consejo de la UE adoptó las recomendaciones específicas por país definitivas el 12 de julio.

La aplicación de las recomendaciones específicas por país por parte de los Estados miembros ha sido deficiente en los últimos años²⁸. En febrero de este año, la Comisión llegó a la conclusión de que la gran mayoría de las

²⁸ Para más detalles, véase el recuadro titulado «El procedimiento de desequilibrios macroeconómicos de 2016 y la implementación de las recomendaciones específicas para cada país de 2015», *Boletín Económico*, número 2, BCE, 2016.

recomendaciones de reforma de 2015 (más del 90 %), solo se habían implementado de forma «moderada» o «limitada», al tiempo que únicamente un reducido número de recomendaciones se habían implementado «en su mayor parte» o «íntegramente». Además, esta aplicación insuficiente de reformas estructurales representa un empeoramiento, tras las decepcionantes experiencias con el cumplimiento de las recomendaciones específicas nacionales en años anteriores. La deficiente implementación de las recomendaciones específicas por país es aún más preocupante si se tienen en cuenta las rigideces y vulnerabilidades que persisten en los países de la zona del euro, como se reflejó, entre otras cosas, en la conclusión de la Comisión de que un número creciente de países tienen desequilibrios excesivos²⁹.

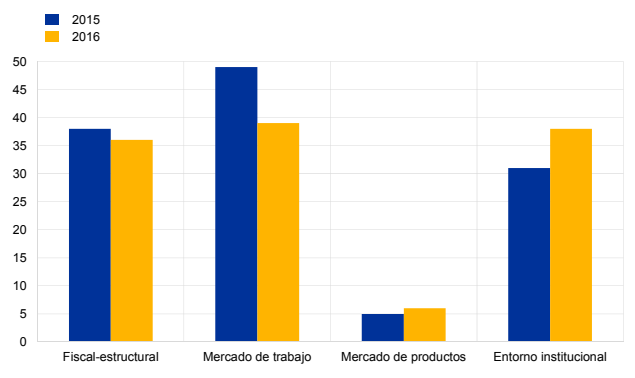
Para algunos países, las recomendaciones específicas de 2016 se han simplificado más, tras la significativa priorización llevada a cabo el año pasado. La Comisión simplificó las recomendaciones específicas por país de 2015 con el fin de permitir que los Estados miembros se centraran en cuestiones prioritarias clave de relevancia macroeconómica y social. No obstante, pese a esta medida, la implementación no ha mejorado, como se ha observado anteriormente. Las recomendaciones de este año se han reducido más, incluso para la mayoría de los países con desequilibrios excesivos.

Las prioridades de las recomendaciones específicas por país de 2016 se han modificado para que sean consistentes con las recomendaciones para la zona del euro. Para distintos Estados miembros, la Comisión ha aumentado de forma significativa el número de recomendaciones específicas en las que se aborda la necesidad de políticas que favorezcan la inversión a través de la mejora del entorno institucional, por ejemplo mejorando el entorno empresarial e incrementando la eficacia de los marcos de resolución de los préstamos fallidos. Esto último reviste especial importancia para los países con niveles de endeudamiento elevados del sector privado, en los que una resolución más rápida de estos préstamos debería ayudar a las empresas viables a realizar nuevas inversiones. El gráfico A muestra un detalle de las recomendaciones específicas por país de 2016 por áreas de reforma e indica que, para muchos países, gran parte de las recomendaciones abordan los cuellos de botella en el entorno institucional, que incluye todas las medidas relacionadas con el entorno regulatorio, el sistema judicial, los regímenes de insolvencia, las políticas de vivienda y la normativa del sector financiero. Estos cuellos de botella afectan negativamente al acceso a los mercados, reducen los incentivos para que las empresas inviertan y dificultan la reasignación de recursos.

²⁹ Véase el gráfico 11 del artículo titulado «Increasing resilience and long-term growth: the importance of sound institutions and economic structures for euro area countries and EMU» en este Boletín Económico.

Gráfico B

Recomendaciones específicas por país de 2015 y 2016 por áreas de reforma (países de la zona del euro)



Fuente: Cálculos del BCE.

Notas: El gráfico muestra el número de recomendaciones específicas por país de 2015 y 2016 desglosadas en áreas generales de reforma (véase la nota al pie del gráfico A). Chipre no se incluye porque recibió recomendaciones específicas solo en 2016.

Como consecuencia de la modificación de prioridades, las recomendaciones específicas por país de este año incluyen menos recomendaciones relativas a las políticas de los mercados de trabajo (véase gráfico B).

Aunque en el pasado se acometieron importantes reformas de estos mercados, especialmente en los países que se habían visto más afectados por las crisis financiera y de deuda soberana, la capacidad de resistencia de los mercados laborales de los países de la zona del euro sigue siendo limitada y el desempleo elevado³⁰. Con este trasfondo, y habida cuenta de la limitada implementación de las recomendaciones específicas relativas a los mercados de trabajo que ahora se han suprimido, parece necesario continuar con los esfuerzos de reforma en estos mercados³¹.

La realización de un seguimiento continuo de otras áreas de reforma que ya no se incluyen en las recomendaciones específicas por país, pero que son fundamentales para la marcha de la economía de los Estados miembros, sigue siendo esencial. En las recomendaciones específicas por país de 2015, la Comisión excluyó determinadas áreas de política que ya quedaban cubiertas por otras vías de seguimiento³². Entre ellas se encontraban el sector energético (cubierto en el contexto de la unión energética) y los mecanismos de seguimiento y ejecución relacionados con el mercado único. Con todo, sigue siendo vital que los desarrollos y las políticas en estas áreas también sean objeto de seguimiento en el contexto del Semestre europeo con el fin de garantizar que todas las políticas económicas importantes aplicadas por los Estados miembros se evalúen de manera integral.

³⁰ Véase el gráfico 5 del artículo titulado «Increasing resilience and long-term growth: the importance of sound institutions and economic structures for euro area countries and EMU» en este Boletín Económico.

³¹ Para un debate de los beneficios de las reformas de los mercados de trabajo y de productos para el crecimiento y la capacidad de resistencia de los países de la zona del euro, véase la sección 3 del artículo titulado «Increasing resilience and long-term growth: the importance of sound institutions and economic structures for euro area countries and EMU» en este Boletín Económico.

³² Véase la comunicación de la Comisión Europea titulada «2016 European Semester: country-specific recommendations», publicada el 13 de mayo de 2015.

Artículos

Los elementos de la red de seguridad financiera global: balance general

1 Introducción

La red de seguridad financiera global (GFSN, en sus siglas en inglés) puede definirse como un conjunto diverso de instituciones y mecanismos que pueden ayudar a prevenir y mitigar los efectos de las crisis económicas y financieras. En los debates acerca de la estabilidad financiera mundial, los responsables de la política económica y los representantes del mundo académico se refieren con frecuencia a la red de seguridad financiera global, entendida como un conjunto de instituciones y mecanismos que proporcionan asistencia financiera para prevenir una crisis y ayuda financiera a los países más afectados por ella, facilitando la realización de ajustes a nivel nacional y evitando que la crisis siga propagándose. Las crisis pueden tener un origen interno o externo y adoptar distintas formas. Una crisis de la balanza de pagos se produce cuando un país es incapaz de afrontar el pago de importaciones básicas o de atender el servicio de su deuda externa. En algunos casos, a los problemas relacionados con la balanza de pagos pueden sumarse una depreciación acusada del tipo de cambio y una crisis cambiaria. Las crisis financieras se originan como resultado de la insolvencia o iliquidez de entidades financieras, y las crisis fiscales, como consecuencia de déficits presupuestarios y niveles de deuda excesivos. La GFSN puede contribuir a prevenir y mitigar los efectos de estas crisis. Sin embargo, esta red no se ha establecido a través de un único proceso y carece de un diseño coherente. Los elementos que conforman la GFSN son diversos, tienen un origen diferente, atienden a normas e incentivos distintos, y ayudan a afrontar crisis de naturaleza diversa. Se considera que las reservas de divisas, las líneas *swap* y los repos de los bancos centrales, los acuerdos regionales de financiación (RFA, en sus siglas en inglés) y las instituciones financieras internacionales son los principales elementos de la GFSN.

Para un adecuado funcionamiento del sistema monetario internacional se requiere una interacción eficaz y eficiente de los distintos elementos de la GFSN. Habida cuenta del elevado grado de interconexión económica y financiera, el contagio es una característica habitual de los episodios de crisis. Con frecuencia, los problemas de un país no quedan circunscritos al interior de sus fronteras, sino que tienden a propagarse a otros países a través de diversos canales. Por ello, al proporcionar «un respiro financiero» a un país, la GFSN no solo limita la desaceleración económica y proporciona la oportunidad de emprender las reformas necesarias para un rápido retorno a la estabilidad y el crecimiento económicos, sino que también limita los efectos de contagio a otras economías y contribuye de ese

modo a la estabilidad financiera global, lo que, a su vez, favorece la integración financiera y la globalización³³.

En su configuración actual, la GFSN es el producto de la acumulación y estratificación a lo largo del tiempo de diferentes formas de asistencia financiera. El diseño de algunos de sus elementos se ha visto influido por problemas de carácter nacional o regional, más que global, y, por tanto, no es fruto de un amplio consenso previo a escala internacional.

Ante la creciente integración económica y financiera de las economías emergentes (EME, en sus siglas en inglés) en la economía mundial, la GFSN ha ido adquiriendo una importancia cada vez mayor. La crisis financiera global también ha puesto de manifiesto la relevancia que continúa teniendo la GFSN para las economías avanzadas. Uno de los retos más importantes tanto para las economías emergentes como para las avanzadas es la volatilidad de los flujos de capital, que ha sido elevada desde el inicio de la crisis financiera internacional (FMI, 2016a³⁴). Al mismo tiempo, la GFSN no ha avanzado al mismo ritmo que la globalización financiera y el volumen de los flujos de capital, y los elementos que la integran han registrado un crecimiento desigual (FMI, 2016b³⁵).

Estas circunstancias han hecho que el tamaño y la cobertura de la GFSN vuelvan a figurar en el orden del día del G-20 y el Fondo Monetario Internacional (FMI). La persistencia de la volatilidad en los mercados financieros sigue preocupando a los mercados emergentes, dado que las políticas monetarias de los países avanzados pueden diferir por algún tiempo en el futuro³⁶. Aunque existe un consenso general sobre la necesidad de contar con políticas y marcos nacionales sólidos como primera línea de defensa, hay disparidad de opiniones acerca de la necesidad de mejorar la cobertura de la GFSN y del tamaño adecuado de esta red, tanto en relación con los tipos de instrumentos que se ponen a disposición de países concretos como con la cantidad de recursos disponibles para afrontar las crisis.

Este artículo se centra en el papel de las políticas nacionales, el apoyo complementario de los cuatro niveles principales de la GFSN y la interacción entre dichos niveles. En la sección 2 se recuerda el papel fundamental que desempeñan las políticas nacionales, en la sección 3 se describen los elementos

³³ Véase, por ejemplo, R. Herrala, B. Scheubel y L. Stracca, «What do we know about the global financial safety net? Rationale, data and possible evolution», *Occasional Paper Series*, BCE, de próxima publicación; «Adequacy of the global financial safety net», IMF Policy Paper, FMI, marzo de 2016; y E. Denbee, C. Jung y F. Paternó, «Stitching together the global financial safety net», Bank of England Financial Stability Paper n.º 36, febrero de 2016.

³⁴ *Perspectivas de la Economía Mundial*, FMI, abril de 2016, capítulo 2.

³⁵ «Adequacy of the Global Financial Safety Net», IMF Policy Paper, FMI, marzo de 2016.

³⁶ Mientras que los bancos centrales de algunas economías avanzadas han empezado a normalizar su política monetaria, la senda de los tipos de interés señalizada por los bancos centrales de otras economías avanzadas no apunta a la normalización inminente de estas políticas. En anteriores episodios, con esta profusión de políticas monetarias aumentaron las salidas de capitales de las economías emergentes (por ejemplo, cuando algunas economías avanzadas indicaron una normalización inminente de la política monetaria y posteriormente siguieron esa senda, después de un período de relajación general de la política monetaria en distintas economías avanzadas tras el inicio de la crisis financiera mundial).

que componen la GFSN, en la sección 4 se analiza el margen de interacción entre estos elementos y en la última sección se presentan algunas conclusiones.

2 Conclusiones

Los niveles de la red de seguridad financiera global –que comprenden las reservas internacionales, los acuerdos regionales de financiación, la financiación proporcionada por las instituciones financieras internacionales y las líneas swap y los repos de los bancos centrales– son componentes esenciales para el buen funcionamiento de un sistema monetario internacional.

Los diversos elementos de la GFSN han sido modelados por la evolución histórica y todos ellos han sido concebidos para contribuir al mantenimiento de la estabilidad económica y financiera proporcionando aseguramiento y financiación en situaciones de crisis, como se menciona en las secciones anteriores.

El FMI ocupa un lugar central en la GFSN. Esta institución cuenta con una dilatada experiencia en la promoción de políticas económicas adecuadas y en la resolución de crisis con un conjunto diversificado de herramientas. Sin embargo, el papel estabilizador del FMI podría reforzarse mediante un uso más oportuno y efectivo de sus instrumentos financieros y la continua evolución de su gobernanza. Aunque las líneas swap y los repos de los bancos centrales han sido muy eficaces para aliviar las tensiones de financiación en divisas, conviene destacar que la decisión de utilizar estos instrumentos corresponde a los bancos centrales, en consonancia con sus respectivos mandatos, y, por ello, no son idóneos para ser objeto de coordinación bajo un paraguas global como el que ofrece el FMI. Los restantes elementos de la GFSN también tienen sus objetivos y sus limitaciones. Dado el considerable crecimiento de estos elementos a raíz de la crisis financiera global, la GFSN se enfrenta a un panorama más heterogéneo. Una línea de actuación prometedora es el reforzamiento de los RFA aún no probados, a través del asesoramiento y la cooperación técnica.

Es necesario realizar un análisis general, centrado en el papel del FMI como eje auténticamente global de la GFSN. Para evitar que la GFSN evolucione en una dirección no adecuada, bien porque determinados países o regiones no tengan acceso a parte de los recursos, o porque la disponibilidad de recursos dé mayor cabida a un comportamiento de riesgo moral, es necesario realizar un balance general en el actual entorno, posterior a la crisis financiera internacional. Este análisis debería centrarse fundamentalmente en cómo reforzar el papel del FMI como eje auténticamente global de la GFSN, dada su composición universal. Este ejercicio no debe hacerse de forma aislada. También deberían analizarse en mayor profundidad las reformas encaminadas a contener la demanda de recursos procedentes de la red de seguridad financiera. En este sentido, destacan los recientes esfuerzos por reforzar la regulación financiera internacional y el marco de reestructuración de la deuda soberana, así como la posibilidad de movilizar la provisión de liquidez por parte del sector privado en una crisis.

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

Nueva evidencia sobre el ajuste de los salarios en Europa en el período 2010-2013

En este artículo se presenta evidencia procedente de la tercera edición de la encuesta de la red Wage Dynamics Network (WDN, en sus siglas en inglés), realizada recientemente en 25 países de la UE con el objetivo de analizar los ajustes acometidos por las empresas ante las diversas perturbaciones y reformas del mercado laboral que se produjeron en la Unión Europea durante el período 2010-2013. El artículo se centra en las rigideces y el ajuste de los salarios. Los principales resultados pueden resumirse como sigue: entre los años 2010 y 2013, en los países de la UE predominó la rigidez a la baja de los salarios nominales, aunque su incidencia fue menor durante ese período que en la primera fase de la crisis (2008-2009). Esta resistencia de las empresas a recortar el salario base —inclinándose por congelarlo— contribuyó a que la frecuencia de los cambios salariales fuera menor entre 2010 y 2013 que durante el período de estabilidad económica anterior a la crisis (2002-2007). La evidencia procedente de la encuesta también sugiere que las empresas recurrieron a recortes del componente variable de los salarios en vez de reducir el salario base para ajustar los costes salariales. Por último, a un porcentaje sustancial de empresas de los países de la zona del euro que habían acometido amplias reformas de los mercados de trabajo le resultó más sencillo ajustar el empleo y los salarios en 2013 que en 2010.

1 Introducción

La rigidez salarial es uno de los principales motivos de preocupación de los bancos centrales, especialmente en períodos de inestabilidad económica y baja inflación, así como cuando los mercados de trabajo están segmentados.

Comprender las rigideces salariales, sus causas y su evolución es esencial para la ejecución de la política monetaria y el diseño de políticas estructurales adecuadas. El comportamiento inercial de los salarios es un importante factor determinante de la rigidez de los precios en la zona del euro, como sugieren las conclusiones de la *Inflation Persistence Network* (IPN, en sus siglas en inglés), una red de investigación del Eurosistema que analiza las características y los determinantes de la fijación de precios en la zona del euro. La rigidez a la baja de los salarios nominales —es decir, la resistencia a reducciones salariales— podría tener consecuencias en la elección de la tasa de inflación óptima. En un contexto de rigidez a la baja de los salarios nominales es necesario que la tasa de inflación sea positiva para facilitar el ajuste de los salarios (reales) relativos y de este modo «engrasar las ruedas de la economía». Por tanto, una tasa de inflación demasiado baja en un entorno de rigidez a la baja de los salarios nominales podría provocar desempleo de larga duración. Este tipo de consideraciones ha generado un debate macroeconómico que se viene manteniendo desde hace tiempo y que se remonta a Tobin.

El mecanismo de ajuste de los salarios que utilizan las empresas también desempeña un papel crucial en la transmisión de las perturbaciones económicas. De hecho, durante la reciente crisis económica y financiera, el grado de flexibilidad salarial determinó, entre otros factores, el ritmo, la naturaleza y el coste del ajuste ante perturbaciones económicas. Además, es esencial identificar las causas de las rigideces salariales para diseñar políticas estructurales adecuadas que faciliten el ajuste frente a perturbaciones. Con carácter más general, la flexibilidad de los salarios es fundamental para el correcto funcionamiento de una unión monetaria plurinacional con mercados de trabajo segmentados, como la zona del euro, donde existe una considerable heterogeneidad entre países en lo que respecta a las características y el funcionamiento de los mercados de trabajo. En efecto, habida cuenta de las diferencias en la capacidad de las empresas para ajustar los salarios en respuesta a perturbaciones, un país que presente una mayor rigidez registrará una pérdida de competitividad frente a países con mercados de trabajo más flexibles.

En este contexto, el SEBC ha elaborado una encuesta *ad hoc* sobre la formación de precios y salarios en las empresas: la encuesta de la *Wage Dynamics Network* (WDN). La encuesta de la WDN recopila información que permite a los investigadores analizar el efecto sobre los salarios, el empleo y los ajustes de precios de las características de las empresas, del entorno económico y de los rasgos institucionales de los mercados de trabajo en los que operan. La tercera edición de la encuesta de la WDN (WDN3) se ha realizado recientemente y abarca el período 2010-2013. Un importante valor añadido de esta encuesta reside en que también recogió información que puede utilizarse para evaluar la incidencia de las diversas perturbaciones y la relevancia de las recientes reformas de los mercados de trabajo que se considera que influyen en los ajustes de dichos mercados.

En este artículo se presenta evidencia sobre las características y las causas de las rigideces salariales nominales en distintos países de la UE durante el período 2010-2013, a partir de los datos procedentes de la encuesta de la WDN3. El artículo se estructura como sigue: en la sección 2 se describen las principales características de la encuesta de la WDN, y en la sección 3 se analizan brevemente algunas de las características determinantes de la heterogeneidad entre países de las rigideces salariales y, con carácter más general, de la evolución del mercado laboral en Europa durante el período 2010-2013. En la sección 4 se presentan regularidades empíricas sobre la rigidez de los salarios nominales, considerando las rigideces salariales y la frecuencia de cambios en el salario base (4.1), la rigidez a la baja de los salarios nominales (4.2) y la utilización del componente variable de los salarios y de los beneficios sociales como vías de ajuste de los costes laborales, además de cambios en el salario base (4.3). Por último, en la sección 5 se presentan las conclusiones.

Comprender las rigideces salariales es esencial para ejecutar la política monetaria con eficacia y diseñar políticas apropiadas que faciliten los ajustes macroeconómicos. A partir de la evidencia procedente de la encuesta de la WDN3, realizada recientemente a empresas de 25 países de la UE, este artículo contribuye a conocer mejor las rigideces salariales en la Unión Europea tras la Gran Recesión, concretamente, durante el período 2010-2013. De esta evidencia pueden extraerse algunas conclusiones provisionales.

En primer lugar, las empresas de la UE suelen ajustar los salarios una vez al año. Alrededor del 49 % de las empresas de los 25 países de la UE incluidos en la muestra señaló que en el período 2010-2013 había modificado el salario base de sus empleados una vez al año, mientras que un 40 % lo hizo con una frecuencia inferior.

En segundo lugar, entre 2010 y 2013, la frecuencia de cambios salariales en los países de la UE fue menor que en el período anterior a la crisis (2002-2007). Esto parece obedecer, al menos en parte, a la resistencia de las empresas a reducir el salario base, es decir, al predominio de rigideces a la baja de los salarios nominales.

En tercer lugar, la rigidez a la baja de los salarios nominales prevaleció claramente durante el período 2010-2013, pese a la duración e intensidad de la crisis, aunque en menor medida que durante los años 2008 y 2009. Los recortes del salario base en términos nominales son extremadamente infrecuentes entre las empresas europeas, y así fue incluso durante la crisis. Por otra parte, el porcentaje de empresas que declaró haber congelado el salario base aumentó de forma muy acusada con la crisis, registrando un máximo en el período 2008-2009, para después descender entre 2010 y 2013.

En cuarto lugar, la evidencia procedente de la encuesta de la WDN3 confirma cierto grado de sustituibilidad entre la flexibilidad salarial y la flexibilidad del componente variable de los salarios durante el período 2010-2013. Es más probable que las empresas que afrontan rigideces a la baja de los salarios nominales se sirvan del componente variable de los salarios y de los beneficios sociales para reducir los costes laborales; esto puede ayudar a eludir la limitación asociada a la rigidez a la baja de los salarios nominales. Los resultados de la encuesta también apuntan a que el componente variable de los salarios y los beneficios sociales contribuyeron (probablemente de forma moderada) a amortiguar las perturbaciones entre los años 2010 y 2013.

Por último, a un porcentaje sustancial de empresas de los países en los que se habían acometido reformas de los mercados de trabajo (fundamentalmente en los países «en dificultades», donde la crisis fue más profunda) les resultó más sencillo ajustar tanto el empleo como los salarios en 2013 que en 2010.

Se están realizando análisis adicionales con objeto de conocer mejor estas rigideces salariales y sus consecuencias. Entre los principales objetivos de los

trabajos de investigación de la WDN también se encuentran comprender los mecanismos de ajuste del empleo y los precios y, con carácter más general, la manera en que las empresas han realizado ajustes en respuesta a las diversas perturbaciones y reformas de los mercados laborales del período 2010-2013.

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

Aumento de la capacidad de resistencia y del crecimiento a largo plazo: la importancia de unas instituciones y unas estructuras económicas sólidas en los países de la zona del euro y en la UEM

Unas instituciones y unas estructuras económicas sólidas son esenciales para asegurar la capacidad de resistencia y la prosperidad a largo plazo en la zona del euro. No obstante, sigue habiendo una brecha significativa en términos de calidad de las instituciones nacionales y de eficiencia de las estructuras económicas entre la mayoría de los países de la zona y los países de la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (OCDE) con mejores prácticas en este ámbito. Tras aumentar en el período 2011-2013, el impulso de las reformas estructurales emprendidas en los países de la zona del euro se ha debilitado en los últimos años, pese a que todavía son necesarios sustanciales esfuerzos de reforma para reforzar la capacidad de resistencia y asegurar el crecimiento a largo plazo. En este artículo se recuerdan los principales beneficios para la Unión Económica y Monetaria (UEM) de contar con unas instituciones sólidas, se presenta evidencia de las diferencias existentes entre los países de la zona del euro y los países con mejores resultados en términos de calidad institucional y de funcionamiento de los mercados de trabajo y de productos, y se considera la perspectiva nacional frente a la perspectiva común para establecer una zona del euro más fuerte y resistente. El artículo muestra que, tanto en lo que respecta a la calidad de las instituciones como el funcionamiento de los mercados de trabajo y de productos, los países de la zona todavía están lejos de las mejores prácticas a escala internacional. En el artículo también se presenta evidencia sobre el hecho de que reducir las diferencias con respecto a la frontera incrementaría la productividad y el crecimiento a largo plazo, y aseguraría una mayor capacidad de resistencia a perturbaciones adversas. Este último aspecto es importante no solo para los propios países, sino también para contribuir al correcto funcionamiento de la UEM. Por lo tanto, es esencial que se lleven a cabo reformas institucionales y estructurales contundentes con el fin de promover el crecimiento del empleo y de la inversión, y aumentar el producto potencial en todos los países de la zona del euro.

1 Introducción

En este artículo se analiza la relevancia de los factores institucionales y estructurales en la capacidad de resistencia económica y en las perspectivas de crecimiento a largo plazo de los países de la zona del euro. Se basa en dos

artículos publicados en ediciones anteriores del Boletín Económico que versaban sobre la importancia de las reformas estructurales en la zona del euro y sobre la necesidad de promover la convergencia real³⁷. En estos artículos se mostraban los efectos de las reformas estructurales en variables macroeconómicas clave y cómo unas instituciones débiles y las rigideces estructurales frenaban la convergencia real entre los países de la UE. Los artículos sugerían asimismo que la realización de reformas estructurales adicionales podría ser una valiosa herramienta para reactivar el crecimiento y la competitividad en la zona del euro. Este artículo complementa los análisis anteriores reconsiderando la importancia de contar con unas instituciones sólidas, en particular en lo que respecta a dos importantes cuestiones que deben abordarse con urgencia: cómo incrementar la capacidad de resistencia y cómo impulsar la productividad y el crecimiento potencial en los distintos países de la zona del euro.

La capacidad de resistencia se ve obstaculizada por unas estructuras económicas rígidas y unos niveles de deuda elevados.

En caso de que se produzcan cambios estructurales o una brusca perturbación de carácter adverso, unas estructuras económicas rígidas dificultan una reasignación rápida de los recursos productivos, es decir, capital y trabajo, hacia otros sectores. Una deuda pública elevada dificulta la aplicación de políticas fiscales anticíclicas³⁸, mientras que una deuda privada considerable merma la capacidad de los hogares y de las empresas para tomar decisiones adecuadas de consumo e inversión. De igual modo, un aspecto relacionado es que una deuda externa neta elevada hace que los países se tornen vulnerables a una retirada repentina de fondos de inversores extranjeros. En el gráfico 1 se muestra que el problema de una deuda alta es relativamente generalizado en los países de la zona del euro y, en general, se ha asociado al escaso crecimiento económico registrado desde el inicio de la crisis económica y financiera.

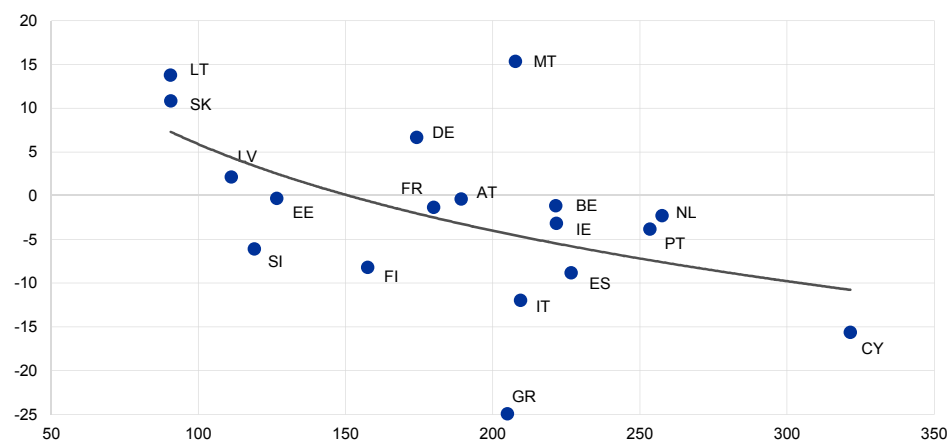
³⁷ «Progress with structural reforms across the euro area and their possible impacts», *Boletín Económico*, número 2, BCE, 2015, y «Real convergence in the euro area: evidence, theory and policy implications *Boletín Económico*, número 8, BCE, 2015.

³⁸ Véase el artículo titulado «Government debt reduction strategies in the euro area», *Boletín Económico*, número 3, BCE, 2016, para un análisis más detallado.

Gráfico 1

Deuda privada y deuda pública (2007) y crecimiento per cápita del producto (2007-2015)

(eje de abscisas: deuda pública y deuda privada en porcentaje del PIB (2007); eje de ordenadas: variación del PIB per cápita desde el nivel máximo)



Fuentes: Cálculos del BCE basados en datos de Eurostat para la deuda privada y la deuda pública, y estimaciones del FMI para el crecimiento del producto potencial.
Nota: El año 2007 representa el máximo cíclico para la zona del euro en su conjunto.

El bajo crecimiento de la productividad, que en parte es el resultado de numerosos obstáculos estructurales e institucionales, es un problema estructural en la zona del euro.

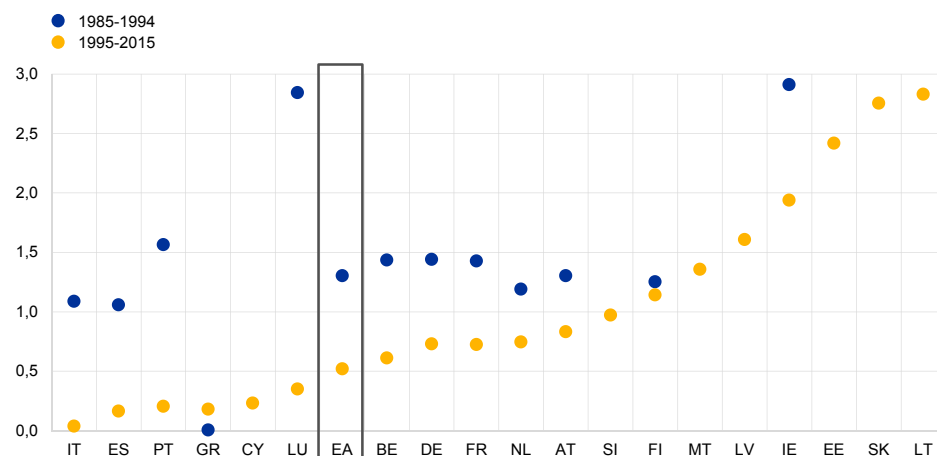
El gráfico 2 muestra que dos terceras partes del crecimiento de la productividad total de los factores (PTF) de los países de la zona se han situado por debajo del 1 %, en promedio, durante los veinte últimos años. Al mismo tiempo, Estados Unidos ha registrado tasas ligeramente superiores al 1 %. Esta situación es preocupante, ya que la PTF es un determinante clave del crecimiento del PIB, y este último, a su vez, es necesario para promover el empleo y contribuir a reducir niveles elevados de deuda pública y privada.

En este contexto, en el artículo se analiza cómo unas instituciones y unas estructuras económicas sólidas pueden abordar una capacidad de resistencia insuficiente y una productividad baja, especialmente en una unión monetaria. Este análisis se lleva a cabo en tres pasos.

Gráfico 2

Crecimiento medio de la productividad total de los factores en 1985-1995 y 1995-2015

(tasas de variación interanual)



Fuentes: Media sin ponderar del BCE, Comisión Europea y estimaciones del FMI.

Notas: No se dispone de estimaciones para algunos países para el período 1985-1995. EA se refiere a la zona del euro.

En la sección 2 se examina la evolución de estructuras e instituciones de los países de la zona del euro a partir de indicadores seleccionados.

El examen muestra que, en lo que respecta a las principales estructuras económicas (es decir, los mercados de trabajo y de productos) y a un conjunto de instituciones principales, los países de la zona siguen estando lejos de la frontera de buenas prácticas de la OCDE.

En la sección 3 se analiza evidencia empírica sobre los beneficios que reportan unas instituciones y unas estructuras sólidas, centrandose especialmente la atención en los países de la zona del euro.

En esta sección se muestra cómo una normativa de los mercados de trabajo y de productos adecuada y unas buenas instituciones de gobierno aumentan la capacidad de resistencia y son un elemento clave para el crecimiento a largo plazo. También se pone de manifiesto que, tras aumentar en la primera fase de la crisis y a pesar de los sustanciales beneficios que se pueden obtener de las reformas institucionales y estructurales, y a la todavía larga distancia de las buenas prácticas, el ritmo de aplicación de las reformas en la zona del euro ha sido lento, sobre todo en los países sujetos a un programa de ajuste económico.

En la sección 4 se pone de relieve la importancia de avanzar hacia unas estructuras económicas y unas instituciones sólidas para asegurar el correcto funcionamiento de la UEM en su conjunto. Hay abundante evidencia y consenso sobre la importancia de que los mercados de productos, de trabajo y de capitales sean adaptables para el correcto funcionamiento de la UEM, en el contexto de una política monetaria única. Con el trasfondo de un ritmo lento de aplicación de las reformas, en esta sección se analiza el actual marco de gobernanza de la UE y se extraen algunas lecciones para el futuro.

En este artículo se muestra que unas instituciones y unas estructuras económicas sólidas son fundamentales para conseguir una mayor capacidad de resistencia y un crecimiento sostenible. Se ha considerado cómo la mejora de las instituciones y de las estructuras económicas nacionales puede conllevar un doble beneficio incrementando el bienestar de los países y asegurando el correcto funcionamiento de la UEM. Aunque se dispone de abundante evidencia empírica de este doble beneficio, los avances derivados de las reformas hacia la introducción de buenas prácticas han sido, en general, relativamente modestos desde el inicio de la UEM. Esto tiene un coste elevado. El débil crecimiento del PIB tendencial y del empleo parece tener su origen fundamentalmente en la relativa debilidad de las instituciones nacionales y en la rigidez de las estructuras de mercado y, por lo tanto, en la falta de reformas estructurales e institucionales adecuadas. Después de que el impulso reformista aumentara con fuerza entre 2011 y 2013, especialmente en los países sujetos a programas de ajuste, parece que se ha retornado al lento ritmo observado en el período anterior a la crisis. No obstante, esta ralentización no parece justificada en vista de la evolución de los países de la zona del euro en comparación con países similares de la OCDE.

Los países de la zona del euro parecen estar todavía muy lejos de la aplicación de buenas prácticas. Esto es motivo de preocupación, ya que el crecimiento de la productividad continúa siendo débil y el nivel de deuda, en particular de deuda pública y de deuda privada en mora, es elevado y está disminuyendo con lentitud. Promover la aplicación de reformas es uno de los objetivos de la nueva estructura de gobernanza económica. Sin embargo, este objetivo apenas se ha cumplido durante los cuatro años de aplicación del procedimiento de desequilibrio macroeconómico. Es esencial aplicar con mayor rigurosidad los instrumentos de gobernanza económica si se pretende respetar el plazo para completar la UEM propuesto en el Informe de los cinco presidentes.

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

© **Banco Central Europeo, 2016**

Apartado de correos 60640 Fráncfort del Meno, Alemania

Teléfono: +49 69 1344 0

Sitio web: www.ecb.europa.eu

Este Boletín ha sido elaborado bajo la responsabilidad del Comité Ejecutivo del BCE. Su traducción y su publicación corren a cargo de los bancos centrales nacionales.

Traducción efectuada por el Banco de España. Todos los derechos reservados. Se permite la reproducción para fines docentes o sin ánimo de lucro, siempre que se cite la fuente.

La recepción de datos para elaborar este Boletín se cerró el 20 de julio de 2016.

ISSN 2363-3492 (edición electrónica)

Número de catálogo UE QB-BP-15-005-ES-N (edición electrónica)