



RECUADROS

Recuadro I

ANÁLISIS DE LA EVOLUCIÓN DE LA INFLACIÓN EN ESTADOS UNIDOS UTILIZANDO LA CURVA DE PHILLIPS

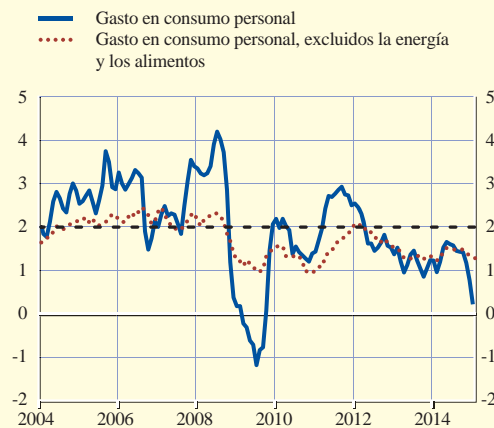
El reciente descenso de la inflación ha sido un fenómeno generalizado en las principales economías avanzadas, a pesar de las diferencias en las posiciones cíclicas. En Estados Unidos, pese a la robusta recuperación de la actividad económica, la inflación ha sido reducida en los dos últimos años. Tanto la inflación general como la inflación subyacente se han situado en promedio en el 1,4% y en el 1,5%, respectivamente, desde 2012, lo que significa que los precios no han reaccionado significativamente a la recuperación cada vez más sólida del mercado de trabajo y del crecimiento económico en general. A continuación se examina de nuevo la relación empírica que existe entre la inflación y el grado de holgura del mercado de trabajo —lo que se denomina normalmente como curva de Phillips— y se analiza el papel de otros importantes factores determinantes de las perspectivas de la inflación en Estados Unidos.

La inflación interanual en Estados Unidos, medida por el deflactor del gasto en consumo personal, se situó en el 1,9%, en promedio, en los últimos diez años, básicamente en línea con el objetivo a más largo plazo establecido por el Comité de Operaciones de Mercado Abierto de la Reserva Federal (FOMC por sus siglas en inglés). No obstante, las tasas han mostrado notables fluctuaciones en torno a este valor medio, impulsadas en parte por la evolución de los precios de los alimentos y la energía, que hicieron que la inflación aumentase por encima del 4% en tasa interanual a mediados de 2008, y que posteriormente registrase cifras negativas a comienzos de 2009 con el desplome de los precios del petróleo en respuesta a la crisis económica global (véase gráfico A). La inflación medida por el gasto en consumo personal, excluidos los alimentos y la energía, se ha mantenido, en general, más estable en la última década y solo se ha reducido moderadamente durante la recesión más reciente.

La curva de Phillips tradicional sugiere una relación inversa entre la inflación y el grado de holgura, o de capacidad no utilizada, de la economía. Para captar el papel de las expectativas, suelen incluirse también medidas de las expectativas de inflación procedentes de encuestas o valores retardados (que recogen las llamadas expectativas adaptativas o persistencia de la inflación). En las curvas de Phillips ampliadas, la relación se enriquece con variables adicionales, como los tipos de cambio y los precios de las materias primas o de las importaciones para tener en cuenta aspectos de economía abierta y el lado de la oferta de la economía¹.

Gráfico A Evolución de la inflación en Estados Unidos

(tasas de variación interanual)



Fuentes: Bureau of Labor Statistics y Bureau of Economic Analysis. Nota: La línea horizontal discontinua representa el objetivo de inflación a más largo plazo del FOMC.

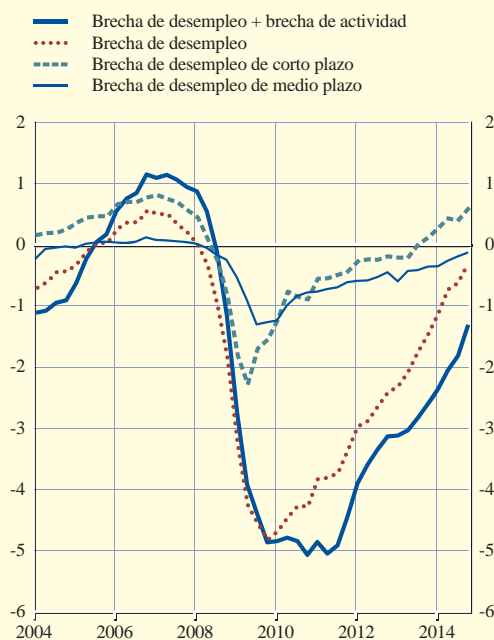
¹ En ocasiones, en la curva de Phillips también se incluyen variables de productividad. Véase el modelo triangular de R. Gordon, «The Phillips Curve is Alive and Well: Inflation and the NAIRU during the Slow Recovery», *NBER Working Paper Series*, n.º. 19390, 2013.

Dado que la evaluación del grado de holgura subyacente de una economía es un ejercicio sujeto a notable incertidumbre, habitualmente suelen emplearse varios indicadores². El gráfico B muestra cuatro de ellos: i) la brecha de desempleo, definida como la diferencia entre la tasa de paro compatible con una inflación estable (NAIRU) y la tasa de desempleo; ii) la brecha de desempleo de corto plazo, definida como la diferencia entre la media de largo plazo de la tasa de desempleo con una duración máxima de 26 semanas y los datos realmente observados de esta serie; iii) la brecha de desempleo de medio plazo, es decir, la diferencia entre la media de largo plazo de la tasa de desempleo con una duración de 27 a 51 semanas y los datos realmente observados en esta serie, y iv) la brecha combinada de las tasas de desempleo y actividad, definiéndose esta última como la diferencia entre la tasa de actividad estructural y la efectivamente observada³.

Mientras que la brecha de desempleo a corto plazo sugiere que la holgura existente en el mercado de trabajo ya se había eliminado en el tercer trimestre de 2013, las brechas de desempleo estándar y de medio plazo parecen indicar que la holgura prácticamente desaparecería a finales de 2014. Por el contrario, la brecha combinada de las tasas de actividad y desempleo indica la existencia de un grado de holgura considerable en el mercado de trabajo de Estados Unidos a finales de 2014.

Gráfico B Medidas de la holgura en el mercado de trabajo

(porcentajes)



Fuentes: Bureau of Labor Statistics, Oficina de Presupuestos del Congreso y cálculos del BCE.

Nota: La NAIRU y las tasas de actividad potenciales se basan en estimaciones anuales de la Oficina de Presupuestos del Congreso interpoladas por los expertos del BCE.

Las curvas de Phillips se utilizan normalmente para analizar y explicar la evolución de la inflación en Estados Unidos. Aunque a algunos analistas les sorprendió que la inflación no se redujese más durante la reciente desaceleración, habida cuenta de la gravedad y la duración de la última recesión (lo que se conoce comúnmente como la «paradoja de la ausencia de deflación»)⁴, los modelos estimados de la curva de Phillips con los cuatro indicadores mencionados de holgura en el mercado de trabajo, inflación retardada y precios de importación permiten captar bastante bien la dinámica de la inflación desde 2008. El gráfico C describe las previsiones de los modelos para la inflación medida por el gasto en consumo personal, condicionadas a los datos efectivamente observados sobre holgura en el mercado de trabajo y precios de importación. Durante la desaceleración de la economía estadounidense,

2 En la coyuntura actual, existe un elevado grado de incertidumbre respecto a las dimensiones de la holgura en el mercado de trabajo de Estados Unidos, que refleja en parte un descenso sustancial de la tasa de actividad, lo que ha dado lugar a un intenso debate sobre el papel de los factores cíclicos frente a los estructurales. Véase también el recuadro 1 titulado «Is the unemployment rate a sound gauge of labour market developments in the United States?», Boletín Mensual, BCE, abril 2014.

3 La evolución real de las tasas de actividad tiene su origen en factores (estructurales) de largo plazo, principalmente, los cambios en la demografía, así como en variaciones cíclicas, como las relacionadas con los trabajadores desanimados que dejan de formar parte temporalmente de la población activa cuando las perspectivas económicas son poco favorables. Para más información, véase «Slack in the labor market in 2014», Oficina de Presupuestos del Congreso, 2 de septiembre de 2014.

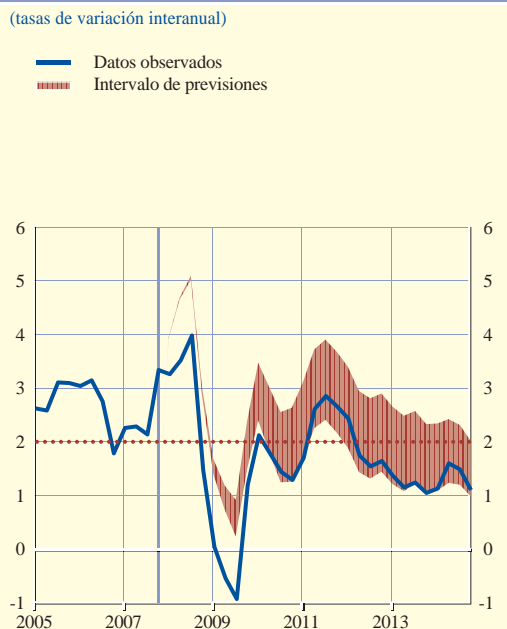
4 Véase, por ejemplo, L. Ball y S. Mazumder, «Inflation Dynamics and the Great Recession», *Brookings Papers on Economic Activity*, primavera de 2011.

las previsiones se situaron por encima de las tasas de inflación observadas, debido principalmente al aumento de los precios del petróleo y de las importaciones hasta el verano de 2008, que empujó al alza la previsión. En cambio, desde finales de 2009, la inflación evolucionó, en general, en consonancia con el intervalo de previsiones del modelo, aunque se mantuvo próxima a su límite inferior⁵. El hecho de que la inflación no descendiera más durante la fase de desaceleración podría deberse a la persistencia de la inflación y a la subida de los precios de importación que, tanto una como otra, contrarrestaron el acusado aumento de la holgura en el mercado de trabajo. El aumento de la credibilidad de los bancos centrales, que se ha traducido en un anclaje más firme de las expectativas de inflación a lo largo del tiempo, y la presencia de rigideces salariales nominales a la baja también se han mencionado en la literatura para explicar por qué la respuesta de la inflación a la holgura existente en la economía puede haber sido menos intensa que en el pasado.

De cara al futuro, es probable que las presiones inflacionistas en Estados Unidos solo se intensifiquen de manera gradual, ya que se prevé que la presión al alza de la recuperación en curso

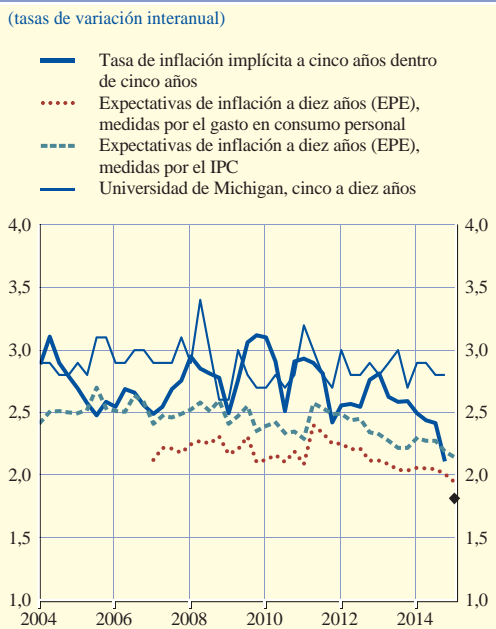
5 Ello podría deberse al hecho de que, durante la actual recuperación económica, la holgura del mercado de trabajo podría haber sido mayor de lo que indican las diferentes medidas de holgura utilizadas. Por ejemplo, Janet Yellen, presidenta de la Reserva Federal, señalaba que «la caída de la tasa de paro [...] exagera en cierta medida la mejora de las condiciones generales del mercado de trabajo». Véase J. Yellen, «Labor Market Dynamics and Monetary Policy» discurso pronunciado en el Simposio Económico del Banco de la Reserva Federal de Kansas City, Jackson Hole, Wyoming, 22 de agosto de 2014.

Gráfico C Previsiones fuera de la muestra de la inflación medida por el gasto en consumo personal



Fuentes: Bureau of Economic Analysis y cálculos de los expertos del BCE.
 Nota: Las previsiones dinámicas fuera de la muestra corresponden al período comprendido entre el primer trimestre de 2008 y el cuarto trimestre de 2014, habiéndose calculado el intervalo a partir de cuatro modelos diferentes de curva de Phillips ampliados con los precios de importación y uno de los siguientes indicadores para medir la holgura: la brecha de desempleo, la brecha de desempleo de corto plazo, la brecha de desempleo de medio plazo o la brecha combinada de las tasas de desempleo y de actividad.

Gráfico D Medidas de las expectativas de inflación a largo plazo



Fuentes: Reserva Federal, Universidad de Michigan, Encuesta a expertos en previsión económica (EPE) y Bloomberg.
 Notas: La tasa de inflación implícita se refiere a la inflación medida por el IPC; las expectativas de inflación de la EPE corresponden a la inflación a diez años, medida por el gasto en consumo personal o por el IPC, mientras que las expectativas de inflación de la Universidad de Michigan no guardan relación con ningún índice concreto. Los datos sobre las expectativas de inflación basados en el mercado correspondientes al primer trimestre de 2015 se basan en una media de los datos diarios hasta el 25 de febrero de 2015.

de la actividad económica probablemente se vea contrarrestada a corto plazo, en cierta medida, por la evolución de los precios del petróleo y del tipo de cambio. En un contexto de fortalecimiento del crecimiento económico en Estados Unidos (véase sección 1), la recuperación del mercado de trabajo ha cobrado un impulso sostenido recientemente. Se prevé que ello se transmita gradualmente a los precios y los salarios en forma de presiones más intensas a lo largo del tiempo. No obstante, se espera que otros factores determinantes de la inflación actúen como fuerzas compensatorias. En primer lugar, se prevé que la acusada caída de los precios del petróleo desde el verano pasado se traduzca en un descenso significativo de la inflación general en el corto plazo, y que las tasas de inflación interanual se tornen negativas en el primer semestre de 2015. A este efecto habrá que sumar la reciente apreciación del dólar estadounidense, que está presionando a la baja sobre los precios de importación. Sin embargo, se espera que estos dos efectos desaparezcan a medio plazo. A largo plazo, las expectativas de inflación deberían actuar como ancla de la inflación. Si bien los indicadores de inflación a cinco años dentro de cinco años, basados en el mercado, han registrado un descenso significativo desde mediados de 2014 (véase gráfico D), ello podría deberse, en parte, a una caída de las primas de riesgo de inflación. Al mismo tiempo, las expectativas de inflación a largo plazo basadas en los indicadores de opinión se han mantenido más estables y coherentes con un gradual retorno de la inflación al objetivo a más largo plazo establecido por la Reserva Federal.

Recuadro 2

SITUACIÓN DE LIQUIDEZ Y OPERACIONES DE POLÍTICA MONETARIA EN EL PERÍODO COMPRENDIDO ENTRE EL 12 DE NOVIEMBRE DE 2014 Y EL 27 DE ENERO DE 2015

En este recuadro se describen las operaciones de política monetaria del BCE realizadas durante los períodos de mantenimiento de reservas que finalizaron el 9 de diciembre de 2014 y el 27 de enero de 2015, es decir, el undécimo y duodécimo períodos de mantenimiento de reservas de 2014. Durante el período analizado, los tipos de interés aplicados a las operaciones principales de financiación (OPF), a la facilidad marginal de crédito y a la facilidad de depósito se mantuvieron sin variación en el 0,05 %, el 0,30 % y el -0,20 %, respectivamente¹. El 11 de diciembre de 2014 se realizó la segunda operación de financiación a plazo más largo con objetivo específico (TLTRO, por sus siglas en inglés), en la que se adjudicaron 129,8 mm de euros, frente a los 82,6 mm de euros adjudicados en la primera operación^{2,3}. Además del nuevo programa de adquisiciones de bonos garantizados (CBPP3, por sus siglas en inglés), a finales de noviembre de 2014 se llevaron a cabo las primeras adquisiciones en el marco del nuevo programa de compras de bonos de titulización de activos (ABSPP, por sus siglas en inglés).

Necesidades de liquidez

En el período de referencia, las necesidades diarias de liquidez agregadas del sistema bancario, definidas como la suma de los factores autónomos y las exigencias de reservas, ascendieron en promedio a 605,7 mm de euros, lo que representa un incremento de 26 mm de euros con respecto al período de referencia anterior (del 13 de agosto al 11 de noviembre de 2014). Este incremento se debió a que los factores autónomos aumentaron hasta situarse en una media de 499,4 mm de euros.

El incremento de los factores autónomos fue consecuencia del efecto combinado de diversos componentes. En cuanto a los factores de absorción de liquidez, los billetes en circulación aumentaron en 24 mm de euros, en promedio. Su evolución siguió la habitual tendencia de final de año, con un aumento de 41 mm de euros entre el 12 de noviembre de 2014 y el 2 de enero de 2015, y un posterior descenso hasta el final del duodécimo período de mantenimiento. Además, los depósitos de las Administraciones Públicas continuaron disminuyendo durante el último período de mantenimiento analizado, hasta situarse en un promedio de 66 mm de euros, frente a los 72 mm de euros del período de mantenimiento anterior, que finalizó en diciembre de 2014. De hecho, los Tesoros nacionales trataron de manera creciente de invertir su exceso de liquidez en el mercado, lo que explica en cierta medida la disminución del volumen de depósitos de las Administraciones Públicas mantenidos en el Eurosistema.

1 Las OPF continuaron realizándose mediante el procedimiento de subasta a tipo de interés fijo con adjudicación plena. El mismo procedimiento continuó utilizándose en las operaciones de financiación a plazo más largo (OPFML) a tres meses. El tipo de interés de cada una de estas OPFML se fijó en la media de los tipos de las OPF ejecutadas durante la vigencia de las respectivas OPFML.
 2 Con respecto a la primera TLTRO, véase el recuadro titulado «Situación de liquidez y operaciones de política monetaria en el período comprendido entre el 13 de agosto de 2014 y el 11 de noviembre de 2014», Boletín Mensual, BCE, diciembre de 2014, que puede consultarse en: <http://www.bde.es/f/webbde/SES/Secciones/Publicaciones/PublicacionesBCE/BoletinMensualBCE/14/Fich/bm1412.pdf>
 3 En las dos primeras TLTRO realizadas en septiembre y en diciembre de 2014, las entidades de contrapartida tenían derecho a una asignación inicial equivalente al 7 % del importe total de sus préstamos al sector privado no financiero en la zona del euro a 30 de abril de 2014, excluidos los préstamos a las familias para la adquisición de vivienda. Todas las TLTRO se llevan a cabo mediante el procedimiento de subasta a tipo de interés fijo con adjudicación plena, y un tipo de interés fijo para todo el período de vigencia de cada operación. Para las dos primeras operaciones, el tipo de interés fue el mismo que para las OPF vigentes en el momento de su realización, más un diferencial de 10 puntos básicos.

Por lo que respecta a los factores de inyección de liquidez, los activos netos denominados en euros descendieron 7 mm de euros, en promedio, hasta situarse en 526 mm de euros. Esto reflejó, entre otras cosas, un aumento de los depósitos denominados en euros mantenidos en el Eurosistema por instituciones oficiales extranjeras, y revirtió la tendencia observada en el período de referencia anterior, en el que algunas de estas instituciones trataron de reducir sus saldos de efectivo en el Eurosistema para evitar la aplicación de un tipo de interés negativo.

La volatilidad de los factores autónomos aumentó de forma significativa durante el período analizado, revirtiendo el descenso registrado en el período anterior. Este aumento se debió principalmente a la mayor volatilidad de los activos netos denominados en euros, así como a la demanda de billetes, que reflejó la tendencia de final de año. Aunque la volatilidad de los depósitos de las Administraciones Públicas siguió siendo elevada, fue acorde con la observada desde el recorte de los tipos de interés de septiembre de 2014.

El error medio absoluto de las previsiones semanales sobre los factores autónomos aumentó sensiblemente durante el período analizado, de 4,8 mm de euros a 8,7 mm de euros, principalmente como resultado de errores de predicción relacionados con los depósitos de las Administraciones Públicas. En un entorno en el que los tipos de interés del mercado monetario a corto plazo son cada vez más negativos y el exceso de liquidez es volátil, sigue resultando difícil anticipar la actividad inversora de los Tesoros nacionales.

Inyección de liquidez

El volumen medio de liquidez proporcionado a través de las operaciones de mercado abierto se incrementó en 61 mm de euros durante el período analizado, hasta situarse en 759 mm de euros, debido tanto al incremento (de 44 mm de euros) de los fondos obtenidos en las operaciones de subasta así como al aumento (de 17,4 mm de euros) de las carteras en firme.

La liquidez proporcionada mediante operaciones de subasta ascendió a un promedio de 546,5 mm de euros, frente a los 502,7 mm de euros del período anterior. En general, el descenso derivado del reembolso anticipado de las OFMPL a tres años, por un total de 111,7 mm de euros, se vio compensado con creces por los 129,8 mm de euros adjudicados en la segunda TLTRO, así como por los incrementos de 11 mm de euros y 17,6 mm de euros en el volumen medio de liquidez proporcionado a través de las OPF y las OFPML a tres meses, respectivamente. Se aceleró el ritmo de los reembolsos anticipados, ya que se aproximaba el vencimiento de las dos OFPML a tres años. En concreto, algunas entidades de contrapartida reembolsaron 39,8 mm de euros el 17 de diciembre de 2014, a fin de participar en la segunda TLTRO, que se adjudicó ese mismo día.

Además, la liquidez proporcionada a través de carteras en firme aumentó un promedio de 17,4 mm de euros como consecuencia de la ejecución del CBPP3 y el ABSPP. Estas adquisiciones (37,2 mm de euros y 2,3 mm de euros, respectivamente, al final del período considerado) compensaron con creces el descenso resultante del vencimiento de algunos bonos de la cartera del programa para los mercados de valores, y de los dos programas de adquisición de bonos garantizados anteriores.

Más allá del período analizado, el vencimiento de la primera OFPML a tres años el 29 de enero de 2015, no provocó ninguna reducción significativa del exceso de liquidez, que se mantuvo por encima de los 150 mm de euros. De hecho, el importe reembolsado fue parcialmente compensado

Situación de liquidez del Eurosistema							
	12 noviembre 2014 a 27 enero 2015		13 agosto a 11 noviembre	Duodécimo período de mantenimiento		Undécimo período de mantenimiento	
Pasivo - Necesidades de liquidez (medias; mm de euros)							
Factores autónomos de liquidez	1.597,1	(+35,7)	1.561,4	1.603,6	(+17,9)	1.585,7	(+8,5)
Billetes en circulación	996,2	(+23,9)	972,3	1.005,5	(+25,7)	979,8	(+6,2)
Depósitos de las AAPP	68,3	(-5,5)	73,8	66,3	(-5,3)	71,6	(-4,5)
Otros factores autónomos	532,6	(+17,3)	515,3	531,7	(-2,5)	534,3	(+6,7)
Instrumentos de política monetaria							
Cuentas corrientes	217,8	(+21,4)	196,3	236,3	(+50,8)	185,4	(-2,8)
Exigencias de reservas mínimas	106,3	(+0,9)	105,4	106,2	(-0,2)	106,5	(+0,7)
Facilidad de depósito	41,9	(+14,7)	27,1	50,2	(+23,0)	27,3	(-3,7)
Operaciones de ajuste de absorción de liquidez	0,0	(+0,0)	0,0	0,0	(+0,0)	0,0	(+0,0)
Activo - Oferta de liquidez (medias; mm de euros)							
Factores autónomos de liquidez	1.098,0	(+10,5)	1.087,5	1.098,6	(+1,7)	1.096,9	(+1,4)
Activos exteriores netos	572,0	(+17,4)	554,6	576,4	(+12,2)	564,3	(+2,3)
Activos netos denominados en euros	526,0	(-7,0)	532,9	522,2	(-10,4)	532,6	(-0,8)
Instrumentos de política monetaria							
Operaciones de mercado abierto	758,6	(+61,2)	697,4	791,3	(+89,8)	701,5	(+0,4)
Operaciones de subasta	546,5	(+43,8)	502,7	573,4	(+73,9)	499,5	(-8,2)
OPF	113,3	(+11,0)	102,3	119,0	(+15,7)	103,3	(+8,1)
Operaciones de financiación con plazo especial	0,0	(+0,0)	0,0	0,0	(+0,0)	0,0	(+0,0)
OFPM a tres meses	43,4	(+17,6)	25,8	49,0	(+15,5)	33,5	(+7,3)
OFPM a tres años	236,4	(-93,7)	330,1	211,5	(-68,5)	280,0	(-23,6)
OFPM con objetivo específico (TLTRO)	153,4	(+108,9)	44,5	193,9	(+111,3)	82,6	(+0,0)
Carteras en firme	212,1	(+17,4)	194,7	217,9	(+15,9)	202,0	(+8,6)
Primer programa de adquisiciones de bonos garantizados	29,0	(-2,9)	31,9	28,8	(-0,7)	29,5	(-1,4)
Segundo programa de adquisiciones de bonos garantizados	12,8	(-0,8)	13,6	12,8	(-0,1)	12,9	(-0,4)
Tercer programa de adquisiciones de bonos garantizados	25,0	(+23,9)	1,1	30,5	(+15,2)	15,3	(+12,5)
Programa para los mercados de valores	144,1	(-4,0)	148,1	144,1	(+0,1)	144,0	(-2,3)
Programa de adquisición de ABS	1,2	(+1,2)	0,0	1,7	(+1,5)	0,2	(+0,2)
Facilidad marginal de crédito	0,4	(+0,2)	0,2	0,5	(+0,3)	0,2	(-0,0)
Otra información relativa a la liquidez (medias; mm de euros)							
Necesidades de liquidez agregadas	605,7	(+26,1)	579,6	611,6	(+16,1)	595,4	(+7,7)
Factores autónomos	499,4	(+25,3)	474,1	505,3	(+16,3)	489,0	(+7,0)
Exceso de liquidez	153,0	(+35,1)	117,8	179,8	(+73,7)	106,0	(-7,2)
Reembolso de OFPM a tres años ¹⁾	111,7	(+36,5)	75,2	88,9	(+66,1)	22,8	(-0,7)
Evolución de los tipos de interés (porcentajes)							
OPF	0,05	(-0,03)	0,08	0,05	(+0,00)	0,05	(+0,00)
Facilidad marginal de crédito	0,30	(-0,03)	0,33	0,30	(+0,00)	0,30	(+0,00)
Facilidad de depósito	-0,20	(-0,03)	-0,17	-0,20	(+0,00)	-0,20	(+0,00)
Eonia medio	-0,031	(-0,033)	0,002	-0,047	(-0,044)	-0,003	(+0,000)

Fuente: BCE.

Nota: Dado que todas las cifras del cuadro están redondeadas, en algunos casos la cifra indicada como variación con respecto al período anterior no representa la diferencia entre las cifras redondeadas presentadas para los dos períodos (con una discrepancia de 0,1 mm de euros).

1) En el caso de los reembolsos de las OFPM a tres años se utiliza la suma en mm de euros en lugar de la media.

por un aumento de la liquidez obtenida tanto mediante las OFPM a tres meses como las OPF, y coincidió con una disminución transitoria de los factores autónomos.

Exceso de liquidez

El exceso de liquidez se incrementó en 35,1 mm de euros y se situó, en promedio, en 153 mm de euros en el período analizado, registrándose diferencias significativas entre los dos períodos de mantenimiento. En el undécimo período de mantenimiento, el nivel del exceso de liquidez se redujo

ligeramente hasta situarse, en promedio, en 105,1 mm de euros, el nivel medio más bajo registrado desde la liquidación de la primera OFPML a tres años a finales de 2011. Por el contrario, en el duodécimo período de mantenimiento, el exceso de liquidez aumentó considerablemente, situándose en 176 mm de euros, en promedio, debido fundamentalmente a la adjudicación de la segunda OFPML y a los efectos de fin de año.

El exceso de liquidez fluctuó de forma significativa, especialmente durante el duodécimo período de mantenimiento, que, además, fue el primero con una duración ampliada de 49 días⁴. Partiendo de un nivel bajo, 70,9 mm de euros, el 24 de noviembre de 2014, el exceso de liquidez aumentó hasta 261,2 mm de euros el 31 de diciembre de 2014, y volvió a caer hasta situarse en 126,5 mm de euros el 27 de enero de 2015, como consecuencia del incremento de los factores autónomos y de una disminución relativa de las operaciones de mercado abierto.

En vista de los niveles más elevados de exceso de liquidez, los saldos diarios en cuenta corriente aumentaron notablemente frente al período anterior, un promedio de 21 mm de euros, hasta situarse en 218 mm de euros. Asimismo, siguió creciendo el uso de la facilidad de depósito, desde 27,1 mm de euros, en promedio, hasta 41,9 mm de euros. En el período analizado, el recurso relativo a la facilidad de depósito aumentó, hasta alcanzar un 27% del exceso de reservas⁵, frente a un promedio del 23% durante el período de referencia anterior. El uso creciente de la facilidad de depósito podría ser señal del mayor interés de varias entidades de contrapartida en mantener un exceso de liquidez en la facilidad de depósito con fines operativos y regulatorios.

Evolución de los tipos de interés

El eonia se situó, en promedio, en -0,3 puntos básicos y -4,7 puntos básicos en el undécimo y duodécimo períodos de mantenimiento, respectivamente. El descenso del eonia fue consecuencia de una transmisión algo más intensa del recorte del tipo de interés de septiembre de 2014 a los tipos de interés a corto plazo, lo que puede estar relacionado, en parte, con una situación de liquidez más holgada en general y con una mejor aceptación de la posibilidad de transmitir a la base de depósitos el tipo de interés negativo aplicado a la facilidad de depósito. Sin embargo, los tipos de interés a un día se mantuvieron muy por encima del tipo de interés de la facilidad de depósito, -20 puntos básicos.

4 Se ha introducido un nuevo calendario de los períodos de mantenimiento de reservas, adaptado a la nueva periodicidad de las reuniones del Consejo de Gobierno, que se celebran cada seis semanas.

5 Saldos medios en cuenta corriente por encima de las exigencias de reservas mínimas.

Recuadro 3

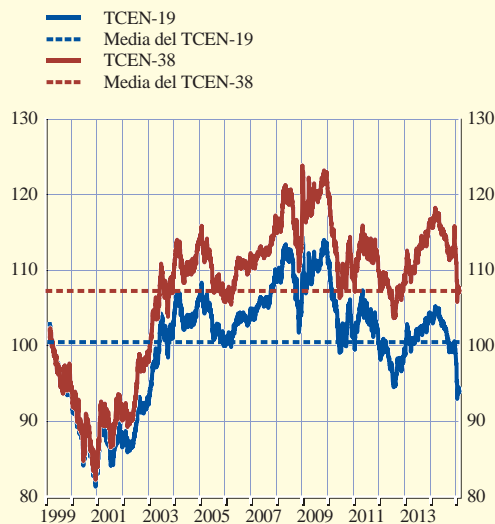
EVOLUCIÓN RECIENTE DEL TIPO DE CAMBIO EFECTIVO DEL EURO

El tipo de cambio efectivo nominal (TCEN) constituye una útil medida agregada de las fluctuaciones del tipo de cambio que afectan a las economías a través de sus vínculos comerciales, dado que combina los diversos tipos de cambio bilaterales frente a cada uno de los socios comerciales en un solo indicador. Para la zona del euro, los dos TCEN más relevantes se calculan con respecto a un grupo restringido o amplio de socios comerciales, integrados por 19 y 38 países (TCEN-19 y TCEN-38), respectivamente¹.

El TCEN del euro ha experimentado grandes oscilaciones desde el comienzo de la crisis financiera global. Desde una perspectiva de más largo plazo, esos movimientos tan acusados no son inusuales y se habían observado igualmente antes de la crisis (véase gráfico A). El euro experimentó una caída temporal, registrando un mínimo en el verano de 2012 en el contexto de la crisis de la deuda soberana de la zona del euro. A medida que se recuperó la confianza, tras el anuncio del BCE de las Operaciones Monetarias de Compra-venta, el tipo de cambio repuntó y se apreció de forma sostenida hasta mayo de 2014. Con los cambios en las expectativas de los mercados respecto a la orientación futura de la política monetaria del BCE en relación con las de otros grandes bancos centrales se inició un período de debilitamiento del euro, durante el cual, los diferentes TCEN, así como muchos tipos de cambio bilaterales del euro cayeron hasta niveles próximos (TCEN-38) o inferiores (TCEN-19) a las respectivas medias de largo plazo.

Gráfico A Tipo de cambio efectivo nominal del euro (TCEN-19 y TCEN-38)

(índice: I 1999 = 100)



Fuente: BCE.

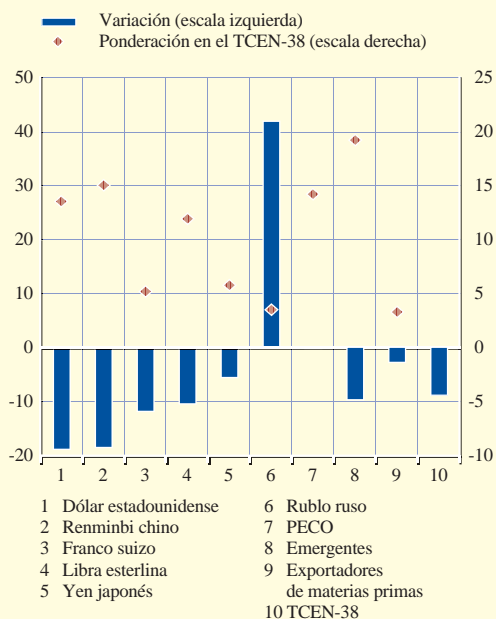
Notas: La observación más reciente corresponde al 20 de febrero de 2015. La «media» se refiere a la media calculada desde el 1 de enero de 1999.

Entre el máximo alcanzado después de la crisis a comienzos de mayo de 2014 y el mínimo registrado el 23 de enero de 2015, el TCEN amplio se depreció en torno a un 10 %, aunque se ha estabilizado en las últimas semanas con el retorno de las entradas de capital tras el anuncio, por parte del BCE, de la ampliación del programa de compras de activos que siguió a la reunión del Consejo de Gobierno del 22 de enero de 2015 (véase la sección sobre «Evolución financiera»). No obstante, la caída general registrada desde mayo del año pasado oculta una divergencia en la evolución de los distintos tipos de cambio bilaterales. Desglosando esta evolución por contribuciones individuales (véanse gráficos B y C) se observa que, si bien la mayoría de las principales monedas contribuyeron a este movimiento a la baja, la intensidad, la persistencia y el momento de las variaciones bilaterales presentan considerables divergencias.

¹ Las ponderaciones, que combinan información sobre las importaciones y las exportaciones, reflejan la importancia de los distintos países en el comercio de manufacturas de la zona del euro (véase también M. Scmitz et al., «Revisiting the effective exchange rates of the euro», documento de Occasional Paper Series, n.º. 134, BCE, Fráncfort del Meno, junio de 2012).

Gráfico B Evolución de algunos tipos de cambio del euro y ponderaciones en el TCEN-38

(variaciones porcentuales; porcentajes)

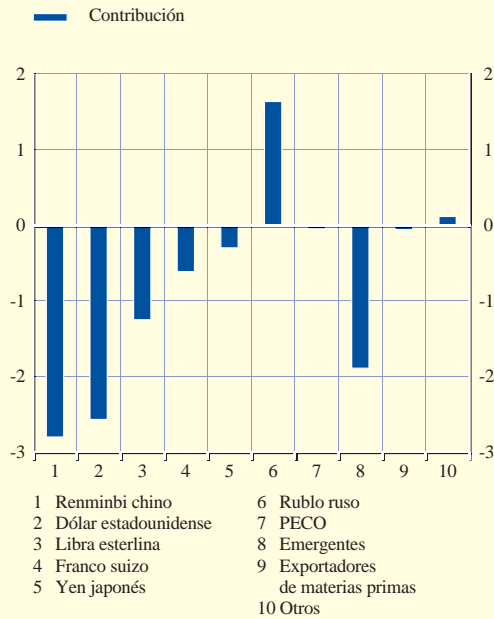


Fuentes: BCE y cálculos del BCE.

Notas: «PECO» incluye la leva búlgara, la corona checa, la kuna croata, el forinto húngaro, el esloti polaco y el leu rumano. «Exportadores de materias primas» comprende el dólar australiano, el dólar canadiense, la corona noruega y el dólar neozelandés. «Emergentes» incluye el dólar de Hong Kong, el dólar de Singapur, el won coreano, la rupia indonesia, la rupia india, el ringgit malayo, el peso filipino, el dólar de Taiwán, el baht tailandés, el peso argentino, el real brasileño, el peso mexicano, el rand sudafricano y la lira turca. El gráfico abarca el período comprendido entre el 6 de mayo de 2014 y el 20 de febrero de 2015.

Gráfico C Contribución por monedas a la variación del TCEN-38

(puntos porcentuales)



Fuentes: BCE y cálculos del BCE.

Notas: «PECO» incluye la leva búlgara, la corona checa, la kuna croata, el forinto húngaro, el esloti polaco y el leu rumano. «Exportadores de materias primas» comprende el dólar australiano, el dólar canadiense, la corona noruega y el dólar neozelandés. «Emergentes» incluye el dólar de Hong Kong, el dólar de Singapur, el won coreano, la rupia indonesia, la rupia india, el ringgit malayo, el peso filipino, el dólar de Taiwán, el baht tailandés, el peso argentino, el real brasileño, el peso mexicano, el rand sudafricano y la lira turca. «Otros» incluye la corona danesa, la corona sueca, el dinar argelino, el peso chileno, la corona islandesa, el shekel israelí, el dirham marroquí y el bolívar venezolano. El gráfico abarca el período comprendido entre el 6 de mayo de 2014 y el 20 de febrero de 2015.

Examinando la evolución de los tipos de cambio bilaterales desde mayo de 2014 hasta finales de febrero de 2015, se observa que la mitad de la caída registrada por el TCEN-38 fue atribuible al dólar estadounidense y al renminbi chino. El dólar se vio respaldado por las expectativas de una mayor divergencia entre la política monetaria de la zona del euro y la de Estados Unidos, por la incertidumbre de los mercados en un entorno de descenso de los precios de las materias primas y por la intensificación de las tensiones geopolíticas (véase gráfico C). El dólar se apreció alrededor de un 20 % frente al euro, al igual que el renminbi chino, que representó otro 25 % de la depreciación total de la moneda única. A diferencia del debilitamiento sostenido frente a estas dos monedas, la depreciación del euro frente al franco suizo se produjo de forma brusca, tras el anuncio por parte del Banco Nacional de Suiza, el 15 de enero de 2015, de que eliminaría el límite fijado anteriormente para el tipo de cambio, de 1,20 francos suizos por euro. La depreciación del euro en un 20 % frente a la moneda suiza, cuya ponderación en el TCEN-38 es de alrededor del 5 %, supuso, aproximadamente, un 10 % de la caída de este índice. A finales del período considerado, el euro cotizaba también a un tipo de cambio inferior frente al yen japonés, a lo que contribuyó el descenso del apetito por el riesgo. El euro se depreció en torno al 10 % frente a la libra esterlina y las monedas de varias economías emergentes.

El debilitamiento del TCEN amplio se vio suavizado por la apreciación del euro en torno al 40% frente al rublo ruso, sometido a la presión de los mercados en el contexto de las tensiones en Ucrania. El euro también se apreció frente a la corona sueca durante el período considerado, como consecuencia, entre otros factores, de la reciente relajación de la política monetaria por parte del Sveriges Riksbank (véase la sección sobre «Evolución financiera»). La corona danesa, que participa en el MTC II, estuvo sujeta a presiones al alza frente al euro durante este período. No obstante, siguió cotizando en niveles muy próximos a su paridad central dentro del MTC II, ya que el Danmarks Nationalbank compró divisas en el mercado y redujo los tipos de interés en varias ocasiones. El euro también se mantuvo relativamente estable frente a las monedas de los países exportadores de materias primas, que experimentaron presiones a la baja como resultado del descenso de los precios del petróleo, así como frente a las monedas de los países de la UE de Europa Central y Oriental.

Recuadro 4

FACTORES DETERMINANTES DE LA EVOLUCIÓN RECIENTE DEL AHORRO DE LOS HOGARES EN LA ZONA DEL EURO

La tasa de ahorro en relación con la renta es un indicador importante del comportamiento de los hogares que afecta a la dinámica del consumo privado real y, de forma más general, al ritmo de crecimiento económico. En principio, en las decisiones de consumo y ahorro de los hogares influyen varios factores. Por ejemplo, en períodos de fuerte incertidumbre, los hogares suelen incrementar la proporción de su renta disponible que dedican al ahorro por motivos de precaución. En cambio, los efectos que tienen sobre el consumo las perturbaciones adversas aunque transitorias de la renta disponible su atenúan normalmente mediante un descenso de la tasa de ahorro (mecanismo que se conoce como suavización intertemporal del consumo).

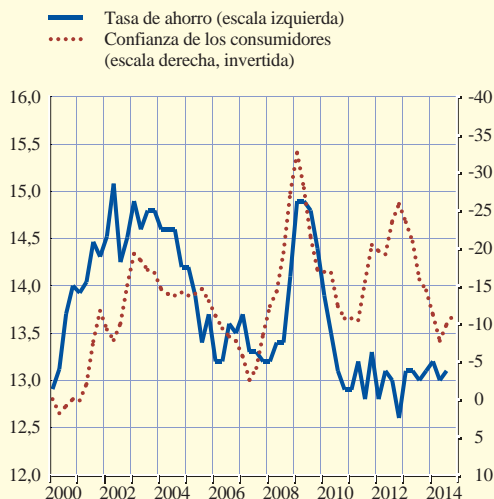
La tasa de ahorro de los hogares de la zona del euro se ha estabilizado en niveles relativamente bajos en los últimos años en comparación con la media histórica. Esta estabilización se debe a varios factores que, prácticamente, se han compensado entre sí.

Analizando el comportamiento ahorrador de los hogares de la zona del euro desde una perspectiva histórica pueden distinguirse varios períodos concretos, que se caracterizan, cada uno de ellos, por el diferente grado de influencia de los principales factores determinantes. Antes de la crisis económica y financiera, la tasa de ahorro fluctuó entre el 13 % y el 15 %, y se mantuvo prácticamente estable en los dos años anteriores a la crisis (véase gráfico A).

En la primera fase de la recesión y en los años siguientes, es decir, en el período comprendido entre 2008 y 2010, la tasa de ahorro de los hogares experimentó un aumento transitorio, debido

Gráfico A Tasa de ahorro y confianza de los consumidores de la zona del euro

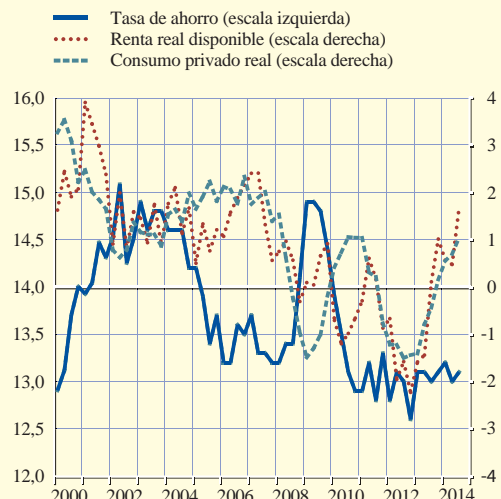
(porcentajes de la renta disponible, saldos netos)



Fuentes: Eurostat y Comisión de la UE, DG-ECFIN.

Gráfico B Tasa de ahorro, renta real disponible y consumo privado de los hogares de la zona del euro

(porcentajes de la renta disponible; tasa de crecimiento interanual)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

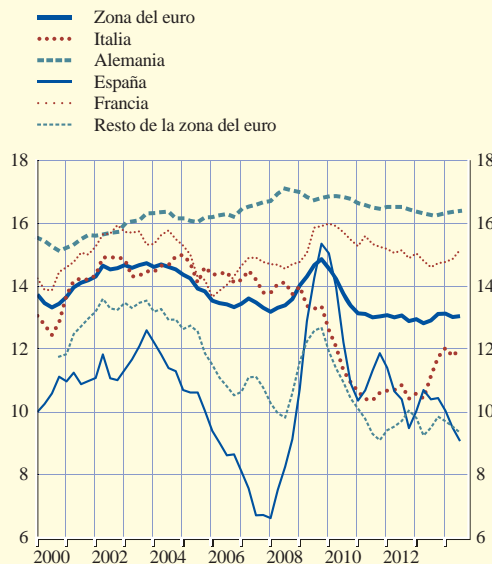
principalmente al deterioro de la confianza de los consumidores, y posteriormente volvió a reducirse. La incertidumbre más bien elevada imperante en ese momento hizo que la tasa de ahorro aumentase hasta el 14,9% en el primer trimestre de 2009, principalmente por motivos de precaución. Este aumento también podría haber tenido su origen en las políticas fiscales expansivas aplicadas entonces, que permitieron a los hogares utilizar el incremento de la renta real disponible para elevar su propensión al ahorro (mecanismo conocido como efecto ricardiano). Sin embargo, al mejorar la confianza de los consumidores en la segunda fase de la recuperación, en 2010, la tasa de ahorro volvió a reducirse.

Desde 2011, la tasa de ahorro se ha mantenido prácticamente estable en niveles relativamente reducidos, como consecuencia de los efectos compensatorios de los diversos factores que influyen en las decisiones de los hogares. Por un lado, la presión a la baja sobre la tasa de ahorro ha tenido su origen en la débil evolución de la renta real disponible (a través del comportamiento de suavización del consumo —véase gráfico B), en los tipos de interés relativamente bajos (que desincentivan el ahorro) y en las elevadas tasas de desempleo (que dieron lugar a un desahorro forzoso en algunos países). Por otro lado, la presión al alza se ha generado, principalmente, por el aumento de la incertidumbre (a través de una intensificación de los motivos de precaución) y por las elevadas presiones de desapalancamiento de los hogares en varios países. En conjunto, dados los efectos compensatorios de estos factores, la tasa de ahorro de los hogares se ha mantenido relativamente estable en torno al 13%, un nivel reducido desde una perspectiva histórica.

Considerando la evolución geográfica, los patrones de ahorro han sido muy heterogéneos en los últimos años. La estructura en forma de U invertida de la tasa de ahorro de la zona del euro en la primera fase de la recesión, es decir, en el período comprendido entre 2008 y 2010, tuvo su origen, en gran medida, en la evolución registrada en España y también, hasta cierto punto, en Francia y en las economías más pequeñas de la zona del euro (véase gráfico C)¹. El fuerte incremento del ahorro de los hogares en España refleja una aceleración del crecimiento de su renta real disponible en 2009 (véase gráfico D), atribuible, al menos en parte, a las políticas fiscales de apoyo aplicadas en ese período. Mientras que la renta real disponible de los hogares siguió creciendo en Francia en la primera fase de la recesión y, en promedio, también en las economías más pequeñas de la zona del euro en 2009, se redujo en Italia durante el período comprendido entre 2008 y 2013. El patrón de ahorro, en general estable, observado a nivel de la zona del euro desde 2011 refleja las tasas de ahorro, en general, estables registradas en Alemania, Francia y, en promedio, en las economías más pequeñas de la zona. En España,

Gráfico C Tasas de ahorro de los hogares en los países más grandes de la zona del euro

(ahorro bruto en porcentaje de la suma móvil de cuatro trimestres de la renta bruta disponible)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.
 Nota: Las cifras correspondientes al resto de la zona del euro reflejan las diferencias (de nivel) entre el agregado de la zona y las sumas totales de los cuatro países más grandes, dado que no se dispone de datos trimestrales de las cuentas sectoriales para todos los países de la zona del euro.

1 A los efectos de este recuadro, se consideran economías más pequeñas de la zona del euro todas las economías de la zona, salvo Alemania, España, Francia e Italia.

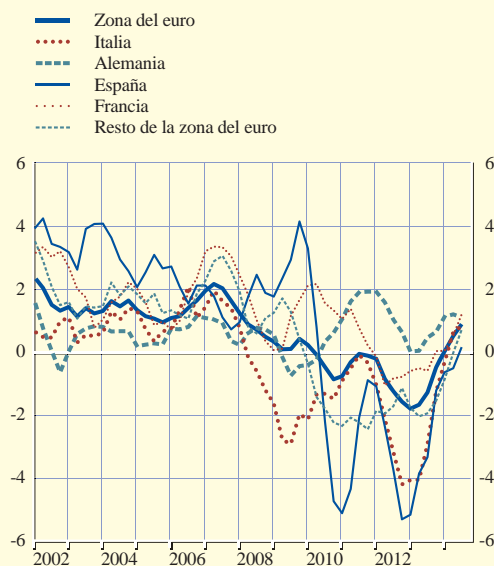
por el contrario, la tasa de ahorro siguió reduciéndose, mientras que en Italia, tras haberse estabilizado, ha aumentado desde mediados de 2013, como consecuencia de una recuperación de la renta real disponible de los hogares.

De cara al futuro, la caída relativamente acusada de los precios del petróleo, observada desde el verano de 2014 debería respaldar un repunte transitorio de la tasa de ahorro. Es algo que cabe esperar, ya que las regularidades históricas sugieren que un incremento de la renta real disponible asociado a unos precios de la energía permanentemente más bajos se destina inicialmente en gran medida al ahorro. No obstante, al cabo de algunos trimestres, la tasa de ahorro probablemente retornará a su nivel inicial. Al mismo tiempo, ello se reflejará en un incremento adicional del consumo, a medida que los hogares comiencen a gastar un porcentaje mayor del aumento de su renta real disponible.

La respuesta esperada, en forma de U invertida, de la tasa de ahorro podría guardar relación con la incertidumbre que rodea a los incrementos de la renta real disponible asociados a la energía. Aunque sean sostenidos, los incrementos de la renta real derivados de la caída de los precios de la energía están sujetos, en general, a más incertidumbre que los atribuibles a otras causas. Por ejemplo, un ahorro que tenga su origen en motivos de precaución podría explicar la respuesta en forma de U invertida de la tasa de ahorro, ya que los hogares tienden a ahorrar, en primer lugar, una parte de las ganancias inesperadas y a esperar hasta ver si el incremento de la renta real es sostenido. En general, independientemente del mecanismo subyacente, la evidencia disponible sugiere que unos precios del petróleo sosteniblemente más bajos deberían respaldar de forma transitoria la tasa de ahorro de los hogares, mientras que los aumentos de la renta se traducen progresivamente en un mayor consumo.

Gráfico D Crecimiento de la renta real disponible en los países más grandes de la zona del euro

(tasas medias de variación interanual)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Nota: Las cifras correspondientes al resto de la zona del euro reflejan las diferencias (de nivel) entre el agregado de la zona y las sumas totales de los cuatro países más grandes, dado que no se dispone de datos trimestrales de las cuentas sectoriales para todos los países de la zona del euro.

Recuadro 5

EL PROCEDIMIENTO RELATIVO A LOS DESEQUILIBRIOS MACROECONÓMICOS 2015

El procedimiento relativo a los desequilibrios macroeconómicos introducido en noviembre de 2011 es un elemento clave del nuevo marco de gobernanza reforzado de la UE, que trata de evitar la aparición de desequilibrios macroeconómicos y de corregirlos cuando sean excesivos. El procedimiento relativo a los desequilibrios macroeconómicos puede aplicarse en todos los Estados miembros de la UE, con la excepción de aquellos sujetos a un programa de ajuste macroeconómico. Tras una primera revisión a partir de un conjunto de indicadores, la Comisión realiza un examen exhaustivo de un grupo seleccionado de países, con el fin de determinar la gravedad de los desequilibrios señalados por los indicadores. En caso de que llegue a la conclusión de que realmente existen desequilibrios, el Estado miembro en cuestión recibe recomendaciones del Consejo de la UE basadas en la recomendación de la Comisión (el componente preventivo). En cambio, si se considera que los desequilibrios son excesivos, debe iniciarse un procedimiento de desequilibrio excesivo a partir de una recomendación de la Comisión¹. Con arreglo al componente corrector, el país afectado debe enviar un plan de acción correctiva en el que se especifique un conjunto de medidas de política económica para hacer frente a los desequilibrios excesivos que debe ser aprobado por el Consejo. En caso de incumplimiento reiterado de la obligación de presentar un plan adecuado o de incumplimiento de este, el Consejo puede imponer sanciones económicas al país de la zona del euro en cuestión.

Resultado del examen exhaustivo de 2015

El resultado del examen exhaustivo de 2015 muestra que la Comisión Europea ha determinado que cinco países registran desequilibrios excesivos: Bulgaria, Francia, Croacia, Italia y Portugal. La Comisión decidió escalar el procedimiento en el caso de Alemania (de la categoría 2 a la 3) y Francia (de la categoría 4 a la 5) y de manera significativa en el de Bulgaria (de la categoría 2 a la 5), así como suavizar el procedimiento de Eslovenia (de la categoría 5 a la 4). Italia y Croacia llevan en la misma categoría desde 2014. Este año han pasado a estar sujetos al procedimiento Rumanía (categoría 2)

1 Considerando 22 del Reglamento nº 1176/2011 relativo a la prevención y corrección de los desequilibrios macroeconómicos.

Cuadro A Categorías del procedimiento relativo a los desequilibrios macroeconómicos

1		2		3		4		5		6	
2014	2015	2014	2015	2014	2015	2014	2015	2014	2015	2014	2015
DK	DK	BE	BE	HU	HU	IE	IE	HR	HR		
LU	LU	BG	NL		DE	ES	ES	IT	FR		
MT	MT	DE	SE			FR	SI	SI	IT		
AT	AT	NL	RO						PT		
LT	LT	SE	UK						BG		
LV	LV	UK	FI								
EE	EE	FI									
PO	PO										
CZ	CZ										
SK	SK										

Fuente: Comisión Europea
 Leyenda: 1 = Inexistencia de desequilibrios; 2 = Desequilibrios que requieren medidas y seguimiento; 3 = Desequilibrios que requieren medidas decididas y seguimiento; 4 = Desequilibrios que requieren medidas decididas y seguimiento específico; 5 = Desequilibrios excesivos que requieren medidas decididas; 6 = Desequilibrios excesivos que requieren medidas decididas y la activación del procedimiento de desequilibrio excesivo.
 Código de los colores: El color rojo se refiere a los países en los que se ha reforzado el procedimiento, el verde a los países en los que se ha suavizado y el azul a los países en los que se inició el procedimiento en 2015.

y Portugal (categoría 5), una vez finalizados sus programas de ajuste macroeconómico. Este es el primer año en el que la Comisión ha introducido formalmente la clasificación de los desequilibrios en seis categorías, aunque ya se emplearon implícitamente en el ejercicio de 2014 (véase cuadro A).

Aunque ha identificado desequilibrios excesivos en cinco países, actualmente, la Comisión no propone activar el procedimiento de desequilibrio excesivo. De este modo, la Comisión ha acordado no utilizar todas las medidas disponibles en el marco del procedimiento de desequilibrios macroeconómicos, es decir, su componente corrector. Sin embargo, en los casos de Croacia y Francia, la Comisión sí anunció que estaba considerando la apertura de un procedimiento de desequilibrio excesivo en mayo de 2015 si los respectivos Gobiernos no se comprometen a aplicar reformas estructurales de forma decidida para entonces.

Consideraciones sobre las conclusiones del examen exhaustivo de 2015

El resultado del examen exhaustivo de 2015 muestra que la gravedad de los desequilibrios está aumentando en algunos países. Este resultado es preocupante porque una de las principales razones para introducir el procedimiento de desequilibrios macroeconómicos fue que podía contribuir a evitar la aparición de desequilibrios perjudiciales y favorecer la corrección de los desequilibrios existentes. Sin embargo, el número de países con desequilibrios excesivos aumenta cada año (pasando de cero en 2012 a cinco en 2015), aunque la Comisión nunca ha recurrido al procedimiento de desequilibrio excesivo, lo que plantea dudas sobre la aplicación de este procedimiento y la eficacia de su componente preventivo.

Aplicación insuficiente de las recomendaciones de reforma específicas para cada país

La Comisión concede gran importancia al cumplimiento de los compromisos de política económica al evaluar hasta qué punto son graves los desequilibrios. Aunque la asunción de compromisos creíbles es un paso necesario para emprender reformas, la evaluación de la magnitud de los desequilibrios debería basarse principalmente en las medidas efectivas aplicadas. Experiencias anteriores han demostrado que, muy frecuentemente, las medidas anunciadas no se han puesto en práctica, como confirmó el informe de la Comisión sobre la implementación de las recomendaciones específicas para cada país, lo que plantea dudas en cuanto a los progresos efectuados (véase cuadro B).

En cuanto a los países de la zona del euro, la Comisión considera que ninguno ha aplicado íntegramente las recomendaciones de 2014. Aunque algunos países han intensificado los esfuerzos de reforma, los progresos logrados por la mayoría de ellos han sido bastante limitados (véase cuadro B) y no han sido proporcionales a las vulnerabilidades que aún persisten. En concreto, entre los países que tenían previsto adoptar «medidas decididas» durante el procedimiento relativo a los desequilibrios macroeconómicos de 2014 (esto es, los países de las categorías 4 y 5 del cuadro A), España, Irlanda e Italia implementaron de forma «moderada» la mayor parte de las recomendaciones específicas, mientras que Francia había implementado de forma «limitada» la mayoría de las recomendaciones. Esta valoración parece entrar en contradicción con el llamamiento (reiterado) de la Comisión para que se adopten «medidas decididas» y señala una deficiencia del componente preventivo del procedimiento relativo a los desequilibrios macroeconómicos. Habida cuenta de la necesidad de reducir las vulnerabilidades y de impulsar un crecimiento sostenible en los países anteriormente indicados y en el resto de la zona del euro, la falta de progresos exige una intensificación considerable de los esfuerzos de reforma.

Cuadro B Evaluación de la aplicación de las recomendaciones específicas para cada país de 2014 realizada por la Comisión Europea

Recomendaciones de reforma	BE	BG	HR	CZ	DK	DE	EE	ES	FR	IE	IT	LV	LT	LU	HU	MT	NL	AT	PT	PL	RO	SI	SK	FI	SE	UK
1	Red	Red	Red	Red	Blue	Red	Red	Red	Red	Red	Red	Red	Red	Red	Red	Blue	Red	Red	Red	Red	Red	Red	Red	Red	Red	Red
2	Red	Red	Red	Red	Red	Red	Red	Red	Red	Red	Red	Red	Red	Red	Red	Red	Red	Red	Red	Red	Red	Red	Red	Red	Red	Red
3	Blue	Red	Red	Red	Red	Red	Red	Red	Red	Red	Red	Red	Red	Red	Red	Red	Red	Red	Red	Red	Red	Red	Red	Red	Red	Red
4	Red	Red	Red	Red	Red	Red	Red	Red	Red	Red	Red	Red	Red	Red	Red	Red	Red	Red	Red	Red	Red	Red	Red	Red	Red	Red
5	Red	Red	Red	Red	Red	Red	Red	Red	Red	Red	Red	Red	Red	Red	Red	Red	Red	Red	Red	Red	Red	Red	Red	Red	Red	Red
6	Red	Red	Red	Red	Red	Red	Red	Red	Red	Red	Red	Red	Red	Red	Red	Red	Red	Red	Red	Red	Red	Red	Red	Red	Red	Red
7	Red	Red	Red	Red	Red	Red	Red	Red	Red	Red	Red	Red	Red	Red	Red	Red	Red	Red	Red	Red	Red	Red	Red	Red	Red	Red
8	Red	Red	Red	Red	Red	Red	Red	Red	Red	Red	Red	Red	Red	Red	Red	Red	Red	Red	Red	Red	Red	Red	Red	Red	Red	Red

- Implementadas íntegramente
- Implementadas en su mayor parte
- Implementadas de forma moderada
- Implementadas de forma limitada
- No se han implementado

Fuente: Comisión Europea.

Notas: Para evaluar los progresos realizados en la aplicación de las recomendaciones específicas para cada país de 2014 se utilizan las siguientes categorías: No se han implementado: el Estado miembro no ha anunciado ni adoptado ninguna medida para cumplir las recomendaciones. Esta categoría también es aplicable si un Estado miembro ha encargado a una comisión de estudio que evalúe las posibles medidas. Implementadas de forma limitada: el Estado miembro ha anunciado la adopción de algunas medidas para cumplir las recomendaciones, pero parecen ser insuficientes, o su adopción o aplicación corre peligro. Implementadas de forma moderada: el Estado miembro ha anunciado o adoptado medidas para cumplir las recomendaciones. Las medidas son alentadoras, pero aún no se han aplicado todas y su aplicación no es segura en todos los casos. Implementadas en su mayor parte: el Estado miembro ha adoptado medidas que se han aplicado en su mayoría. Estas medidas están decididamente orientadas a cumplir las recomendaciones. Implementadas íntegramente: el Estado miembro ha adoptado y aplicado adecuadamente medidas para cumplir las recomendaciones.

Es importante utilizar plenamente y con eficacia los instrumentos del procedimiento relativo a los desequilibrios macroeconómicos, incluido su componente corrector, con el fin de reducir los riesgos potenciales para el correcto funcionamiento de la UEM.

EFFECTOS DEL COMERCIO ELECTRÓNICO EN LA INFLACIÓN

Se ha argumentado que el crecimiento del comercio electrónico contribuye a que los precios sean más bajos y, con ello, también a una inflación más reducida. La evidencia empírica disponible hasta la fecha sugiere que el efecto moderador sobre la inflación derivado de la expansión del comercio electrónico es limitado. No obstante, esta conclusión está sujeta a considerable incertidumbre, debido a las limitaciones de datos.

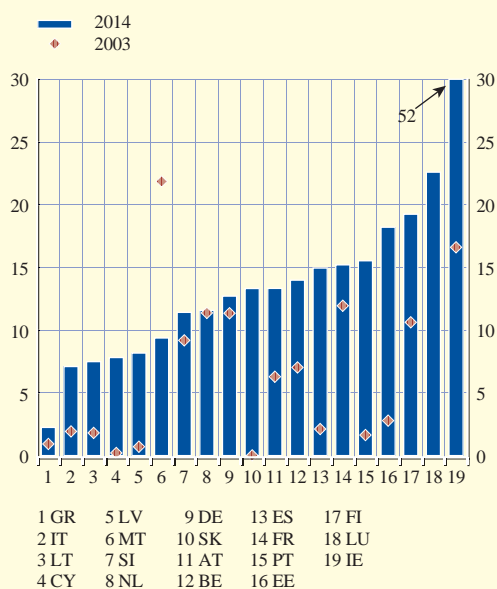
El impacto potencial del comercio electrónico en los precios y la inflación

En general, el término «comercio electrónico» se refiere a la compraventa de bienes o servicios a través de una red electrónica, como Internet. Las transacciones realizadas a través de Internet se han incrementado tanto en el comercio minorista como en el comercio entre empresas.

El crecimiento del comercio electrónico puede reducir los precios principalmente de dos maneras. En primer lugar, en comparación con los canales de distribución convencionales con establecimientos físicos, el comercio electrónico ofrece la posibilidad de ahorrar costes en los mercados mayoristas y minoristas que el comercio minorista, tanto tradicional como electrónico, pueden trasladar a sus clientes. En segundo lugar, el comercio electrónico puede contribuir a que los precios desciendan como consecuencia de la mayor competencia entre proveedores, ya que los clientes pueden buscar cómodamente en Internet mejores ofertas y de este modo obligar a los proveedores tradicionales y electrónicos a mantener bajos los precios. Este último efecto puede reducir los márgenes. Cabe observar que, en ambos casos, los precios pueden reducirse aunque la cuota de mercado del comercio electrónico todavía sea relativamente limitada.

El efecto potencial sobre la inflación derivado del crecimiento del comercio electrónico solo se mantendría hasta que su expansión se haya estabilizado en todos los mercados, para lo que puede ser necesario que transcurra un prolongado período. Las transacciones comerciales electrónicas son una nueva tecnología a la que los mercados deben ajustarse gradualmente. Durante este proceso es posible que las presiones inflacionistas se moderen, pero es de esperar que el impacto disminuya cuando se establezca un nuevo equilibrio¹.

Gráfico A Ventas electrónicas por empresa en porcentaje del volumen de negocio total



Fuentes: Eurostat y Comisión Europea.
 Notas: Todas las empresas, excluidas las del sector financiero (con diez o más empleados). Se incluyen las ventas entre empresas y de empresas a particulares. La primera observación se refiere a 2004 para DE, EE y LT, a 2005 para CY, LV y SK, a 2006 para SI, a 2007 para NL, y a 2008 para MT y FR. La última observación corresponde a 2012 para BE y 2013 para SI. Para LU solo se dispone de datos para 2012.

1 H. Meijers, «Diffusion of the internet and low inflation in the information economy», Information Economics and Policy, vol. 18, 2006, pp. 1-23.

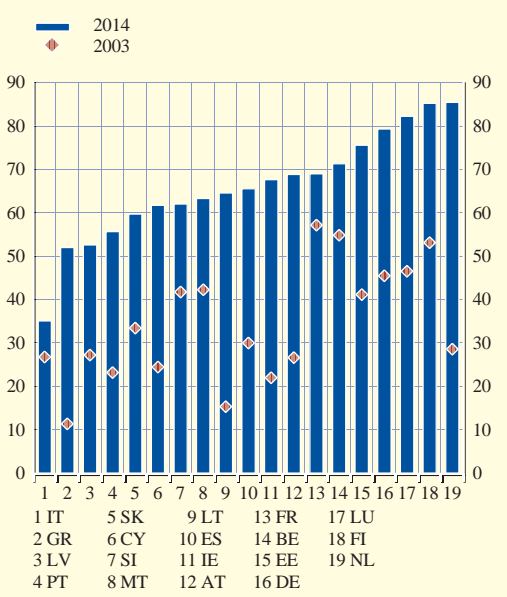
La utilización del comercio electrónico en la zona del euro

En los diez últimos años, el porcentaje de ventas por comercio electrónico a particulares y empresas en el volumen de negocio total ha aumentado en la mayor parte de los países de la zona del euro, aunque todavía se observan diferencias significativas (véase gráfico A)². Las empresas de economías pequeñas y abiertas como Irlanda, Luxemburgo, Eslovaquia y Finlandia registraron el mayor porcentaje de ventas por comercio electrónico en 2014, seguidas de empresas de Alemania, Francia, Bélgica y España. El porcentaje de ventas por Internet en 2014 continuó siendo comparativamente reducido en Grecia, Chipre, Italia y Malta, así como en Letonia y Lituania, con niveles inferiores al 10%. Se ha observado un incremento especialmente marcado de las ventas por comercio electrónico, desde unos niveles de partida bajos en 2003, en los últimos países en incorporarse a la zona del euro (Chipre, Eslovaquia, Estonia, Lituania y Letonia), en los que se ha expandido considerablemente la cobertura de Internet de alta velocidad, así como en España y Portugal.

La menor penetración del comercio electrónico en algunos países puede deberse, en cierta medida, a la existencia de una proporción considerablemente mayor de pequeñas y medianas empresas, que suelen tender a vender menos a través de Internet que las grandes empresas. Además, algunos países de la zona del euro van a la zaga de otros en lo que respecta a un acceso «muy rápido» a Internet.

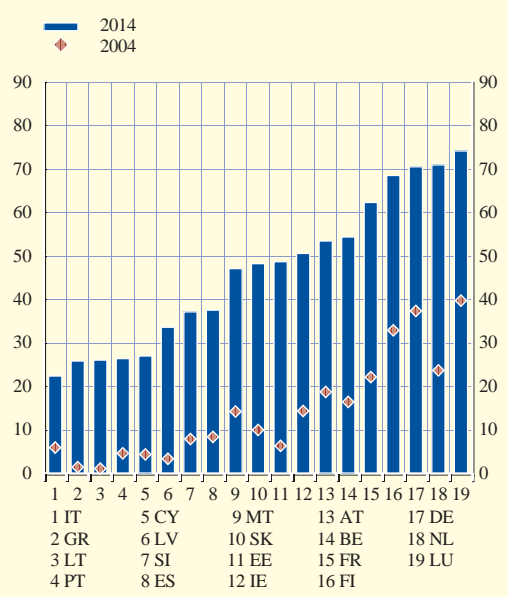
2 Los datos públicos sobre comercio electrónico todavía son escasos. Una fuente de datos es la encuesta anual de Eurostat sobre el uso de TCI en las empresas y los hogares que se realiza desde 2002 y que incluye preguntas sobre el comercio electrónico, y contribuye a la Agenda Digital para Europa de la Comisión Europea, puesta en marcha en 2010.

Gráfico B Porcentaje de personas que buscan información sobre bienes y servicios en Internet



Fuentes: Eurostat y Comisión Europea.
 Notas: Personas de entre 16 y 74 años de edad. La primera observación se refiere a 2004 para CY, SI, SK, EE y LV, a 2005 para BE, IT y MT, y a 2006 para FR.

Gráfico C Porcentaje de personas que compran bienes y servicios a través de Internet



Fuentes: Eurostat y Comisión Europea.
 Notas: Personas de entre 16 y 74 años de edad. La primera observación se refiere a 2005 para BE, IT y MT, y a 2006 para FR.

El porcentaje de personas que utilizan Internet para obtener información sobre bienes y servicios o realizar compras a través de Internet ha aumentado considerablemente en los diez últimos años (véanse gráficos B y C). En todos los países de la zona del euro excepto en Italia, el porcentaje de personas que buscan información en Internet fue superior al 50 % en 2014. Para entonces, también la proporción de personas que adquirirían bienes y servicios a través de Internet se había duplicado, como mínimo, en comparación con 2003.

Evidencia del impacto del comercio electrónico en la inflación

Se deben hacer algunas matizaciones al analizar el impacto del comercio electrónico en la tasa de variación de los precios de consumo. Una de ellas está relacionada con la inclusión de la evolución de los precios en Internet de los productos y servicios incluidos en el IAPC. Los institutos de estadística de la UE incluyen cada vez con mayor frecuencia los precios en Internet al calcular los índices de precios de consumo. En el caso de algunos componentes, como los precios de los hoteles y alojamientos similares, y los de los billetes de avión, la recopilación y el uso de datos de precios disponibles en Internet, en lugar o además de los de las agencias de viaje tradicionales, es una práctica ya consolidada. Al mismo tiempo, la inclusión de los precios de las manufacturas presenta más diferencias entre los institutos de estadística, reflejo asimismo de los distintos hábitos de consumo³. Eurostat, junto con los institutos nacionales de estadística, está trabajando actualmente a fin de establecer un método mejor, más completo y armonizado para plasmar la evolución de los precios en Internet en la elaboración del IAPC.

Cuando un instituto de estadística incorpora más bienes y servicios comercializados por Internet en el IAPC, esta inclusión afecta a la inflación medida por el IAPC en tanto en cuanto los precios de dichos productos y servicios registran variaciones distintas que los de los bienes y servicios no comercializados a través de Internet. Si los precios varían en porcentajes similares en ambos canales de comercialización, la incorporación de los productos comercializados a través de Internet no afectaría de forma perceptible al IAPC. El aumento de la cantidad de productos y servicios adquiridos a través de Internet y las diferencias de precios entre los establecimientos de comercio electrónico y los establecimientos convencionales se reflejan en ajustes del porcentaje de gasto de los respectivos subcomponentes del IAPC.

La evidencia disponible sobre la existencia de un error de medición en los índices de precios de consumo como consecuencia de la incorporación incompleta de las ventas a través de Internet es escasa y no concluyente. Lünnemann y Wintr (2006)⁴ analizan un amplio conjunto de datos microeconómicos de precios y llegan a la conclusión de que las variaciones de los precios de los productos que se comercializan a través de Internet son, en promedio, inferiores a los cambios correspondientes de los precios que figuran en los datos del índice de precios de consumo, lo que apuntaría a un posible error de medición en la inflación medida por el IAPC. En cambio, en un estudio más reciente de Gorodnichenko, Sheremirov y Talavera (2014)⁵ se concluye que los precios del comercio electrónico se ajustan aproximadamente en la misma proporción que los precios del comercio convencional. Por lo tanto, el error de medición de un índice de precios si se excluyen las ventas por Internet debería ser reducido.

3 Para más información sobre cuestiones relacionadas con la medición de la inflación, véase el recuadro 2 titulado «Implications of developments in the retail trade structure for inflation measurement», en el informe *Structural Issues Report*, septiembre de 2011, BCE.

4 P. Lünnemann y L. Wintr «Are internet prices sticky?», *Working Paper Series*, No 645, BCE, junio de 2006.

5 Y. Gorodnichenko, V. Sheremirov y O. Talavera, «Price setting in online markets: does it click?», *NBER Working Papers*, n° 20819, agosto de 2014.

La evidencia sobre los verdaderos efectos del comercio electrónico en las variaciones de los precios de consumo también es escasa, aunque apunta a un impacto reducido en la inflación.

Un estudio anterior de Yi y Choi (2005)⁶ llega a la conclusión de que un aumento anual de 1 punto porcentual del porcentaje de personas que utiliza Internet reduce la tasa de inflación anual entre 0,04 y 0,1 puntos porcentuales. Esta conclusión es básicamente acorde con los resultados de un estudio más reciente realizado por Lorenzani y Varga (2014)⁷, en el que realizan una estimación del impacto de las compras electrónicas de bienes y servicios al analizar el grado de competencia en términos de precios. En este contexto, efectúan una proyección del porcentaje de compras electrónicas de bienes y servicios en el sector minorista correspondiente al año 2010 hasta 2015, y estiman que, en general, dicha evolución podría reducir los aumentos de precios del sector minorista de la UE 27 en su conjunto 0,1 puntos porcentuales al año entre 2011 y 2015. Estas estimaciones están sujetas a una incertidumbre considerable, debido, entre otras cosas, a las limitadas muestras de datos disponibles y a las matizaciones anteriormente mencionadas en relación con la elaboración del índice de precios de consumo. Se dispone de evidencia más concluyente para Estados Unidos en el contexto del «The Billion Prices Project» del Instituto Tecnológico de Massachusetts (MIT) y de sus estadísticas actualizadas periódicamente sobre la evolución de los precios del comercio electrónico y del comercio convencional⁸. Estos datos indican que no hay diferencias notables o sistemáticas entre los índices de precios o las tasas de variación de los precios de los bienes comercializados a través de Internet y los comercializados por los canales tradicionales en Estados Unidos.

6 M.H. Yi y C. Choi, «The effect of the internet on inflation: Panel data evidence», *Journal of Policy Modeling*, vol. 27, 2005, pp. 885-889.

7 D. Lorenzani, y J. Varga, «The Economic Impact of Digital Structural Reforms», *European Commission Economic Papers*, n.º 529 septiembre de 2014.

8 Véase el sitio web de «The Billion Prices Project» en <http://bpp.mit.edu/usa/>

SEGUIMIENTO DE LA EVALUACIÓN DE LOS PROYECTOS DE PLANES PRESUPUESTARIOS PARA 2015

En este recuadro se presenta un resumen del seguimiento de la evaluación de los proyectos de planes presupuestarios para 2015, centrado en los proyectos de siete países que la Comisión Europea consideró, en noviembre de 2014, que corrían el riesgo de incumplir el Pacto de Estabilidad y Crecimiento (PEC)¹. Estos países son Bélgica, Italia, Malta y Austria, sujetos al componente preventivo del Pacto, y Francia, España y Portugal, sometidos al componente corrector. En la reunión del Eurogrupo del 8 de diciembre de 2014, los Gobiernos de estos países se comprometieron a adoptar las medidas que fueran necesarias para asegurar el cumplimiento del PEC. La Comisión anunció asimismo que reconsideraría su posición en lo que respecta al cumplimiento de las obligaciones impuestas en el marco del PEC por parte de Bélgica, Francia e Italia a principios de 2015, a la luz de las leyes presupuestarias ya finalizadas y de la esperada especificación de los programas de reformas estructurales anunciados por los Gobiernos de esos países. Posteriormente, el 13 de enero de 2015, la Comisión publicó una comunicación titulada «Aprovechar al máximo la flexibilidad que ofrecen las actuales disposiciones del Pacto de Estabilidad y Crecimiento», en la que se especificaba y se ampliaba parcialmente el grado de flexibilidad del PEC en cuanto a las condiciones coyunturales, las reformas estructurales y la inversión pública². El 25 de febrero, la Comisión dio a conocer sus decisiones sobre Bélgica, Francia e Italia, y el 27 de febrero publicó un informe tomando como base las previsiones de invierno de 2015, que fue aprobado por el Consejo el 10 de marzo.

Con la excepción de Bélgica, ninguno de los países que se consideraba que corrían el riesgo de incumplir el PEC ha aplicado suficientes medidas para conseguir cerrar la brecha de consolidación identificada por el Eurogrupo en diciembre pasado. Si se consideran los países sujetos al componente corrector, Francia fue instada a adoptar medidas adicionales del 0,5% del PIB, con el fin de que la mejora del saldo estructural prevista en 2015 fuera acorde con el esfuerzo exigido en la recomendación formulada en junio de 2013 en el contexto de Procedimiento de Déficit Excesivo (PDE). No obstante, las previsiones de invierno de 2015 de la Comisión apuntan a que no se ha registrado ninguna mejora con respecto al esfuerzo del 0,3% del PIB conocido cuando tuvo lugar la reunión del Eurogrupo³. Por otra parte, los proyectos de España y Portugal, a los que se había recomendado que adoptaran medidas orientadas a mejorar sus déficits para cumplir los objetivos del PDE para 2015, prevén un ligero descenso de los déficits en 2015, aunque se mantienen por encima de los niveles establecidos como objetivo, mientras que los esfuerzos estructurales también son insuficientes para cumplir las exigencias. En cuanto a los países sometidos al componente preventivo, la mejora del saldo estructural de Italia esperada en 2015 (0,2 puntos porcentuales) sigue siendo inferior al 0,4% del PIB recomendado por el Eurogrupo, y es consecuencia de la disminución de los pagos por intereses. En cambio, se prevé que el esfuerzo estructural de Bélgica aumente en 0,2 puntos porcentuales, como se comprometió en el Eurogrupo. Estos dos países siguen registrando una desviación significativa con respecto al esfuerzo estructural necesario según la regla sobre la deuda. El esfuerzo estructural de Austria se ha reducido en comparación con las previsiones de diciembre, incrementando

- 1 Véase también el recuadro titulado «La evaluación de los proyectos de planes presupuestarios para 2015», *Boletín Mensual*, BCE, diciembre de 2014.
- 2 Véase también el recuadro titulado «Flexibility within the Stability and Growth Pact», *Boletín Económico*, Número 1, BCE, febrero de 2015.
- 3 La Comisión consideró que el proyecto de plan presupuestario presentado el 15 de octubre suponía una mejora del saldo estructural de solo el 0,1% del PIB. El 21 de noviembre, el Gobierno anunció la adopción de medidas adicionales que ascienden al 0,2% del PIB. Estas medidas, que el Eurogrupo tuvo debidamente en cuenta en su declaración del 8 de diciembre, fueron aprobadas por el Parlamento francés el 18 de diciembre de 2014 en el contexto de la adopción de los presupuestos de 2015.

aún más el riesgo de que se desvíe sustancialmente de las exigencias del componente preventivo. Si esto se confirma posteriormente, se podrían adoptar medidas de procedimiento en la primavera de 2016. Por último, en Malta, el riesgo de incumplimiento de las exigencias del componente preventivo del PEC, al que este país quedará sujeto si el Consejo decide que había corregido su déficit excesivo en el plazo fijado, el año 2014, y deroga el PDE correspondiente, se ha reducido gracias a las medidas adoptadas en los presupuestos definitivos para 2015.

El 27 de febrero, la Comisión publicó los resultados de su evaluación del cumplimiento del PEC en Bélgica, Francia e Italia. En informes elaborados de conformidad con el artículo 126, apartado 3, del Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea, la Comisión examinó el incumplimiento del criterio de déficit por parte de Bélgica y del criterio de deuda en Bélgica e Italia. La Comisión se mostró contraria a iniciar un PDE a estos países debido a una serie de factores atenuantes importantes: en el caso de Bélgica e Italia i) el cumplimiento de las exigencias de esfuerzo estructural en el contexto del componente preventivo del PEC (que, en el caso de Italia se han reducido tras la publicación de la comunicación de la Comisión sobre flexibilidad del PEC); ii) unas condiciones económicas desfavorables (esto es, débil crecimiento e inflación reducida) que dificultan el cumplimiento de la regla sobre la deuda, y iii) la aplicación prevista de ambiciosos planes de reformas estructurales orientadas a potenciar el crecimiento presentados por las autoridades. No obstante, en estas evaluaciones no se tuvo en cuenta la insuficiencia de la consolidación fiscal acometida en el período 2014-2015 en relación con las recomendaciones del Consejo de junio de 2014 como factor agravante.

En el caso de Francia, la Comisión tenía que determinar si este país había adoptado medidas efectivas en respuesta a la recomendación del Consejo de que el déficit excesivo debía corregirse para 2015. Tales medidas, junto con una inesperada evolución macroeconómica adversa con importantes repercusiones desfavorables para las finanzas públicas, permitirían que el plazo de corrección del déficit excesivo se amplíe, por norma general, un año. En cambio, si se concluye que un país de la zona del euro no ha adoptado medidas efectivas, el PDE prevé la intensificación del procedimiento mediante el envío de una notificación al país en cuestión⁴ y la aplicación de sanciones económicas en forma de una multa del 0,2% del PIB. Si las circunstancias económicas son excepcionales o el Estado miembro en cuestión presenta una solicitud motivada, la Comisión puede recomendar al Consejo una reducción del importe de la multa o su anulación. Al considerar el período 2013-2014⁵, la Comisión señaló que «la evidencia disponible no permite concluir que no se adoptaron medidas efectivas», y propuso ampliar dos años el plazo de corrección del déficit excesivo (es decir, hasta 2017). El Consejo siguió esta recomendación el 10 de marzo. La senda de ajuste recomendada se concentra en los últimos años, y se ha exigido a Francia que se comprometa a incrementar los esfuerzos de ajuste estructural durante el PDE: el 0,5% del PIB en 2015 (esto es, el nivel mínimo exigido en el contexto del componente corrector y, por lo tanto, inferior al 0,8% del PIB exigido hasta ahora), el 0,8% del PIB en 2016 y el 0,9% en 2017. Tomando como base los procedimientos de déficit excesivo actuales, en 2017 Francia será el único país de la zona del euro sometido a un PDE. Por último, pese al riesgo de incumplimiento de los plazos de corrección del déficit excesivo recomendados por el Consejo, la Comisión no emitió ninguna alerta temprana en forma de recomendación concreta a España o Portugal, en contraposición al año pasado, en el que se formularon recomendaciones a Francia y Eslovenia en situaciones similares.

4 Con arreglo al artículo 126, apartado 9, del Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea.

5 En relación con este período, la evaluación excluyó el último año del PDE, respecto del que la Comisión detectó riesgos de incumplimiento del PEC. Esto supone un contraste con la situación de 2013, cuando el plazo fijado en el PDE se amplió porque se constató que solo se habían adoptado medidas efectivas cuando se incluyó el último año del PDE.

El marco de gobernanza de la UE se ha reforzado con la entrada en vigor, en 2011 y 2013, de nuevos reglamentos conocidos como el «six-Pack» y el «two-Pack», respectivamente. Por lo tanto, el marco se ha mejorado sustancialmente como consecuencia de las importantes lecciones extraídas de la reciente crisis. De especial importancia a este respecto es la introducción de la regla sobre la deuda en el componente corrector, el establecimiento de un procedimiento de desviación significativa en el componente preventivo (que debería contribuir a asegurar que los países realizan avances suficientes hacia la consecución de los objetivos presupuestarios a medio plazo), las modificaciones del proceso de toma de decisiones para aumentar el automatismo en la aplicación de normas y sanciones, y la posibilidad de solicitar la presentación de proyectos de planes presupuestarios revisados y de formular «recomendaciones autónomas» en caso de que exista riesgo de incumplimiento de los objetivos del PDE.

Es importante que las herramientas del marco de gobernanza reforzado se apliquen con eficacia y de forma coherente en el tiempo y en los distintos países. Es fundamental que estas herramientas realmente se utilicen según lo previsto para asegurar situaciones presupuestarias sostenibles en los países de la zona del euro. Solo así podrá actuar el PEC como un ancla para la confianza. A tal fin, la probabilidad de aplicación del procedimiento de desviación significativa previsto en el componente preventivo ha disminuido al reducirse paulatinamente las exigencias de ajuste en los países que afrontan un entorno macroeconómico difícil. El procedimiento de desequilibrio excesivo tampoco se ha activado todavía, pese a haberse detectado desequilibrios excesivos⁶. Por último, la regla sobre la deuda corre el riesgo de dejarse a un lado si realmente se subordina al debilitado marco preventivo, que tras la publicación de la comunicación sobre flexibilidad de la Comisión presta poca atención a las cuestiones relacionadas con la sostenibilidad de la deuda. En definitiva, la aplicación íntegra y coherente de las normas es esencial para la confianza en el marco fiscal europeo.

6 Para más detalles, véase el recuadro titulado «El Procedimiento relativo a los Desequilibrios Macroeconómicos 2015», *Boletín Económico*, Número 2, BCE, marzo de 2015.