



RECUADROS

Recuadro I

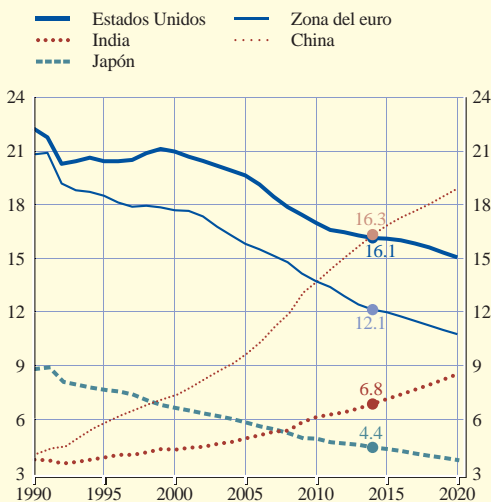
EL RÁPIDO ASCENSO DE INDIA EN LA ECONOMÍA MUNDIAL

En la última década India ha adquirido gradual importancia económica a escala mundial. En términos de paridad del poder adquisitivo (PPA), India ya era en 2014 el tercer país más grande del mundo tras China y Estados Unidos. Dado que muchos analistas esperan que se mantenga el sólido crecimiento en el futuro, la contribución de India al crecimiento económico mundial, y por consiguiente su relevancia para las perspectivas de la zona del euro, podrían aumentar aún más. El presente recuadro tiene por objeto poner en perspectiva la evolución reciente de las políticas de India y evaluar las perspectivas económicas y los retos a los que se enfrenta el país.

India ya desempeña un papel importante en la economía mundial. En 2014, representaba el 6,8 % del PIB mundial en términos de PPA (véase gráfico A) y aportaba la mayor contribución al crecimiento económico mundial después de China (véase gráfico B). Por el contrario, en el comercio mundial y en los mercados financieros India ha desempeñado hasta ahora un papel relativamente menor. En 2013, India concentró menos del 2 % de las exportaciones de la zona del euro y algo más del 2,5 % de las importaciones mundiales, porcentajes que están más en consonancia con su participación en el PIB mundial basándose en los tipos de cambio de mercado. A finales de 2013, India recibía menos del 1 % del saldo mundial de la inversión extranjera directa (IED); en términos de salidas de IED, la participación total del país en el saldo total de IED era incluso menor (véase gráfico C). Su impacto en los mercados de materias primas por el lado de la demanda también ha sido comparativamente reducido, habida cuenta del tamaño de su población. Por ejemplo, su participación en el consumo de energía era hasta hace poco inferior al 5 %, un porcentaje mucho menor que el de China (más del 20 %).

Gráfico A Participación en el PIB mundial

(porcentajes del PIB mundial)

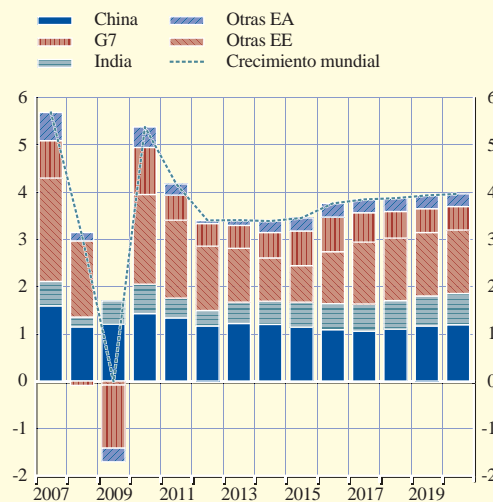


Fuentes: FMI, Perspectivas de la Economía Mundial, abril de 2015, y cálculos del BCE.

Notas: Las participaciones en el PIB se basan en la valoración en paridad del poder adquisitivo del PIB de cada país. Las cifras correspondientes a 2014 aparecen marcadas en el gráfico; los datos de los años posteriores se refieren a proyecciones del FMI.

Gráfico B Contribuciones al crecimiento económico mundial

(tasas de variación; contribuciones en puntos porcentuales)

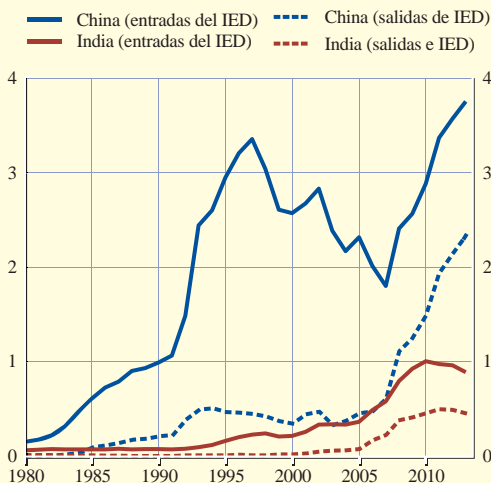


Fuentes: FMI, Perspectivas de la Economía Mundial, abril de 2015, y cálculos del BCE.

Notas: «Otras EA» se refiere a todas las economías avanzadas no pertenecientes al G-7. «Otras EE» incluye todas las economías emergentes, además de India y China. Los datos de 2015 y años posteriores se refieren a proyecciones del FMI.

Gráfico C Participación en el saldo de IED mundial

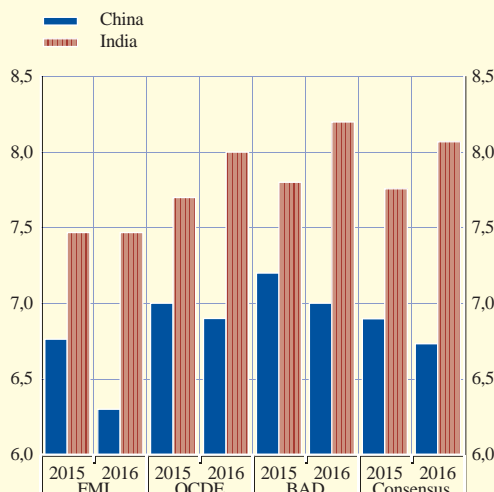
(porcentajes)



Fuente: UNCTAD.

Gráfico D Proyecciones de crecimiento económico para India y China

(tasas de variación interanual)



Fuentes: FMI (Perspectivas de la Economía Mundial, abril 2015), OCDE (Interim Economic Assessment, marzo 2015), Banco Asiático de Desarrollo (Development Outlook, marzo 2015), Consensus Economics, mayo 2015.

NOTA: Las proyecciones del FMI, el Banco Asiático de Desarrollo y Consensus Economics para India se basan en el ejercicio fiscal (es decir, las de 2015 corresponden al ejercicio que comienza en abril de 2015).

Se prevé ampliamente que India adelante a China como la gran economía con crecimiento más rápido este año.

Las perspectivas a corto plazo de India han mejorado, favorecidas en particular por las recientes reformas de las políticas y por los precios más bajos del petróleo, que han ayudado al país a hacer frente a algunas vulnerabilidades macroeconómicas que venía padeciendo desde hace mucho tiempo, entre otras, las elevadas tasas de inflación y los abultados déficits por cuenta corriente y presupuestarios. La inflación medida por los precios de consumo se ha reducido significativamente en los últimos trimestres y se prevé que se mantenga por debajo del 6% hasta finales del ejercicio fiscal en curso (abril de 2015 a marzo de 2016). En un entorno de caída de la inflación, el Banco de la Reserva de India redujo su tipo de interés oficial en dos ocasiones a lo largo de este año hasta situarlo en el 7,5% y se espera que mantenga una orientación acomodaticia de la política monetaria para respaldar el crecimiento. En el futuro, el régimen de objetivos de inflación adoptado recientemente podría contribuir a aumentar la credibilidad de la política monetaria. Los déficits públicos se han reducido en los últimos años: el déficit presupuestario de la Administración Central ha caído hasta el 4,1% del PIB en el último ejercicio fiscal, ya que el Gobierno ha aprovechado la oportunidad brindada por los precios más bajos del petróleo para eliminar algunas subvenciones a los combustibles. El déficit por cuenta corriente también ha descendido, pasando del 4,8% del PIB en 2012 a alrededor del 1,4% en el último ejercicio fiscal. Las recientes reformas de las políticas económicas, incluidos los planes para acelerar la inversión en infraestructuras públicas, parecen haber estimulado la confianza empresarial y de los consumidores respecto a las perspectivas económicas. En este contexto, y con los datos recientes apuntando a un ritmo de crecimiento subyacente más rápido¹,

1 La serie revisada del PIB publicada por la Oficina Central de Estadísticas de India el 30 de enero y el 9 de febrero de este año muestra un ritmo de crecimiento notablemente más sólido en los últimos años. Tras registrar una acusada moderación desde el 11% en 2010 hasta el 5,3% en 2012, se estima que la actividad económica ha repuntado un 6,4% en 2013 y un 7,2% en 2014, lo que supone sendas revisiones al alza de 1,7 y 1,1 puntos porcentuales, respectivamente.

la mayoría de los analistas prevén una aceleración de la tasa de crecimiento de India en los próximos años hasta cerca del 8 %, superando así la de China (véase gráfico D).

De cara al futuro, el potencial de crecimiento económico de India sigue siendo elevado, en la medida en que el país seguirá beneficiándose de un importante dividendo demográfico.

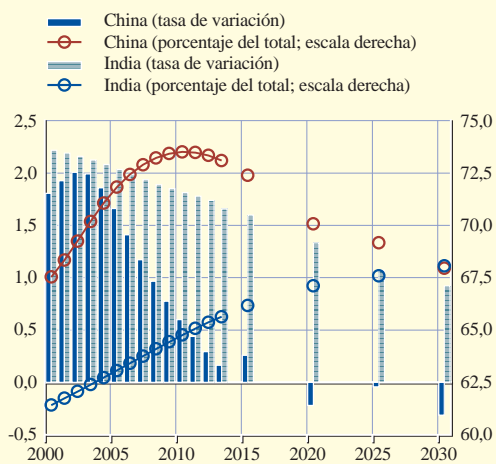
Las tendencias demográficas sugieren que, en 2030, India superará a China como el país más populoso del mundo con la mayor población activa. En ese momento, con más de mil millones de personas en edad de trabajar, la población india de este colectivo sería mayor que la suma de las poblaciones activas de la zona del euro, Estados Unidos e Indonesia (las economías con la tercera, cuarta y quinta poblaciones más grandes, respectivamente). Además, a diferencia de China, se prevé que la población en edad de trabajar de India (como porcentaje de la población total) siga creciendo (véase gráfico E). En consecuencia, la contribución del factor trabajo al crecimiento potencial de India aumentaría gradualmente, según las previsiones, en la próxima década. Por ejemplo, las proyecciones del FMI y de Consensus Economics indican que India registraría un crecimiento medio del PIB del 7,6 % entre 2015 y 2020.

Las perspectivas de India dependen, no obstante, de la capacidad del país para hacer frente a varios desafíos importantes. Las recientes iniciativas en materia de política económica emprendidas por el Gobierno parecen haber estimulado la confianza de los mercados y constituyen una base más sólida para una gestión macroeconómica estable, incluidas unas políticas fiscales saneadas y una atención prioritaria a la estabilidad de precios por parte del banco central. El Gobierno de India ha adoptado también una serie de medidas para mejorar el clima empresarial. La puesta en marcha de reformas estructurales adicionales para hacer frente a los obstáculos heredados que dificultan el crecimiento, incluidas las medidas encaminadas a reducir la burocracia y acelerar la inversión en infraestructuras, podría contribuir a afianzar el sólido ritmo de crecimiento en los próximos años.

Suponiendo que India desarrolle su potencial, podría ganar posiciones en la economía mundial. Dados el rápido crecimiento que registra el país y su creciente participación en el PIB mundial, es probable que aumente su contribución al crecimiento económico mundial. Según las proyecciones más recientes del FMI, se prevé que, para 2018, dicha contribución sea incluso mayor que la suma de las contribuciones del G-7, aunque India seguirá manteniéndose en segundo lugar por detrás de China.

Gráfico E Población en edad de trabajar

(tasas de variación; porcentajes de la población total)



Fuentes: Naciones Unidas y Banco Mundial.
Nota: Los datos de 2015 y años posteriores se refieren a proyecciones.

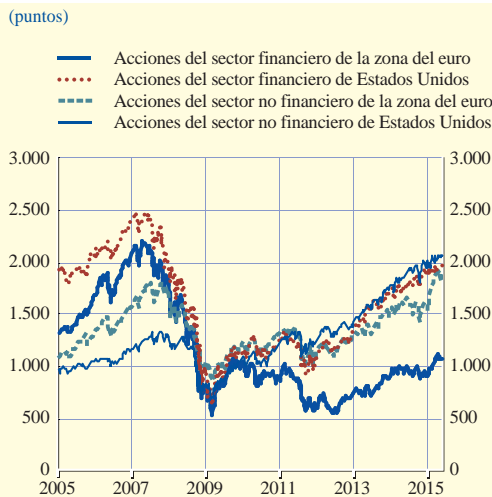
Recuadro 2

EVOLUCIÓN RECIENTE DE LOS PRECIOS DE LAS ACCIONES EN LA ZONA DEL EURO Y EN ESTADOS UNIDOS

Pese a los recientes aumentos, los precios de las acciones de la zona del euro permanecen ligeramente por debajo de los máximos alcanzados antes de la crisis financiera. Las cotizaciones de la zona del euro han ido recuperando el terreno perdido desde mediados de 2012, aunque en un entorno de tímidas perspectivas de crecimiento. Esta tendencia alcista se interrumpió temporalmente durante el segundo semestre de 2014, cuando la preocupación acerca de una doble recesión contuvo los precios de las acciones de la zona del euro (véase gráfico A). En contraposición a la evolución en la zona del euro, el índice bursátil general de Estados Unidos se encuentra muy por encima del nivel registrado antes de la crisis (véase gráfico B).

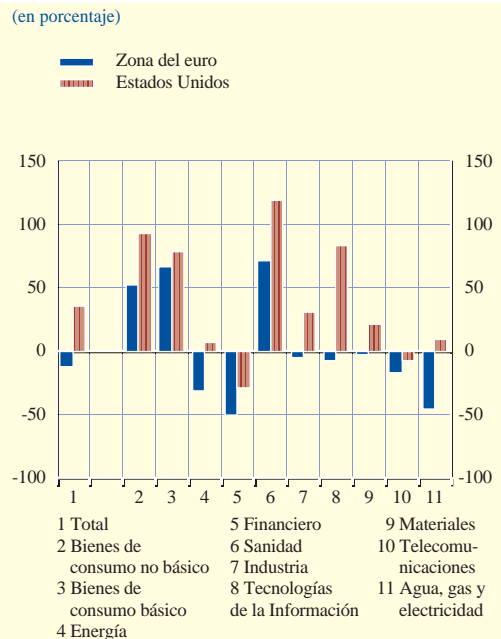
Tanto en la zona del euro como en Estados Unidos, la evolución de las acciones del sector financiero ha sido claramente peor que la de las acciones del sector no financiero. Un desglose sectorial más detallado revela que los avances en las cotizaciones del sector no financiero han sido más fuertes y más generalizados en los distintos subsectores en Estados Unidos que en la zona del euro (véase gráfico B). Ello puede explicarse, fundamentalmente, por el hecho de que la rentabilidad de los recursos propios ha sido más elevada en Estados Unidos que en la zona del euro en los cinco últimos

Gráfico A Precios de las acciones de la zona del euro y de Estados Unidos



Fuentes: Thomson Reuters y cálculos del BCE.
 Notas: Los datos se refieren a las cotizaciones sectoriales de Morgan Stanley Capital International. La observación más reciente corresponde al 29 de mayo de 2015.

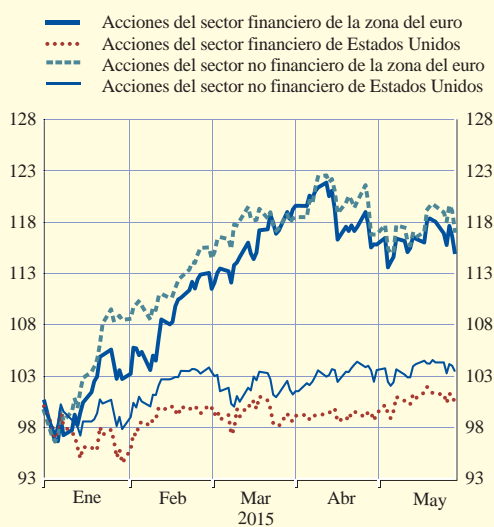
Gráfico B Cotizaciones con respecto al máximo precrisis de julio de 2007



Fuentes: Thomson Reuters y cálculos del BCE.
 Notas: Los datos se refieren a las cotizaciones sectoriales de Morgan Stanley Capital International. Las cotizaciones en Estados Unidos alcanzaron su máximo en octubre de 2007, pero dicho máximo fue solo algo más elevado que el nivel registrado en julio. Para simplificar, se ha tomado el máximo de la zona del euro de julio de 2007 como la fecha común de registro del máximo. La observación más reciente corresponde al 29 de mayo de 2015.

Gráfico C Evolución de las cotizaciones tras el anuncio del programa ampliado de compra de activos

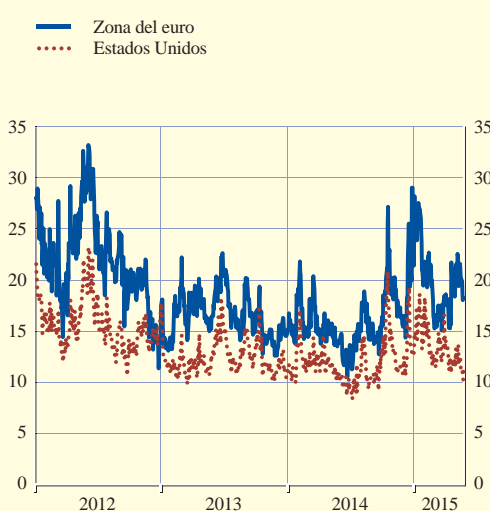
(cambio de base: enero de 2015 = 100)



Fuentes: Thomson Reuters y cálculos del BCE.
Nota: La observación más reciente corresponde al 29 de mayo de 2015.

Gráfico D Volatilidad de los mercados bursátiles

(en porcentaje)



Fuente: Thomson Reuters.
Nota: La observación más reciente corresponde al 29 de mayo de 2015.

años. Además, en el mismo período, los anuncios de resultados en Estados Unidos han sorprendido positivamente en gran medida, mientras que en la zona del euro no han cumplido, por lo general, las expectativas de los mercados.

Tras el anuncio del programa ampliado de compra de activos del BCE en enero de 2015, las cotizaciones han registrado un fuerte avance en la zona del euro. Han aumentado más del 17% desde el comienzo del año, y las subidas han sido generalizadas en los distintos sectores (financiero y no financiero) y jurisdicciones, lo que contrasta con la evolución en Estados Unidos, donde los índices bursátiles se han mantenido planos en gran medida desde que se inició el año (véase gráfico C).

La volatilidad en los mercados de renta variable de la zona del euro también disminuyó tras el anuncio del programa ampliado de compra de activos. Antes del anuncio de este programa, la incertidumbre de los mercados bursátiles de la zona del euro, medida por la volatilidad implícita, estuvo fuertemente influida por el aumento de la aversión al riesgo asociada a la incertidumbre política en Grecia. La incertidumbre de los mercados de renta variable de la zona del euro repuntó hacia mediados de octubre, con el desarrollo de las tensiones políticas en Grecia, y de nuevo a mediados de diciembre, cuando resultó evidente que los debates en el parlamento griego no llevaban a resolver el atolladero político (véase gráfico D). Tras el anuncio del programa ampliado de compra de activos, la volatilidad se redujo.

La volatilidad de los mercados bursátiles de la zona del euro se ha incrementado desde mediados de abril en un entorno de mayor volatilidad en los mercados de deuda soberana de la zona. La mayor volatilidad de los mercados de renta fija de la zona del euro a mediados de abril fue consecuencia, fundamentalmente, del fuerte incremento de las rentabilidades en los plazos más largos de

la curva de rendimientos de la deuda pública de la zona del euro. Este aumento reflejó, sobre todo, una corrección técnica con respecto al acusado descenso registrado tras la fase inicial de aplicación del programa ampliado de compra de activos. Las ventas de bonos también pueden haberse visto intensificadas por el comportamiento gregario de los inversores en un entorno de deterioro de la situación de liquidez.

Se puede utilizar un modelo de descuento de dividendos para identificar mejor los recientes factores impulsores de los precios de las acciones. En este modelo, el precio es el valor descontado de todos los dividendos futuros (D_t), y el factor de descuento es igual al tipo de interés libre de riesgo (r), más una compensación por los riesgos asumidos por los inversores, es decir, la prima de riesgo de las acciones (ERP), de forma que:

$$P = E \left\{ \sum_{t=1}^{\infty} \frac{D_t}{(1 + r + ERP)^t} \right\}$$

Para que este modelo sea operativo, es necesario formular hipótesis sobre la trayectoria futura de los dividendos. Siguiendo el modelo propuesto por Fuller y Hsia¹, puede presuponerse que el crecimiento de los dividendos se desarrollará en tres etapas. En la primera, que se supone que dura cuatro años, se espera que los dividendos crezcan a una tasa de g_s . La segunda etapa es un período intermedio (que se supone que dura ocho años) en el que se espera que el crecimiento de los dividendos se ajuste de forma lineal a una tasa de crecimiento constante a largo plazo, g_L , que se supone que se mantiene durante la tercera etapa, que es infinita. Con estas hipótesis, Fuller y Hsia muestran que los precios de las acciones pueden calcularse de manera aproximada aplicando la siguiente fórmula:

$$P = D \frac{(1 + g_L) + 8(g_s - g_L)}{r + ERP - g_L}$$

Se supone que g_s es equivalente a las previsiones de crecimiento del beneficio por acción de los analistas, mientras que g_L se aproxima por la tasa de crecimiento futura del PIB a largo plazo publicada por Consensus Economics².

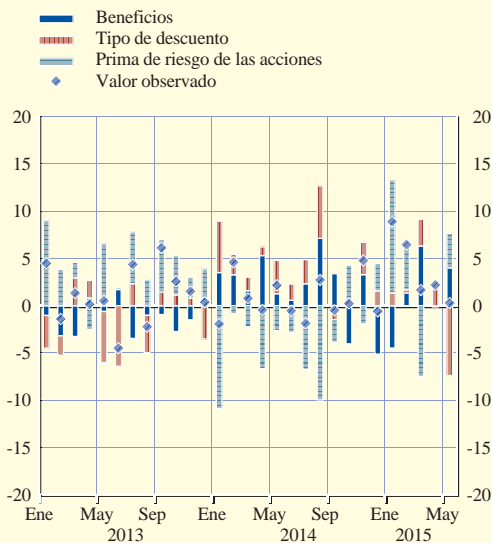
El avance de las cotizaciones de la zona del euro en los primeros meses de 2015 se debió, sobre todo, al mayor apetito por el riesgo y a la reducción de los tipos de descuento. El análisis del modelo de descuento de dividendos mostrado en los gráficos E y F revela que, durante la mayor parte de 2014, el impacto positivo sobre las cotizaciones de la mejora de las expectativas de beneficios y de la disminución del factor de descuento fue contrarrestado por el aumento de la aversión al riesgo (medida como un incremento en la prima de riesgo de las acciones) que, en consecuencia, hizo que los precios de las acciones prácticamente no variaran. Este escenario se invirtió en enero y en febrero de 2015, tras el anuncio del programa ampliado de compra de activos, que provocó una reducción de la aversión al riesgo, con el consiguiente fuerte impulso a las cotizaciones. Además, las estimaciones del modelo sugieren que al menos parte del alza que experimentaron los precios de las acciones a principios de año se debió a la depreciación del euro y a la debilidad de los precios del petróleo.

1 Véase R. J. Fuller y C. Hsia, «A Simplified Common Stock Valuation Model», *Financial Analysts Journal*, vol. 40, septiembre-octubre 1984, pp. 49-56.

2 En este recuadro, g_s se fija al mismo nivel que las previsiones de crecimiento del beneficio por acción a entre tres y cinco años vista («largo plazo») de los analistas de I/B/E/S (Institutional Brokers' Estimate System). Se asume que el tipo de interés libre de riesgo, r , es el tipo *swap* del eonia a diez años. Dado el nivel actual del precio de las acciones P y el nivel de los dividendos D , la prima de riesgo de las acciones, ERP , puede calcularse utilizando la fórmula.

Gráfico E Descomposición de las variaciones de las cotizaciones de las sociedades no financieras de la zona del euro utilizando el modelo de descuento de dividendos

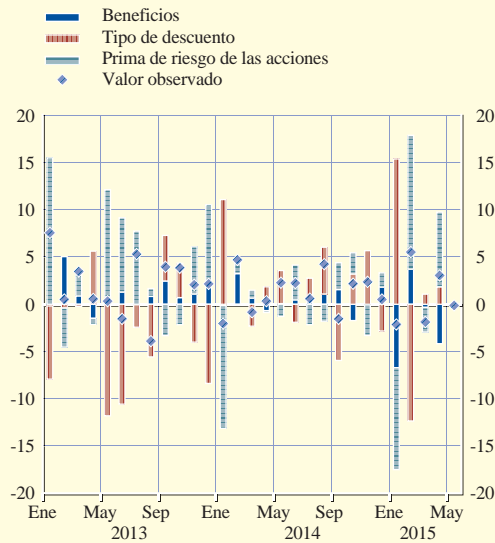
(porcentajes y contribuciones en puntos porcentuales; variaciones intermensuales)



Fuentes: Thomson Reuters y cálculos del BCE.

Gráfico F Descomposición de las variaciones de las cotizaciones de las sociedades no financieras de Estados Unidos utilizando el modelo de descuento de dividendos

(porcentajes y contribuciones en puntos porcentuales; variaciones intermensuales)



Fuentes: Thomson Reuters y cálculos del BCE.

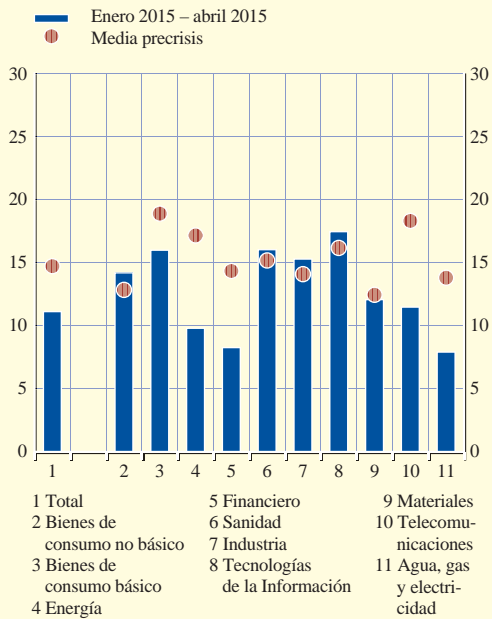
Esta situación contrastó con la de Estados Unidos, donde los desfavorables datos económicos de enero de 2015 también tuvieron su reflejo en una caída de las expectativas de beneficios y solo un ligero avance de las cotizaciones (véase gráfico F). El impacto sobre las cotizaciones se mantuvo relativamente contenido únicamente porque la publicación de datos desfavorables se tradujo en una reducción del tipo de descuento, debido al probable aplazamiento del endurecimiento de la política monetaria. El reciente repunte de la volatilidad de los mercados de renta fija de la zona del euro, que resultó en un aumento del tipo de descuento, se refleja en el discreto comportamiento de los precios de las acciones de la zona del euro en mayo de 2015.

De cara al futuro, las perspectivas de crecimiento a largo plazo en la zona del euro continúan siendo relativamente débiles y siguen limitando el comportamiento de las cotizaciones en la zona del euro en comparación con Estados Unidos. Aunque los datos macroeconómicos publicados recientemente han sido mejores de lo esperado, las perspectivas de reactivación del crecimiento del producto potencial de la zona del euro son aún débiles. Esto influye negativamente en las expectativas de los analistas sobre el crecimiento de los beneficios a largo plazo, siendo las expectativas a largo plazo relativas a la rentabilidad de los recursos propios mucho más bajas en la zona del euro que en Estados Unidos (véanse gráficos G y H) y permaneciendo también por debajo de los niveles medios registrados antes de la crisis.

En conjunto, a pesar del avance sostenido de las cotizaciones de la zona del euro desde mediados de 2012, y del aumento más acusado que han registrado recientemente tras el anuncio del programa ampliado de compra de activos, los precios de las acciones de la zona del euro permanecen en niveles inferiores al máximo alcanzado antes de la crisis. Las ratios precio/beneficio

Gráfico G Rentabilidad esperada de los recursos propios de la zona del euro a más de dos años vista

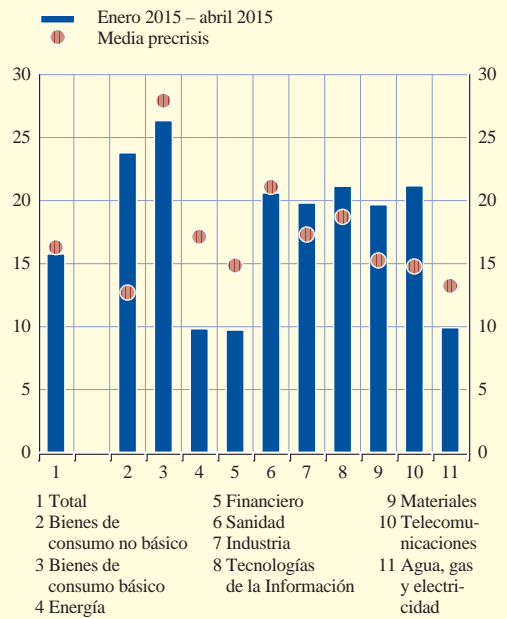
(en porcentaje)



Fuentes: Thomson Reuters y cálculos del BCE.
 Notas: La rentabilidad esperada de los recursos propios se calcula a partir de las series de la ratio precio/beneficio y la ratio precio/valor en libros de los índices de Morgan Stanley Capital International. La media precrisis se refiere al período comprendido entre enero de 1999 y junio de 2007.

Gráfico H Rentabilidad esperada de los recursos propios de Estados Unidos a más de dos años vista

(en porcentaje)



Fuentes: Thomson Reuters y cálculos del BCE.
 Notas: La rentabilidad esperada de los recursos propios se calcula a partir de las series de la ratio precio/beneficio y la ratio precio/valor en libros de los índices de Morgan Stanley Capital International. La media precrisis se refiere al período comprendido entre enero de 1999 y junio de 2007.

se mantienen próximas a sus medias a largo plazo, o por debajo de ellas, en la mayoría de los sectores. En comparación con Estados Unidos, las cotizaciones de la zona del euro continúan registrando una evolución peor, ya que la preocupación por las perspectivas de crecimiento potencial de la zona del euro sigue frenando las expectativas de beneficios.

Recuadro 3

SITUACIÓN DE LIQUIDEZ Y OPERACIONES DE POLÍTICA MONETARIA EN EL PERÍODO COMPRENDIDO ENTRE EL 28 DE ENERO DE 2015 Y EL 21 ABRIL DE 2015

En este recuadro se describen las operaciones de política monetaria del BCE realizadas durante los dos primeros períodos de mantenimiento de 2015, comprendidos entre el 28 de enero y el 10 de marzo de 2015 y entre el 11 de marzo y el 21 de abril de 2015, respectivamente¹. 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 %, respectivamente². El 25 de marzo de 2015 se liquidó la tercera operación de financiación a plazo más largo con objetivo específico (TLTRO, en sus siglas en inglés), en la que se adjudicaron 97,8 mm de euros, frente a los 82,6 mm de euros y los 129,8 mm de euros adjudicados en la primera y segunda operación, respectivamente³. Además, el 9 de marzo de 2015, el Eurosistema empezó a adquirir valores del sector público como parte de su programa ampliado de compra de activos (APP, en sus siglas en inglés). Este programa ampliado está integrado por el programa de compras de valores del sector público (PSPP, en sus siglas en inglés), el tercer programa de adquisiciones de bonos garantizados (CBPP3, en sus siglas en inglés), y el programa de compras de bonos de titulización de activos (ABSPP, en sus siglas en inglés)⁴.

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, se redujeron 23,5 mm de euros con respecto al período de referencia anterior, comprendido entre el 12 de noviembre de 2014 y el 27 de enero de 2015, hasta situarse, en promedio, en 582,2 mm de euros. Este descenso se debió a que los factores autónomos se redujeron, situándose en una media de 473,1 mm de euros.

La reducción de los factores autónomos fue resultado, principalmente, del aumento de los factores de inyección de liquidez. Entre estos factores, los activos exteriores netos se incrementaron 35,6 mm de euros, en promedio, hasta situarse en 607,6 mm de euros, fundamentalmente como consecuencia de la revaloración de las carteras en esos tres meses, que fueron considerables debido a la depreciación del euro. Las variaciones observadas en los activos exteriores netos quedaron parcialmente compensadas por las variaciones de otros factores autónomos.

1 Desde enero de 2015, la duración de los períodos de mantenimiento se amplía a seis semanas para adaptarlos a los cambios introducidos en el calendario de reuniones del Consejo de Gobierno. Para más información, véase: http://www.bde.es/f/webbde/GAP/Secciones/SalaPrensa/ComunicadosBCE/DecisionesPoliticaMonetaria/14/Arc/Fic/pm140703_1.pdf

2 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.

3 Para más información sobre las dos primeras 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, noviembre de 2014, p. 35, que puede consultarse en: <http://www.bde.es/f/webbde/SES/Secciones/Publicaciones/PublicacionesBCE/BoletinMensualBCE/14/Fich/bm1412.pdf>, y el recuadro titulado «Situación de liquidez y operaciones de política monetaria en el período comprendido entre el 12 de diciembre de 2014 y el 27 de enero de 2015», *Boletín Económico*, BCE, Número 2, 2015, p. 43 (que puede consultarse en: <http://www.bde.es/f/webbde/SES/Secciones/Publicaciones/PublicacionesBCE/BoletinEconomicoBCE/02/Fich/bebce1502.pdf>).

4 En el sitio web del BCE puede consultarse información detallada sobre el programa ampliado de compra de activos (<http://www.ecb.europa.eu/mopo/implement/omt/html/index.en.html>).

Por lo que respecta a los factores de absorción de liquidez, la disminución de los depósitos de las Administraciones Públicas se ralentizó, situándose, en promedio en 66,1 mm de euros, frente a los 68,3 mm de euros del período de referencia anterior. Desde la reducción del tipo de interés de la facilidad de depósito hasta el -0,20 % en septiembre de 2014, estos depósitos han seguido una tendencia continuada a la baja, ya que la introducción de un tipo de interés negativo para la facilidad de depósito y la adopción de una nueva Decisión sobre la remuneración de los depósitos de las Administraciones Públicas⁵, proporcionaron incentivos a los Tesoros nacionales para reducir sus saldos de efectivo. No obstante, esta tendencia se invirtió en el segundo período de mantenimiento de 2015 cuando estos depósitos registraron un aumento, ya que la persistente caída de los tipos de interés de mercado limitó las alternativas de inversión del efectivo de los Tesoros. Los billetes en circulación se incrementaron 14,5 mm de euros, en promedio, tras el aumento habitual de la demanda durante el período de Semana Santa, pero también como consecuencia de algunos factores específicos de cada país.

La volatilidad de los factores autónomos siguió aumentando durante el período analizado. La mayor volatilidad fue resultado, principalmente, de los movimientos observados en los activos exteriores netos en vista de las revalorizaciones trimestrales de activos en moneda extranjera, pero también de variaciones en los activos netos denominados en euros como consecuencia de la mayor volatilidad de los depósitos del exterior en el Eurosistema. Al mismo tiempo, la volatilidad de la demanda de billetes disminuyó con respecto al período de referencia anterior, en el que la demanda durante la temporada de Navidad provocó una volatilidad transitoria.

El error medio absoluto de las previsiones semanales sobre los factores autónomos se redujo durante el período analizado, de 8,7 mm de euros a 5,4 mm de euros, principalmente como resultado de la disminución de los errores de predicción relacionados con los depósitos de las Administraciones Públicas. No obstante, siguió siendo difícil anticipar la actividad inversora de los Tesoros nacionales en un entorno con unos tipos de interés del mercado monetario a corto plazo cada vez más negativos y de aumento del exceso de liquidez.

Inyección de liquidez

El volumen medio de liquidez proporcionado a través de las operaciones de mercado abierto —operaciones de subasta y compras simples— se incrementó en 13,3 mm de euros durante el período analizado, hasta situarse en 771,9 mm de euros. Este incremento tuvo su origen en el aumento registrado, en promedio, en las carteras en firme (de 48,6 mm de euros) que superó el descenso observado, en promedio, en los fondos obtenidos en las operaciones de subasta (que ascendió a 35,3 mm de euros).

La liquidez proporcionada mediante operaciones de subasta descendió hasta un promedio de 511,2 mm de euros, frente a los 546,5 mm de euros del período anterior. Este descenso fue consecuencia, fundamentalmente, del reembolso anticipado y del vencimiento de las dos OFMPL a tres años durante el primer período de mantenimiento, que se tradujo en una absorción de liquidez por importe de 182 mm de euros. Con todo, una parte de esta cantidad se vio compensada por las operaciones regulares de inyección de liquidez, la OPF y las OFPML a tres meses. Cabe señalar que en la TLTRO de marzo se inyectaron 97,8 mm de euros en el sistema bancario.

⁵ Disponible en: https://www.ecb.europa.eu/ecb/legal/pdf/oj_jol_2014_168_r_0015_es_txt.pdf

Además, la liquidez proporcionada a través de carteras en firme aumentó en promedio en 48,6 mm de euros como consecuencia de la ejecución del APP ampliado. El aumento de la liquidez proporcionada, en promedio, a través de los programas PSPP, CBPP3 y ABSPP (22 mm de euros, 30,4 mm de euros y 2,7 mm de euros, respectivamente) compensó 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.

Cuadro EUROSISTEMA - situación de liquidez

	28 ene. a 21 abr.		12 nov. a 27 ene.		Segundo período de mantenimiento		Primer período de mantenimiento	
Pasivo - Necesidades de liquidez (medias; mm de euros)								
Factores autónomos de liquidez	1.601,6	(+4,5)	1.597,1	1.627,1	(+51,1)	1.576,0	(-27,6)	
Billetes en circulación	1.010,7	(+14,5)	996,2	1.015,9	(+10,6)	1.005,4	(-0,2)	
Depósitos de las AAPP	66,1	(-2,1)	68,3	70,2	(+8,0)	62,1	(-4,2)	
Otros factores autónomos	524,8	(-7,9)	532,6	541,0	(+32,5)	508,5	(-23,2)	
Instrumentos de política monetaria								
Cuentas corrientes	243,6	(+25,8)	217,8	261,8	(+36,5)	225,3	(-10,9)	
Exigencias de reservas mínimas	109,1	(+0,9)	106,3	110,6	(+3,0)	107,5	(+1,3)	
Facilidad de depósito	55,5	(+13,6)	41,9	68,6	(+26,2)	42,4	(-7,9)	
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	1.128,7	(+30,7)	1.098,0	1.162,2	(+66,9)	1.095,3	(-3,4)	
Activos exteriores netos	607,6	(+35,6)	572,0	625,9	(+36,7)	589,2	(+12,8)	
Activos netos denominados en euros	521,1	(-4,8)	526,0	536,3	(+30,2)	506,0	(-16,1)	
Instrumentos de política monetaria								
Operaciones de mercado abierto	771,9	(+13,3)	758,6	795,6	(+47,3)	748,3	(-43,0)	
Operaciones de subasta	511,2	(-35,3)	546,5	505,0	(-12,6)	517,5	(-55,9)	
OPF	130,7	(+17,4)	113,3	118,9	(-23,7)	142,6	(+23,6)	
Operaciones de financiación con plazo especial	0,0	(+0,0)	0,0	0,0	(+0,0)	0,0	(+0,0)	
OFPML a tres meses	96,9	(+53,5)	43,4	108,4	(+23,1)	85,3	(+36,3)	
OFPML a tres años	38,6	(-197,8)	236,4	0,0	(-77,2)	77,2	(-134,3)	
OFPML con objetivo específico (TLTRO)	245,1	(+91,6)	153,4	277,7	(+65,2)	212,4	(+18,5)	
Carteras en firme	260,7	(+48,6)	212,1	290,6	(+59,8)	230,8	(+12,9)	
Primer programa de adquisiciones de bonos garantizados	26,5	(-2,6)	29,0	26,0	(-1,0)	27,0	(-1,8)	
Segundo programa de adquisiciones de bonos garantizados	11,9	(-0,9)	12,8	11,5	(-0,8)	12,3	(-0,5)	
Tercer programa de adquisiciones de bonos garantizados	55,4	(+30,4)	25,0	63,6	(+16,3)	47,2	(+16,7)	
Programa para los mercados de valores	141,1	(-3,0)	144,1	140,8	(-0,5)	141,3	(-2,8)	
Programa de adquisición de bonos de titulización de activos	3,8	(+2,7)	1,2	4,7	(+1,7)	3,0	(+1,3)	
Programa de compras de valores del sector público	22,0	(+22,0)	0,0	44,0	(+44,0)	0,0	(+0,0)	
Facilidad marginal de crédito	0,3	(-0,1)	0,4	0,2	(-0,2)	0,4	(-0,1)	
Otra información relativa a la liquidez (medias; mm de euros)								
Necesidades de liquidez agregadas	582,2	(-23,5)	605,7	575,8	(-12,8)	588,6	(-23,0)	
Factores autónomos	473,1	(-26,3)	499,4	465,2	(-15,7)	481,0	(-24,3)	
Exceso de liquidez	181,6	(+28,7)	153,0	209,4	(+49,7)	159,8	(-20,0)	
Evolución de los tipos de interés (porcentajes)								
OPF	0,05	(+0,00)	0,05	0,05	(+0,00)	0,05	(+0,00)	
Facilidad marginal de crédito	0,30	(+0,00)	0,30	0,30	(+0,00)	0,30	(+0,00)	
Facilidad de depósito	-0,20	(+0,00)	-0,20	-0,20	(+0,00)	-0,20	(+0,00)	
Eonia medio	-0,045	(-0,014)	-0,031	-0,061	(-0,033)	-0,029	(+0,019)	

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).

Exceso de liquidez

El exceso de liquidez se incrementó en 28,7 mm de euros y se situó, en promedio, en 181,6 mm de euros en el período analizado, registrándose diferencias significativas entre los dos períodos de mantenimiento. En el primer período, el nivel de exceso de liquidez se redujo hasta situarse, en promedio, en 159,8 mm de euros, principalmente como consecuencia del vencimiento de las dos OFPML a tres años. En ese período de mantenimiento, el exceso de liquidez fluctuó entre 139,2 mm de euros y 198,4 mm de euros. Por el contrario, en el segundo período de mantenimiento, el exceso de liquidez aumentó de forma considerable, situándose en 209,4 mm de euros, en promedio, debido fundamentalmente a la liquidación de la tercera TLTRO y a las compras de bonos en el marco del APP ampliado. Durante ese período, el exceso de liquidez pasó de un mínimo de 150,6 mm de euros a un máximo de 273,2 mm de euros.

En vista del aumento del exceso de liquidez, los saldos diarios en cuenta corriente se incrementaron notablemente con respecto al período anterior, un promedio de 25,8 mm de euros, hasta situarse en 243,6 mm de euros. El uso de la facilidad de depósito también siguió aumentando, desde 41,9 mm de euros, en promedio, a 55,5 mm de euros. En el período analizado, el recurso relativo a la facilidad de depósito aumentó marginalmente, hasta alcanzar el 29 % del exceso de reservas⁶, frente a un promedio del 27 % durante el período de referencia anterior.

Evolución de los tipos de interés

El eonia se situó, en promedio, en -2,9 puntos básicos y -6,1 puntos básicos en el primer y segundo período de mantenimiento, respectivamente. El descenso del eonia fue consecuencia de la continuidad de la transmisión del recorte de los tipos de interés de septiembre de 2014 a los tipos de interés a corto plazo, del aumento gradual del exceso de liquidez y de la creciente aceptación de la posibilidad de transmitir a la base de depósitos el tipo de interés negativo aplicado a la facilidad de depósito.

⁶ Saldos medios en cuenta corriente por encima de las exigencias de reservas mínimas.

Recuadro 4

EVOLUCIÓN RECIENTE DE LA BALANZA POR CUENTA CORRIENTE EN PAÍSES DE LA ZONA DEL EURO QUE REGISTRABAN ABULTADOS DÉFICITS ANTES DE LA CRISIS

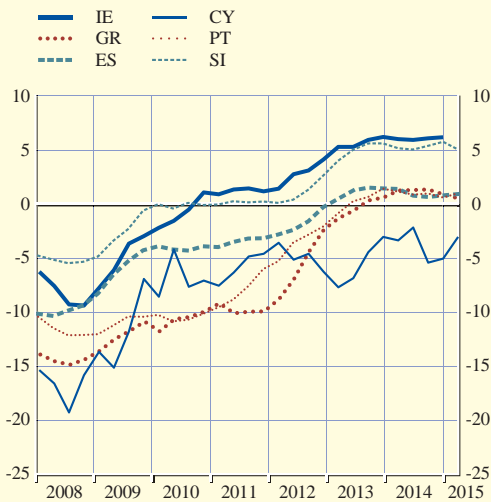
Varios países de la zona del euro han experimentado un proceso de reequilibrio externo. En los años que culminaron en la crisis financiera global se registraron déficits por cuenta corriente especialmente abultados en Irlanda, Grecia, España, Chipre, Portugal y Eslovenia¹. Entre 2008 y 2013, la balanza por cuenta corriente de estas economías experimentó una corrección significativa y, en la mayoría de los casos, pasó a registrar un superávit. A continuación, se analiza con más detalle la evolución más reciente de la balanza por cuenta corriente en este grupo de países².

En 2014, la corrección de la balanza por cuenta corriente en las economías de la zona del euro que registraban abultados déficits antes de la crisis llegó a su fin e incluso se revirtió ligeramente en algunos países (véase gráfico A). En Irlanda, Grecia y Eslovenia, la balanza por cuenta corriente prácticamente no experimentó variación en 2014 con respecto al año anterior. En España y Portugal registró un ligero deterioro de 0,6 y 0,8 puntos porcentuales del PIB, respectivamente. El deterioro fue más pronunciado en Chipre (2 puntos porcentuales), aunque se corrigió en parte en el primer trimestre de 2015. Con la excepción de Chipre, todos los países considerados siguieron registrando superávits por cuenta corriente. Por consiguiente, se mantienen en su mayoría las mejoras obtenidas en la cuenta corriente entre 2008 y 2013 por los países que registraban abultados déficits antes de la crisis.

1 En este recuadro se centra la atención en los países que, en 2008, registraban déficits por cuenta corriente superiores al 4% del PIB y que habían adoptado el euro antes de ese año. Chipre se incluye en este grupo porque había recibido asistencia financiera de la UE y del FMI.
 2 En relación con el primer período posterior a la crisis, véanse los recuadros titulados «Progress in the current account adjustment in the euro area in 2012», *Boletín Mensual*, BCE, julio 2013, y «To what extent has the current account adjustment in the stressed euro area countries been cyclical or structural?», *Boletín Mensual*, BCE, enero 2014.

Gráfico A Balanza por cuenta corriente

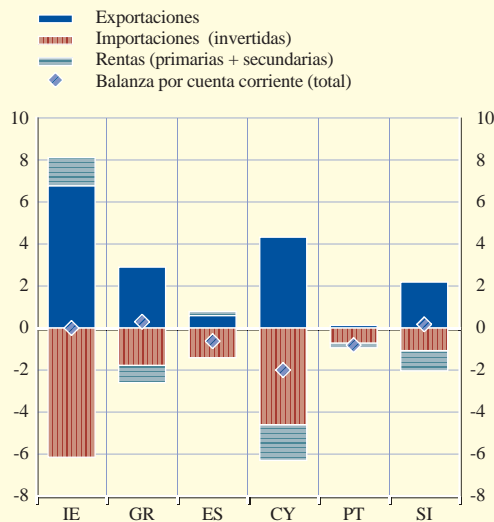
(en porcentaje del PIB; media de cuatro trimestres)



Fuentes: BCE y Eurostat.
 Nota: la observación más reciente corresponde al primer trimestre de 2015, salvo en el caso de Irlanda (cuarto trimestre de 2014).

Gráfico B Desagregación de la variación de la balanza por cuenta corriente en relación con el PIB entre 2013 y 2014

(puntos porcentuales)



Fuentes: BCE y Eurostat.
 Nota: Una contribución negativa de las importaciones indica un aumento de las importaciones en relación con el PIB.

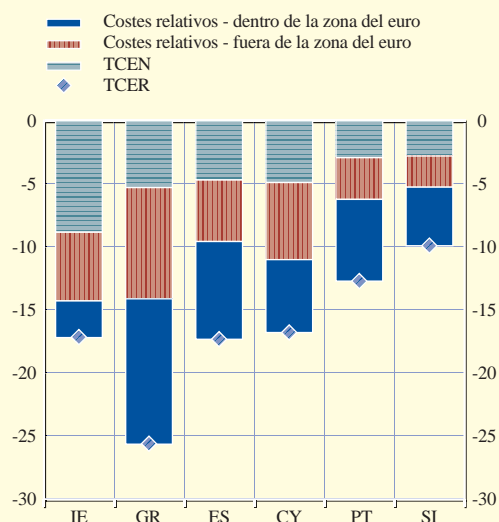
La evolución reciente de la balanza por cuenta corriente refleja principalmente una recuperación de las importaciones impulsada por la demanda, que ha contrarrestado la continua expansión de las exportaciones. En 2014, las exportaciones aumentaron en la mayoría de los países, especialmente en Irlanda, en un contexto de fortalecimiento de la demanda externa (véase gráfico B). No obstante, las importaciones también se recuperaron de su persistente debilidad, lo que puede explicarse, en parte, por un gradual repunte del crecimiento de la demanda interna. En Chipre, Grecia, Eslovenia y, en menor medida, en Portugal también influyó el deterioro de la cuenta agregada de rentas primarias y rentas secundarias³. En Chipre, este tuvo su origen, principalmente, en un déficit incipiente en la cuenta de rentas de la inversión directa, en Grecia en un deterioro de la cuenta de rentas secundarias y, en Eslovenia, en un aumento generalizado del déficit en concepto de rentas de la inversión.

Considerando el período comprendido entre 2009 y 2014, el impacto a la baja sobre la cuenta corriente de la estabilización de la demanda interna se compensó en parte con mejoras sostenidas de los precios relativos y los costes y con un descenso de los precios del petróleo. En comparación con 2009 (cuando el tipo de cambio efectivo nominal del euro alcanzó su valor máximo), los tipos de cambio efectivos reales de los países que registraban abultados déficits por cuenta corriente antes de la crisis, deflactados por los costes laborales unitarios, se han depreciado entre un 10% y un 30% (véase gráfico C). En el caso de Irlanda, la mayor parte de la depreciación real observada desde 2009 es atribuible a las caídas del tipo de cambio efectivo nominal, mientras que, en los otros países, la depreciación ha reflejado, principalmente, ajustes de los costes laborales unitarios en relación con los otros países de la zona del euro y con el resto del mundo. Con la excepción de Eslovenia, los países que registraban abultados déficits por cuenta corriente antes de la crisis ya han corregido en gran medida las pérdidas de competitividad de costes, medidas por el tipo de cambio efectivo real deflactado por los CLU, registradas frente a la zona del euro entre 1999 y el inicio de la crisis. Sin embargo, la transmisión desde los costes laborales unitarios a los precios industriales y de exportación sigue siendo incompleta, debido a factores tales como la persistencia de las barreras a la competencia en los mercados de productos y los aumentos de los impuestos indirectos.

En 2014 el descenso de los precios del petróleo también respaldó las balanzas por cuenta corriente de los países de la zona del euro que registraban abultados déficits antes de la crisis. Los precios más bajos del petróleo tienden a rebajar la factura del crudo y, por ende, a reducir el déficit estructural en el comercio de productos derivados del petróleo. Entre el último trimestre de

Gráfico C Desagregación de la variación del tipo de cambio efectivo real 2009-2014

(en porcentaje; puntos porcentuales)



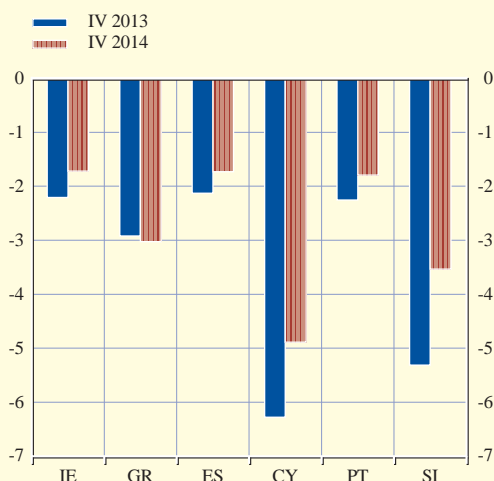
Fuente: BCE.

Nota: El gráfico muestra el tipo de cambio efectivo real (TCER), deflactado por los costes laborales unitarios, frente a los otros países de la zona del euro y las monedas del grupo TCE-20. Un descenso del TCER corresponde a una mejora de la competitividad de costes.

³ La cuenta de rentas primarias registra, principalmente, las rentas de la inversión y la remuneración de los asalariados. Las rentas secundarias muestran las transferencias corrientes, como los ingresos provenientes del presupuesto comunitario de la UE.

Gráfico D Balanza comercial del petróleo

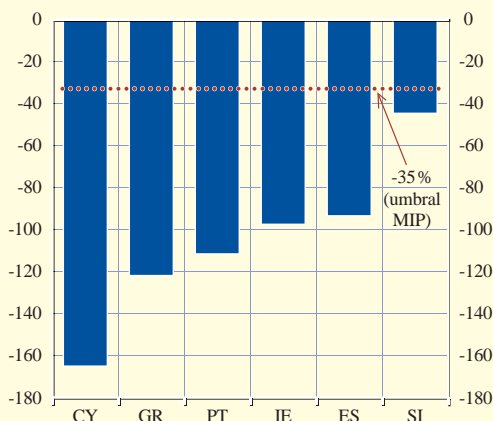
(en porcentaje del PIB)



Fuente: Eurostat.
 Nota: Los datos corresponden a la categoría 33 de la CUCI, es decir, petróleo, productos derivados del petróleo y productos conexos.

Gráfico E Posición de inversión internacional neta en 2014

(en porcentaje del PIB)



Fuente: Eurostat.
 Nota: La línea horizontal corresponde al umbral indicativo de -35% del PIB utilizado en el procedimiento de desequilibrio macroeconómico (MIP).

2013 y el último trimestre de 2014, los saldos negativos del petróleo se redujeron significativamente en todos los países, salvo en Grecia (véase gráfico D), compensándose en parte los efectos derivados de los precios más bajos con el aumento de las importaciones reales de productos derivados del petróleo debido a un repunte de la demanda interna⁴. Las mejoras resultantes en la balanza comercial del petróleo fueron particularmente notables en Chipre y Eslovenia (en torno a 1,5-2 puntos porcentuales del PIB), pero también dignos de mención en Irlanda, España y Portugal (alrededor de 0,4-0,5 puntos porcentuales), países en los que los efectos positivos de la caída de los precios del petróleo sobre la balanza por cuenta corriente quedaron contrarrestados, en parte, por los aumentos de las importaciones reales de petróleo y productos derivados del petróleo impulsados por la demanda.

Los abultados y persistentes desequilibrios en los saldos requieren un reequilibrio externo sostenido. Pese al ajuste de los flujos observado en los últimos años, los países que contabilizaban abultados déficits por cuenta corriente antes de la crisis siguen registrando pasivos exteriores netos muy superiores al 35 % del PIB. Este umbral se utiliza en el contexto del procedimiento de desequilibrio macroeconómico para señalar posibles desequilibrios en los saldos externos susceptibles de aumentar la vulnerabilidad en presencia de futuras perturbaciones. En la mayoría de los países objeto del estudio los pasivos exteriores netos alcanzan o incluso sobrepasan niveles próximos al 100 % del PIB (véase gráfico E). Para reducir estos desequilibrios en los saldos se requieren mejoras sostenidas de la balanza por cuenta corriente combinadas con un sólido crecimiento del PIB nominal a medio plazo.

4 Grecia —y, en menor medida, Portugal— cuentan con industrias de refino de petróleo y, por lo tanto, registran simultáneamente importaciones y exportaciones de petróleo y productos conexos, como destilados de petróleo ligero.

Recuadro 5

EL SEGUIMIENTO DE LA TRANSMISIÓN DEL TIPO DE CAMBIO A LA INFLACIÓN MEDIDA POR EL IAPC

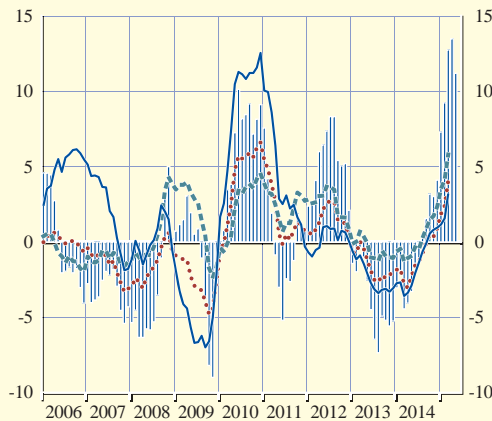
La depreciación que ha experimentado el euro desde mediados de 2014 ha desempeñado un papel importante en la configuración de las perspectivas actuales de la inflación medida por el IAPC de la zona del euro. En términos nominales efectivos, en mayo de 2015, el tipo de cambio se situaba aproximadamente un 10 % por debajo del nivel de diciembre de 2014 y alrededor de un 15 % por debajo del de marzo de 2014, cuando alcanzó un máximo en el anterior episodio de apreciación. En este recuadro se analiza la evolución reciente de los precios de importación y de los precios industriales como parte de la habitual transmisión desfasada e incompleta de los movimientos del tipo de cambio a los precios finales de consumo.

La transmisión de las variaciones del tipo de cambio a la inflación medida por el IAPC puede realizarse a través de diversos canales. Si se considera el reciente episodio de depreciación del euro, el primer canal es el impacto directo en el IAPC a través de la cadena minorista, ya que los bienes de consumo final importados se encarecen. El segundo canal, que es indirecto, refleja el aumento de los costes resultante del mayor precio de los bienes intermedios importados que se propaga a las diferentes fases de la producción nacional de bienes intermedios y bienes de consumo final. El tercer canal, que también es indirecto, hace sentir su efecto a través de presiones inflacionistas que son consecuencia, en última instancia, del estímulo que una moneda más débil representa para la actividad económica y la renta.

Gráfico A Precios de las importaciones de bienes intermedios y de consumo

(tasas de variación interanual)

- TCEN-19 (invertido)
- Precios de las importaciones de países de fuera de la zona del euro: industria, excluidas la energía y la construcción
- - - - Precios de las importaciones de países de fuera de la zona del euro: bienes de consumo no alimenticio
- Precios de las importaciones de países de fuera de la zona del euro: bienes intermedios

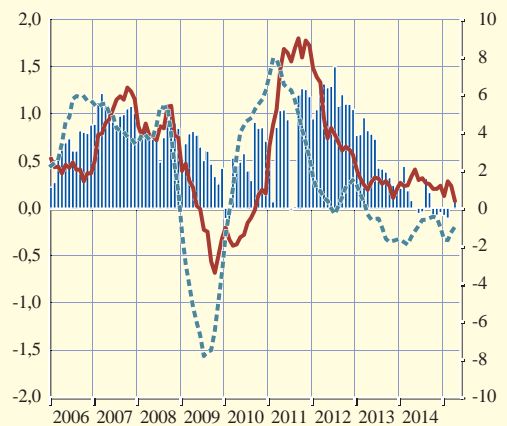


Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.
Nota: Las observaciones más recientes corresponden a mayo de 2015 para el tipo de cambio efectivo nominal y a marzo de 2015 para los precios de las importaciones.

Gráfico B Precios industriales de los bienes intermedios y de consumo

(tasas de variación interanual)

- Bienes industriales no energéticos medidos por el IAPC (escala izquierda)
- Índice de precios industriales - bienes de consumo no alimenticio (escala izquierda)
- - - - Índice de precios industriales - bienes intermedios (escala derecha)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.
Nota: Las observaciones más recientes corresponden a abril de 2015 (mayo de 2015 para los bienes industriales no energéticos medidos por el IAPC).

Los precios de importación de los bienes de consumo y de los bienes intermedios se han incrementado considerablemente en los últimos meses.

La tasa de variación interanual de los precios de importación de bienes de consumo, excluidos los alimentos, procedentes de países no pertenecientes a la zona del euro se situó en el 5,8% en marzo de 2015 (véase gráfico A). Este aumento fue muy superior al registrado en los precios de importación entre países de la zona del euro y, dado que la tasa de variación de los precios de producción en la economía mundial ha tendido a moderarse en los últimos meses, estas comparaciones sugieren que la fase alcista de los precios de las importaciones de países de fuera de la zona básicamente reflejó el fuerte impacto al alza de la depreciación del euro que comenzó en la primavera de 2014. La tasa de variación interanual de los precios de importación de los bienes intermedios también ha experimentado un acusado aumento desde la primavera de 2014. Es probable que esto señale, una vez más, un fuerte impacto del tipo de cambio, habida cuenta de que los precios del petróleo y de las materias primas, que desempeñan un importante papel en la fabricación de bienes intermedios, han tendido a descender desde entonces.

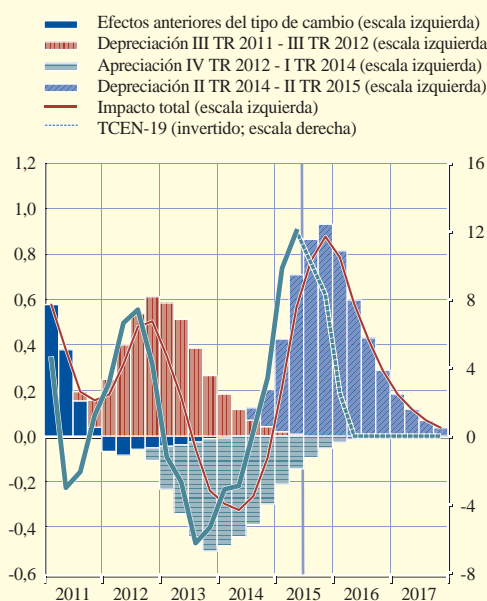
En cambio, los precios industriales interiores aún no han mostrado señales de recuperación perceptible (véase gráfico B). Los precios industriales dependen no solo de los precios de los bienes intermedios importados, sino también de la evolución de los costes laborales y no laborales internos, así como del comportamiento las empresas al ajustar sus márgenes en respuesta a la evolución de los costes. En este contexto, la importancia de los bienes intermedios importados tiende a disminuir a lo largo del proceso de producción. En consecuencia, la sensibilidad de los precios industriales ante variaciones de los precios de los bienes intermedios importados tiende a ser relativamente alta en los sectores de bienes intermedios, pero más retardada y moderada en el caso de los sectores de bienes de consumo¹. Por lo tanto, por el momento, la persistente moderación observada en la evolución de los precios industriales interiores de los bienes de consumo es coherente con la transmisión habitual de las variaciones del tipo de cambio a los precios que se deja sentir durante las primeras fases del proceso de producción y determinación de precios.

La transmisión del tipo de cambio a la inflación medida por el IAPC debería ser más perceptible en los próximos trimestres.

La evidencia basada en modelos sugiere que puede haber un desfase de varios trimestres entre las variaciones del tipo de cambio y su impacto en la inflación medida por el IAPC. Esto refleja el tiempo que transcurre hasta que los precios de importación se transmiten a las distintas fases del proceso de producción y fijación de precios, y hasta que las presiones

Gráfico C Transmisión del tipo de cambio a la inflación medida por el IAPC

(puntos porcentuales; tasas de variación interanual)



Fuentes: BCE y cálculos del BCE. Notas: Los cálculos se basan en una versión actualizada del modelo presentado en el Documento de Trabajo n.º 243 del BCE. La observación más reciente para el tipo de cambio efectivo nominal corresponde al segundo trimestre de 2015. Se supone que el TCEN se mantiene en este nivel hasta 2017.

¹ Véase E. Hahn, «The impact of exchange rate shocks on sectoral activity and prices in the euro area», *Working Paper Series*, n.º 796, BCE, agosto de 2007.

inflacionistas se dejan sentir en la economía interna como consecuencia de efectos en la actividad y en la renta inducidos por el tipo de cambio. Además, se estima que solo alrededor del 15 % de los bienes industriales no energéticos de la cesta del IAPC son productos de consumo directamente importados. Habida cuenta de los retrasos que se producen en la transmisión, los movimientos de los tipos de cambio pueden generar efectos alcistas y bajistas que se solapan. Por ejemplo, los impactos de la reciente depreciación del euro se solapan con los efectos desinflacionistas retardados de la apreciación del euro entre finales de 2012 y la primavera de 2014. Por lo tanto, si no se producen nuevas variaciones del tipo de cambio, es posible que el efecto más pronunciado de la reciente depreciación en la inflación no sea evidente hasta finales de 2015 (véase gráfico C)².

La transmisión de la depreciación del euro ha pasado a ser claramente ostensible en los pronunciados aumentos de los precios de importación. En consonancia con una transmisión generalmente retardada de las variaciones del tipo de cambio, el impacto sobre los precios de producción y de consumo debería ser más evidente en los próximos trimestres. El hecho de que este impacto de la transmisión última a los precios de consumo presente un retardo y sea más moderado es un rasgo característico del proceso de producción y fijación de precios.

2 Véase E. Hahn, «Pass-through of external shocks to euro area inflation», *Working Paper Series*, n.º 243, BCE, julio de 2003. Las funciones impulso-respuesta utilizadas en el gráfico C se basan en una versión actualizada del modelo utilizado en el estudio mencionado. Las respuestas son comparables con las de otros modelos en términos de magnitud y distribución en el tiempo. Sin embargo, se debe tener presente que, en cada momento, la transmisión puede ser distinta de las elasticidades medias en función del tipo de causa subyacente del movimiento del tipo de cambio.

Recuadro 6

FINANCIACIÓN NO BANCARIA DE LAS SOCIEDADES NO FINANCIERAS DE LA ZONA DEL EURO DURANTE LA CRISIS

La crisis financiera ha generado preocupación en el sentido de que las sociedades no financieras de la zona del euro puedan depender excesivamente de las entidades de crédito para su financiación externa. Esto ocurre sobre todo en el caso de las pequeñas y medianas empresas (pymes) y de las empresas de mediana capitalización (midcaps), que suelen tener escaso acceso directo a los mercados de capitales y dependen de la financiación bancaria efectiva, además de la financiación mediante acciones y otras fuentes de financiación no bancaria. La fuerte dependencia que tienen las pymes y las midcaps de la financiación bancaria las ha dejado más expuestas a las debilidades post-crisis y las necesidades de desapalancamiento del sector bancario de la UE. Este recuadro se centra en la financiación de las sociedades no financieras (SNF) en general, con una comparación de las pymes y las midcaps con las grandes empresas en el período de crisis comprendido entre 2009 y 2014, basada en los resultados de la encuesta del Banco Central Europeo y la Comisión Europea sobre el acceso a la financiación de las empresas (SAFE, en sus siglas en inglés)¹. En concreto, en el recuadro se muestra que, durante el período de crisis, las «empresas con restricciones de crédito» —aquellas que en la SAFE indicaron que tenían un acceso limitado a los préstamos bancarios— tendieron a recurrir a la financiación no bancaria (crédito comercial, *leasing*) con mayor frecuencia que las empresas sin restricciones de crédito. Sin embargo, parece que las empresas de los países más afectados por la crisis hallaron más dificultades para realizar este cambio de fuente de financiación.

Sobre la base de la SAFE es posible calcular el porcentaje de SNF de la zona del euro de diferentes tamaños que recurren a diversos instrumentos de financiación (véase el cuadro siguiente). En la SAFE se pregunta a las empresas si utilizaron determinados instrumentos de financiación en el período de seis meses anterior². Estos instrumentos abarcan desde fuentes internas (beneficios no

1 Puede consultarse la SAFE en la siguiente dirección: <http://www.ecb.europa.eu/stats/money/surveys/sme/html/index.en.html>.
 2 Para acceder a análisis previos que utilizan información obtenida de la SAFE, véase la presentación realizada por C. O’Toole, «SME lifecycle and non-bank financing in Europe: what determines usage?», en el seminario del BCE sobre el acceso de las pymes a la financiación titulado: SMEs’ access to finance: the role of financial and non-financial intermediaries and capital markets, 11 de diciembre de 2014.

Utilización de instrumentos de financiación por parte de las sociedades no financieras

(medias porcentuales con respecto al total de la muestra en el período 2009-2014)

	Microempresas	Pequeñas empresas	Empresas medianas	Grandes empresas
Beneficios no distribuidos	24	30	38	46
Subvenciones/préstamos subvencionados	12	16	20	22
Descubiertos bancarios	38	43	40	42
Préstamos bancarios	28	39	43	48
Crédito comercial	26	30	35	38
Otros préstamos	9	12	19	28
Leasing	19	40	50	56
Valores representativos de deuda	1	1	1	4
Financiación <i>mezzanine</i>	1	2	4	6
Acciones	4	6	8	9

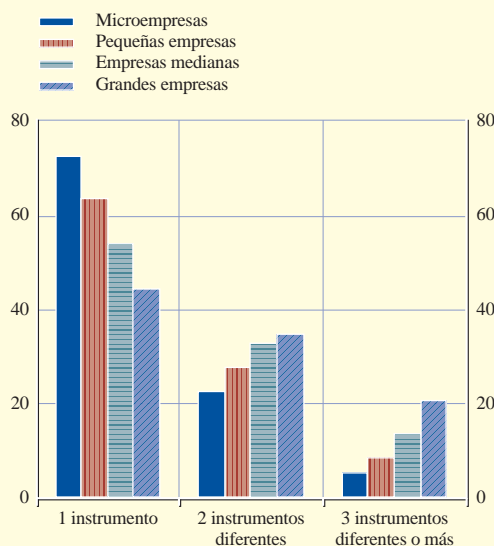
Fuentes: Encuesta del BCE y la Comisión Europea sobre el acceso a la financiación de las empresas.
 Notas: El tamaño de la empresa se define en términos del número de empleados, considerándose microempresas aquellas que tienen entre uno y nueve empleados, pequeñas empresas, las que poseen entre diez y 49 empleados, empresas medianas, entre 50 y 249 empleados, y grandes empresas, 250 empleados o más. «Otros préstamos» son préstamos (excluido el crédito comercial) de sociedades vinculadas o accionistas, familiares y amigos. Las «subvenciones/préstamos subvencionados» suponen el apoyo de fuentes públicas en forma de garantías, préstamos a tipos de interés reducidos, etc. Los «descubiertos bancarios» incluyen excedidos en líneas o en tarjetas de crédito. La «financiación *mezzanine*» comprende préstamos subordinados, préstamos participativos o instrumentos de financiación similares.

distribuidos), subvenciones/préstamos bancarios subvencionados y financiación bancaria (líneas de crédito, descubiertos, tarjetas de crédito y préstamos) hasta diversas fuentes de financiación externa no bancaria, como el crédito comercial, otros préstamos (por ejemplo, de una sociedad vinculada), *leasing*, emisión de deuda, financiación *mezzanine* y acciones.

Los instrumentos bancarios, como las subvenciones/préstamos subvencionados, los descubiertos y los préstamos bancarios, se utilizan en mayor medida que los instrumentos de financiación en los mercados, como valores representativos de deuda, financiación *mezzanine* y acciones. Las empresas, especialmente las de gran tamaño, también recurren a los beneficios no distribuidos (véase el cuadro). Aunque el *leasing* parece ser el instrumento más usado, al menos por parte de las medianas y grandes empresas, no es necesariamente el más importante en términos de volumen o de financiación de nuevas inversiones. En la mayoría de los instrumentos existe un patrón claro: el porcentaje de utilización aumenta con el tamaño de la empresa. Esto confirma que las grandes empresas suelen tener un acceso mejor y más diversificado a las distintas fuentes de financiación. También resulta interesante observar que, de todos los instrumentos de financiación externa, las microempresas y las pequeñas empresas se inclinan por los instrumentos bancarios a corto plazo, como las líneas de crédito, los descubiertos bancarios y las tarjetas de crédito, seguidos de los

Gráfico A Porcentaje de SNF que utilizan diferentes instrumentos externos no bancarios

(porcentajes de respuestas con respecto al total de la muestra en el período 2009-2014)

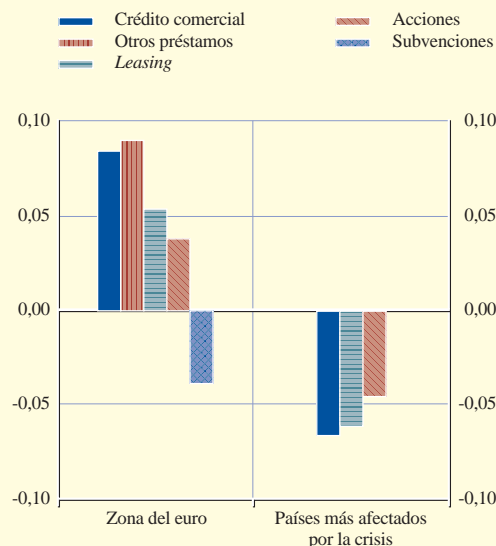


Fuente: Encuesta del BCE y la Comisión Europea sobre el acceso a la financiación de las empresas.

Notas: El tamaño de la empresa se define en términos del número de empleados, considerándose microempresas aquellas que tienen entre uno y nueve empleados, pequeñas empresas, las que poseen entre diez y 49 empleados, empresas medianas, entre 50 y 249 empleados, y grandes empresas, 250 empleados o más. Los instrumentos de financiación no bancarios son: el crédito comercial, otros préstamos, el *leasing*, los valores representativos de deuda, la financiación *mezzanine* y las acciones.

Gráfico B Probabilidad de que las SNF con restricciones de crédito utilicen instrumentos externos no bancarios

(estimaciones basadas en regresiones de mínimos cuadrados)¹⁾



Notas: La variable dependiente es una binaria que toma valor 1 si la empresa ha utilizado una fuente de financiación específica en los seis meses anteriores, y valor 0 en caso contrario. El período de estimación es 2009-2014 para once países de la zona del euro. Solo se indican los coeficientes significativos a efectos estadísticos.

1) Las estimaciones se basan en regresiones ponderadas de mínimos cuadrados (véase el informe sobre los resultados de la SAFE en <http://www.ecb.europa.eu/stats/money/surveys/sme/html/index.en.html> para obtener una explicación de las ponderaciones utilizadas en la encuesta). Las regresiones incluyen efectos fijos de país-sector y efectos fijos temporales y los errores son robustos. El número de observaciones oscila entre 39.949 para el *leasing* y 18.242 para las acciones.

préstamos bancarios, el crédito comercial y el *leasing*, mientras que las medianas y las grandes empresas recurren con mayor frecuencia al *leasing*, y en segundo lugar a los préstamos bancarios (a largo y a corto plazo) y al crédito comercial.

La proporción de SNF que utilizan más de una fuente de financiación externa no bancaria aumenta con el tamaño de la empresa. De todas las empresas que usan fuentes de financiación externa no bancaria, el 57 % recurrió a una sola fuente y el resto, a dos como mínimo. Las empresas micro (72 %), pequeñas (64 %) y medianas (54 %) utilizaron principalmente un instrumento de financiación no bancario (véase gráfico A). Sin embargo, más de la mitad de las grandes empresas (56 %) recurrió a al menos dos fuentes de financiación no bancaria. La diferencia se incrementa con el tamaño: por ejemplo, el 13 % de las empresas medianas y el 21 % de las grandes empresas indicaron que utilizaban simultáneamente tres o más fuentes de financiación externa no bancaria, mientras que este porcentaje se reduce al 9 % en el caso de la pequeñas empresas y al 5 % en el de las microempresas.

El análisis econométrico proporciona más información sobre la utilización de fuentes de financiación externa no bancaria durante la crisis. Para investigar los factores determinantes del uso de la financiación no bancaria, se estima una regresión de una variable ficticia, que toma valor 1 si la empresa ha utilizado una fuente de financiación externa no bancaria específica en los seis meses anteriores, o valor 0 en caso contrario, sobre un conjunto de factores. Se incluyen factores idiosincrásicos de la empresa relativos a su demografía y su situación financiera y factores relacionados con la financiación bancaria, como los costes de los préstamos bancarios y los criterios de aprobación de los préstamos, y un indicador de las restricciones del crédito bancario³. Estas variables resultan particularmente útiles para detectar posibles relaciones de sustitución entre fuentes bancarias y no bancarias. Además, se tienen en cuenta las variables de cada país relacionadas con la actividad real (crecimiento del PIB y tasa de paro) y se distingue entre los países menos afectados por la crisis (Bélgica, Alemania, Francia, Países Bajos, Austria y Finlandia) y los más duramente afectados por ella (Irlanda, Grecia, España, Italia y Portugal).

Generalmente, las empresas con restricciones financieras han sido más propensas a recurrir a la financiación no bancaria, como el crédito comercial y el *leasing*. El gráfico B muestra los coeficientes estimados del análisis econométrico. En cuanto a las empresas que señalaron un acceso restringido a los préstamos bancarios, los resultados muestran que tuvieron mayor propensión a recurrir a la financiación no bancaria (crédito comercial y *leasing*) que las empresas que no indicaron restricciones (coeficientes positivos en el panel izquierdo). El coeficiente relativo al uso de las acciones también es significativo desde el punto de vista estadístico y existe evidencia de que las empresas con restricciones de crédito recurrieron menos a las subvenciones, lo que indica que a las empresas a las que ya se les habían denegado préstamos bancarios les resultó difícil beneficiarse de programas públicos destinados a obtener préstamos bancarios garantizados. Además, las empresas con restricciones de crédito de los países más afectados por la crisis tuvieron mayor dificultad para pasar de los préstamos bancarios a otras fuentes de financiación que las empresas con el mismo tipo de restricciones de otros países (coeficientes negativos en el panel derecho).

3 La variable dependiente es una categórica que toma valor 1 si la empresa ha utilizado una fuente de financiación específica en los seis meses anteriores, y valor 0 en caso contrario. Las variables independientes controlan el tamaño, la antigüedad, la cifra de negocios, si las empresas son independientes o familiares, y su situación financiera en términos de ventas y rentabilidad, recursos propios e historial crediticio. Todas las variables se obtienen de la encuesta.

En conjunto, los resultados del análisis confirman que las sociedades no financieras, y sobre todo las pymes, recurren en menor medida a fuentes de financiación en los mercados que a la financiación bancaria. Aunque los mercados de capitales representan una importante fuente de financiación alternativa para las sociedades no financieras, son accesibles principalmente para las grandes empresas con elevada calificación crediticia y ubicadas por lo general en países más grandes con mercados financieros más desarrollados. A menos que las sociedades no financieras, y especialmente las pymes, tengan acceso a fuentes de financiación alternativas, cualquier disminución del crédito bancario producirá probablemente un efecto negativo en su capacidad para financiar su inversión. Con la armonización de las políticas de los mercados financieros y el favorecimiento de un cambio hacia la financiación en los mercados, la iniciativa de la Comisión Europea de un mercado único de capitales hará que las pymes europeas sean más resistentes a perturbaciones en la oferta de crédito bancario y ayudará a reducir los obstáculos a su acceso a la financiación.

Recuadro 7

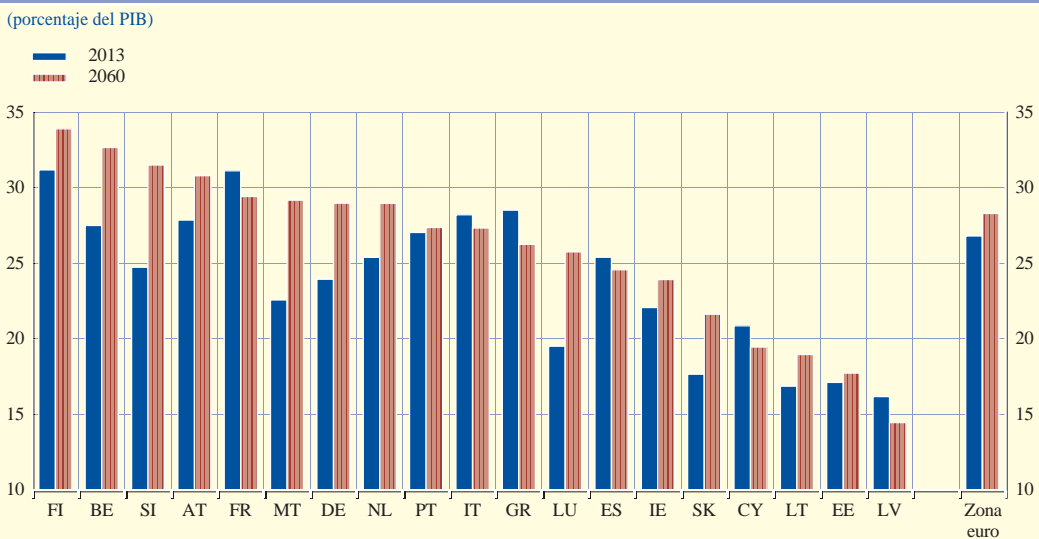
EL INFORME SOBRE ENVEJECIMIENTO 2015: ¿CUÁL SERÁ EL COSTE DEL ENVEJECIMIENTO EN EUROPA?

Europa se enfrenta a un reto demográfico. Se prevé que la tasa de dependencia de los mayores, es decir, el porcentaje de la población de más de 65 años sobre la población en edad de trabajar, casi se duplique en la zona del euro, pasando de la tasa actual de alrededor del 29% a más del 50% en 2060. Si no se aplican reformas estructurales adecuadas, el envejecimiento demográfico tendrá consecuencias adversas para la sostenibilidad de las finanzas públicas, especialmente en el largo plazo. Además, dado que se proyecta que la población activa disminuya, se espera que el envejecimiento frene el crecimiento potencial del PIB. Debido a su impacto adverso en la sostenibilidad de las finanzas públicas y el crecimiento potencial, el envejecimiento también es importante para la política monetaria.

En este recuadro se presentan un resumen y una valoración de los principales resultados de las proyecciones del Informe sobre envejecimiento 2015 para los países de la zona del euro. El Informe sobre envejecimiento 2015, publicado el 12 de mayo de 2015, es el más reciente de los informes que el Grupo de Trabajo sobre Envejecimiento del Comité de Política Económica elabora cada tres años. El informe proporciona proyecciones a largo plazo, para todos los países de la UE y para el período 2013-2060, sobre los costes totales relacionados con el envejecimiento y sus componentes, esto es, pensiones, atención sanitaria, cuidados de larga duración, educación y prestaciones por desempleo. Las proyecciones se basan en una metodología común y en un conjunto de supuestos demográficos y macroeconómicos.

Se prevé que los costes totales asociados al envejecimiento demográfico en la zona del euro se incrementen durante el horizonte de proyección, aunque se observan diferencias sustanciales entre países. Según el Informe sobre envejecimiento 2015, los costes totales ligados al envejecimiento en la zona del euro aumentarán 1,5 puntos porcentuales del PIB, es decir, pasarán del 26,8% del PIB en 2013 al 28,3% en 2060 (véase gráfico A). No obstante, la evolución de los costes del envejecimiento

Gráfico A Costes totales del envejecimiento



Fuente: Informe sobre envejecimiento 2015.

es muy heterogénea en los distintos países. Mientras que se proyecta que estos costes se incrementen sustancialmente en Eslovenia, Malta, Luxemburgo, Bélgica y Alemania (al menos 5 puntos porcentuales del PIB), se espera que disminuyan en Francia, Italia, Grecia, España, Chipre y Letonia. En 2013, los países con los costes del envejecimiento más elevados fueron Finlandia y Francia (con un coste de alrededor del 31 % del PIB en ambos países), así como Grecia e Italia (por encima del 28 % del PIB en los dos casos). Para 2060 se espera que Finlandia, Bélgica y Eslovenia sean los países de la zona del euro en los que el envejecimiento supondrá el mayor desafío, con unos costes totales muy superiores al 31 % del PIB.

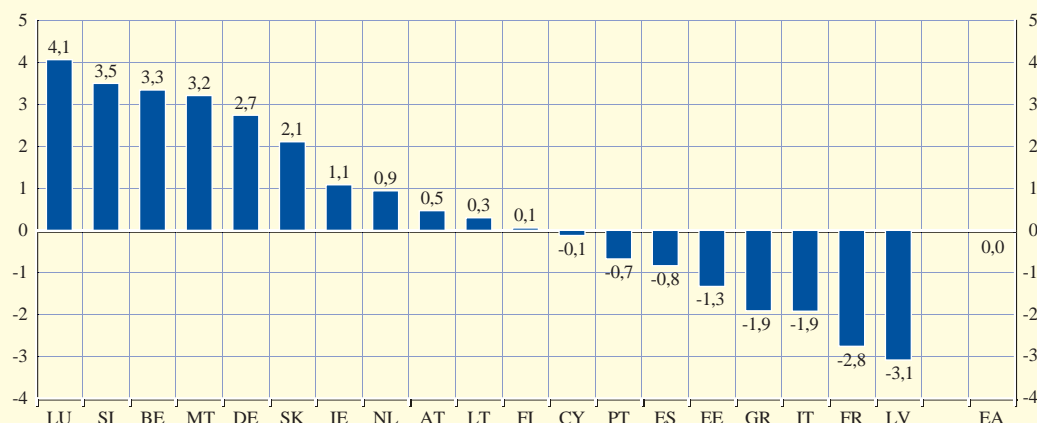
Se proyecta que, el gasto en pensiones, el principal componente de los costes totales asociados al envejecimiento¹, se mantenga estable en relación con el PIB, en promedio, durante el horizonte de proyección. Ciertamente, se prevé que el gasto en pensiones en la zona del euro retorne al nivel de 2013, el 12,3 % del PIB, para 2060 (véase gráfico B). No obstante, la evolución de los costes de las pensiones presenta notables diferencias entre países. Se espera que el gasto en pensiones aumente en la mayoría de los países de la zona (en particular en Luxemburgo, Eslovenia, Bélgica y Malta, en los que se proyecta que se incremente en más de 3 puntos porcentuales del PIB), mientras que se prevé que disminuya en ocho países de la zona (Chipre, Portugal, España, Estonia, Grecia, Italia, Francia y Letonia). En cambio, se espera que el coste de la atención sanitaria y de los cuidados de larga duración se eleve en todos los países de la zona.

En comparación con el Informe sobre envejecimiento 2012², el aumento previsto de los costes totales ligados al envejecimiento se ha revisado considerablemente a la baja, pasando del 3,5 % al 1,5 % del PIB durante el horizonte de proyección. Las proyecciones de los costes del envejecimiento en Luxemburgo, Francia y Grecia, en particular, se han revisado sustancialmente a la baja

- 1 El gasto en pensiones supone, en promedio, casi la mitad del total de los costes asociados al envejecimiento de la población, seguido de la atención sanitaria (una cuarta parte) y la educación (una quinta parte), mientras que el peso relativo de los cuidados de larga duración y de las prestaciones por desempleo es más limitado.
- 2 Véase también el recuadro titulado «Retos fiscales derivados del envejecimiento de la población: nueva evidencia para la zona del euro», *Boletín Mensual*, BCE, Fráncfort del Meno, julio de 2012.

Gráfico B Variación de los costes de las pensiones

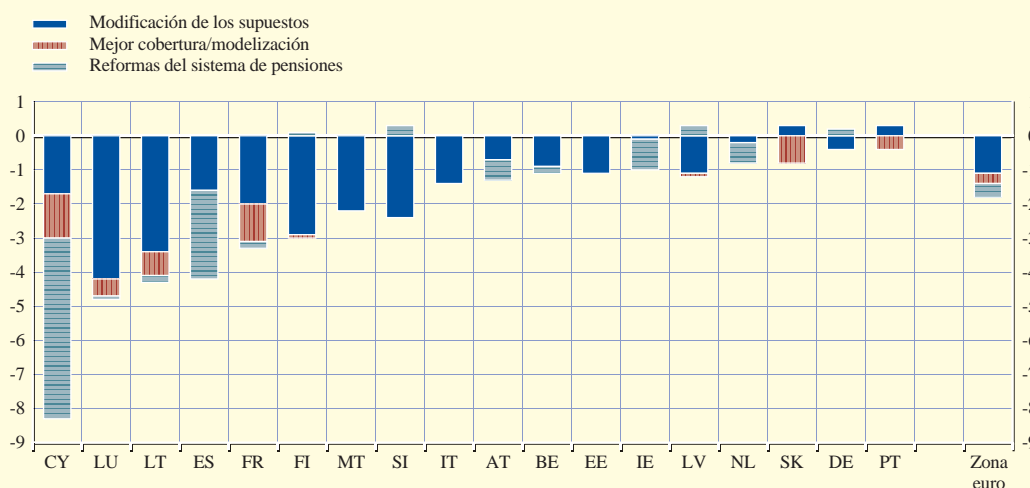
(puntos porcentuales del PIB, 2013-2060)



Fuente: Informe sobre envejecimiento 2015.

Gráfico C Detalle de la revisión de la variación del coste de las pensiones

(puntos porcentuales del PIB; variación entre los Informes sobre envejecimiento 2012 y 2015)



Fuente: Informe sobre envejecimiento 2015.

Notas: Las proyecciones del Informe sobre envejecimiento 2012 se han actualizado con las proyecciones evaluadas por expertos de los países de la zona del euro que han llevado a cabo reformas del sistema de pensiones en los tres últimos años (Bélgica, Letonia, Países Bajos, Eslovenia y Eslovaquia), con la excepción de España y Chipre, para los que solo se dispone de las cifras originales del informe de 2012 para este detalle. Las cifras se basan en datos del Sistema Europeo de Cuentas 1995 (SEC 95). No se dispone del detalle para Grecia. «Modificación de los supuestos» se refiere a las variaciones del coste de las pensiones resultantes de la utilización de supuestos demográficos y macroeconómicos diferentes. «Mejor cobertura/modelización» se refiere a variaciones del coste de las pensiones como consecuencia de una mejor cobertura de las proyecciones nacionales de las pensiones y/o de mejores técnicas de modelización.

(al menos 4,5 puntos porcentuales del PIB durante el período 2013-2060). El panorama es similar en lo que se refiere a la variación de los costes de las pensiones, que se han revisado a la baja en 1,2 puntos porcentuales del PIB para la zona del euro con respecto al informe anterior³.

La revisión a la baja de las proyecciones de los costes de las pensiones parece deberse principalmente a unos supuestos demográficos y macroeconómicos más favorables, más que a la aplicación de verdaderas reformas. Mientras que los supuestos subyacentes explican hasta dos terceras partes de las revisiones, el impacto de las nuevas reformas de los sistemas de pensiones parece ser, en promedio, bastante limitado (véase gráfico C)⁴. Los nuevos supuestos demográficos parecen ser el origen, en promedio, de alrededor de una tercera parte de las revisiones a la baja de la evolución de las pensiones como sugiere, entre otros factores, la sustancial revisión a la baja de la variación de la tasa de dependencia de los mayores (casi 4 puntos porcentuales entre 2013 y 2060), en comparación con el informe anterior⁵. Este factor parece ser especialmente relevante en el caso de Lituania, Letonia, Luxemburgo, Malta y Eslovenia. Además, el hecho de que los supuestos macroeconómicos hayan mejorado con respecto al informe anterior, en particular la disminución más pronunciada de la tasa de desempleo (de 2,4 puntos porcentuales con respecto al informe de 2012), parece haber contribuido notablemente a la revisión a la baja de las proyecciones de las pensiones (véase gráfico D).

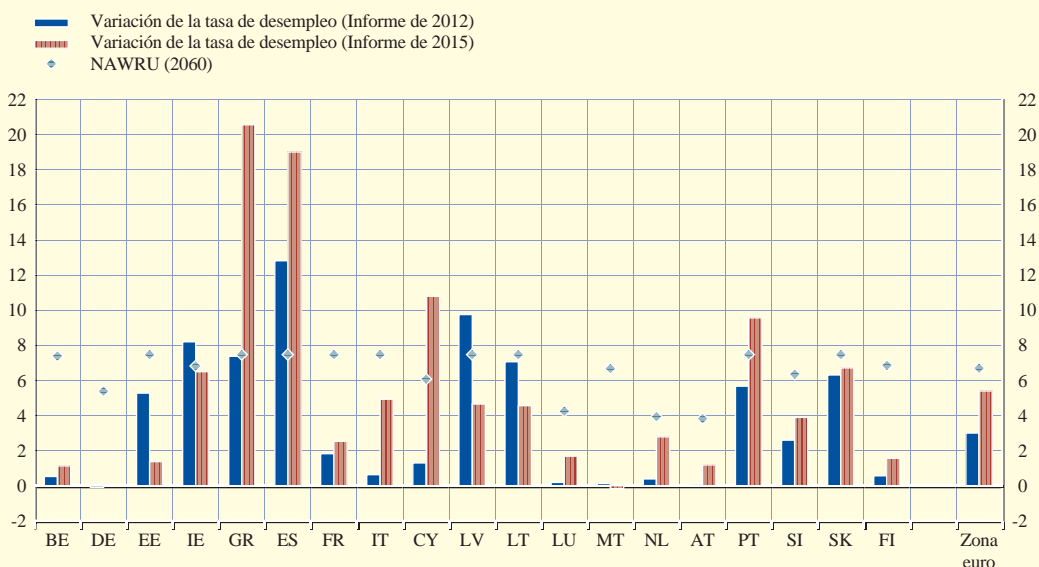
3 Las cifras notificadas para el Informe sobre envejecimiento 2012 se muestran para el mismo período (2013-2060) e incluyen el impacto en varios países (Bélgica, España, Chipre, Letonia, Países Bajos, Eslovenia y Eslovaquia) de las reformas de las pensiones evaluadas por expertos después de concluir el informe de 2012. Por lo tanto, sin las cifras actualizadas del informe de 2012, la diferencia con respecto al informe anterior habría sido aún mayor.

4 En el caso de Chipre y España, el gráfico C muestra una caída significativa de los costes de las pensiones como consecuencia de las reformas de los sistemas de pensiones. A diferencia de otros países de la zona del euro en los que se han realizado reformas en este ámbito en los tres últimos años (Bélgica, Letonia, Países Bajos, Eslovenia y Eslovaquia), no se dispone de proyecciones actualizadas evaluadas por expertos para Chipre y España a los efectos del detalle que se presenta en el gráfico C.

5 Los supuestos demográficos se basan en las proyecciones de población EUROPOP2013, publicadas por Eurostat en abril de 2014.

Gráfico D Variación de la tasa de desempleo

(porcentaje, 2013-2060)



Fuente: Informe sobre envejecimiento 2015.

Notas: Un valor positivo de la variación de la tasa de desempleo indica una disminución de esta tasa entre 2013 y 2060. Los valores tomados del Informe sobre envejecimiento 2012 se han recalculado para el período 2013-2060. Los rombos indican el nivel de la tasa de desempleo no aceleradora de los salarios (NAWRU) en 2060 (nivel máximo en el 7,5 %).

El efecto derivado del mercado de trabajo es especialmente pronunciado para España, Italia, Chipre, Grecia y Portugal.

Las nuevas proyecciones de los costes del envejecimiento en algunos países están expuestas a considerables riesgos adversos porque se basan en supuestos macroeconómicos favorables.

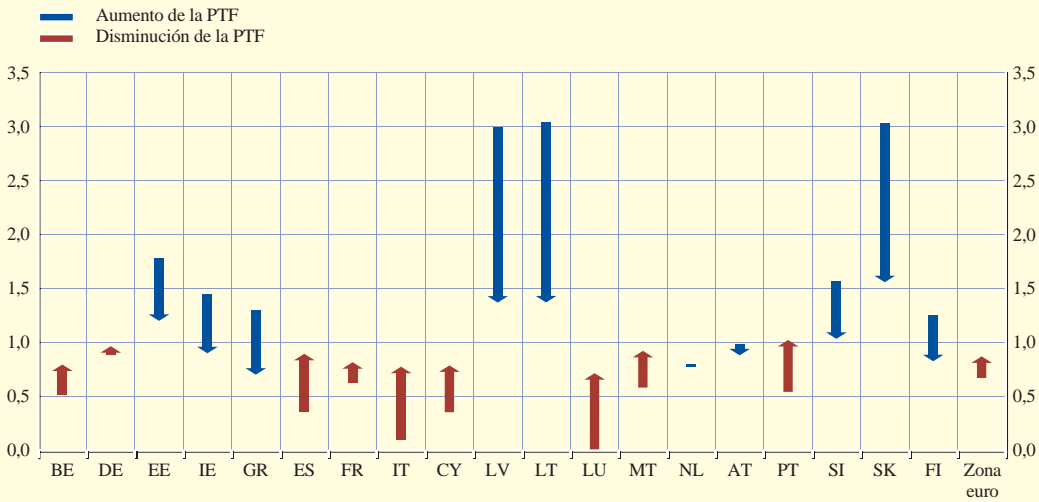
En concreto, el supuesto de que el crecimiento de la productividad total de los factores (PTF), que se ha reducido sustancialmente durante la crisis, se recuperará hasta alcanzar una tasa de crecimiento del 1 % a largo plazo parece ser optimista para algunos países si no se introducen reformas que potencien sustancialmente el crecimiento. Esto también es válido desde una perspectiva histórica. Durante el período 1999-2012, el crecimiento de la PTF se situó en torno al 0,7 %, en promedio, con unas tasas significativamente más bajas en Bélgica, España, Italia, Chipre, Luxemburgo y Portugal (véase gráfico E). Además, el supuesto de que la tasa de desempleo convergerá a la baja hasta situarse en una media de largo plazo de la UE no superior al 7,5 % para 2060 (según las proyecciones, la tasa media de desempleo de la zona del euro será del 6,7 % en 2060) solo es razonable si se acometen reformas sustanciales del mercado de trabajo. La disminución del desempleo que presupone el informe es especialmente acusada en Grecia, España, Chipre y Portugal (unos 10 o más puntos porcentuales entre 2013 y 2060) (véase gráfico D). Con la aplicación de estos supuestos, que están sujetos a un elevado grado de incertidumbre, el Informe sobre envejecimiento se aparta de la práctica habitual (y prudente) de basar las proyecciones en el supuesto de que «las políticas no se modificarán». De hecho, si estos supuestos no se materializan según lo previsto, los costes asociados al envejecimiento podrían ser considerablemente más elevados en países en cuestión.

También existen riesgos relacionados con la reversión de las reformas de los sistemas de pensiones aplicadas.

El informe parte del supuesto de que todas las reformas de las pensiones que se han

Gráfico E Variación del crecimiento de la productividad total de los factores

(tasa de variación entre las medias de 1999-2012 y 2013-2060)



Fuentes: Informe sobre envejecimiento 2015 y Eurostat.

Notas: Variación de la tasa de crecimiento de la PTF entre las medias históricas (1999-2012) y las medias de las proyecciones (2013-2060). Las flechas azules indican una disminución del crecimiento de la PTF en comparación con medias históricas, mientras que las flechas rojas señalan un aumento del crecimiento de la PTF en relación con medias históricas.

aprobado en los últimos años se aplicarán íntegramente. No obstante, no puede descartarse una reversión de reformas anteriores, como indican los debates que han tenido lugar recientemente en algunos países.

En general, pese a que las proyecciones de los costes asociados al envejecimiento demográfico son más favorables para muchos países, son necesarias nuevas reformas para frenar el aumento de estos costes. Para algunos países, las nuevas proyecciones sobre los costes del envejecimiento están expuestas a riesgos adversos, ya que dependen de unos supuestos muy optimistas sobre la evolución de la productividad y del mercado de trabajo. Si no se introducen reformas para reducir el desempleo estructural y aumentar el crecimiento potencial, los costes ligados al envejecimiento de estos países serán sustancialmente mayores. Por lo tanto, sería erróneo interpretar las nuevas proyecciones de estos costes como una señal de que es menos perentorio alentar los esfuerzos de reforma de los países.

LA EFICACIA DEL OBJETIVO PRESUPUESTARIO A MEDIO PLAZO COMO ANCLA DE LAS POLÍTICAS FISCALES

Todos los países de la zona del euro que no están sujetos a un programa de asistencia financiera de la UE y el FMI debían enviar sus actualizaciones de los programas de estabilidad al Consejo Ecofin y a la Comisión Europea para finales de abril de 2015. En consonancia con el componente preventivo del Pacto de Estabilidad y Crecimiento (PEC), en estas actualizaciones se describen las estrategias presupuestarias de los Gobiernos para el año en curso y los tres años siguientes, como mínimo. También se especifican los objetivos presupuestarios a medio plazo (OMP) de los países y los avances previstos para su consecución. Sobre la base de una evaluación de los programas de estabilidad, el Consejo Europeo refrendará las recomendaciones específicas de política fiscal para cada país los días 25 y 26 de junio. Estas recomendaciones tendrán en cuenta la Comunicación de la Comisión sobre flexibilidad del PEC¹ de enero de 2015, que proporciona nuevas orientaciones sobre los esfuerzos presupuestarios que deben realizarse para alcanzar los OMP. En este contexto, en este recuadro se analiza la eficacia del OMP como ancla de las políticas fiscales con arreglo al componente preventivo del PEC.

El objetivo presupuestario a medio plazo es la piedra angular del componente preventivo del PEC. El OMP se introdujo con la reforma del PEC en 2005 y refleja el objetivo presupuestario de los Gobiernos en el medio plazo. Se define en términos estructurales, esto es, corregido por el impacto del ciclo económico y de medidas transitorias². Los OMP deben actualizarse periódicamente, cada tres años, para tener en cuenta las estimaciones más recientes de los costes económicos y presupuestarios del envejecimiento, que se publican en el «Informe sobre envejecimiento»³ trienal. El componente preventivo del PEC exige que, cada año, los países realicen los avances adecuados hacia la consecución de su OMP y que, cuando lo hayan conseguido, mantengan ese saldo presupuestario estructural. En concreto, el PEC contempla un ajuste estructural de referencia del 0,5 % del PIB para lograr el OMP, con más ajustes en épocas de bonanza económica y menos en los malos tiempos. Al mismo tiempo, la normativa sobre el componente preventivo permite que los países se desvíen transitoriamente del OMP, o de la senda de ajuste adoptada para alcanzarlo, a fin de tener en cuenta la aplicación de reformas estructurales de envergadura que tienen efectos presupuestarios directos positivos a largo plazo, siempre que el país retorne a su OMP en el horizonte del programa de estabilidad.

Los resultados en la consecución de los OMP son insatisfactorios. Aunque los OMP forman parte del marco fiscal de la UE desde hace diez años, la mayoría de los países no los han alcanzado nunca durante este período. Además, los países de la zona del euro habitualmente han pospuesto el plazo de consecución, haciendo de los OMP unos «objetivos móviles», en lugar de anclas para la planificación

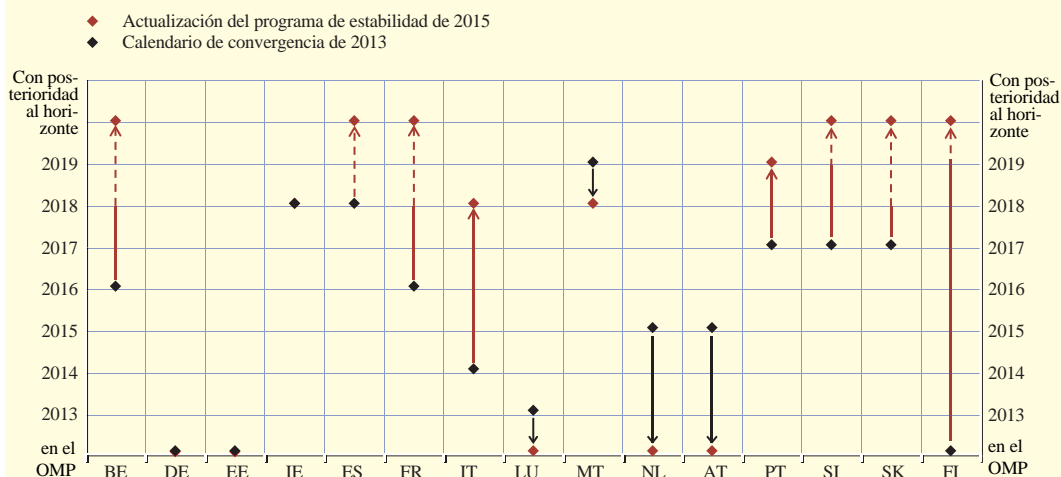
1 Para más detalles, véase el recuadro titulado «Flexibility under the Stability and Growth Pact», *Boletín Económico*, Número 1, BCE, febrero de 2015.

2 Los Estados miembros fijan los OMP en función de las circunstancias específicas nacionales. Deben respetar unos valores mínimos y se han diseñado con tres objetivos: i) que los Estados miembros mantengan un margen de seguridad que evite que, durante las fases de desaceleración cíclica, incumplan el valor de referencia del 3 % fijado para el déficit en el Tratado de Maastricht; ii) que la deuda de los Estados miembros sea sostenible, tomando en consideración el impacto económico y presupuestario del envejecimiento de la población; y iii) que los Estados miembros dispongan de un margen de maniobra presupuestario, en particular en lo que respecta al mantenimiento de la inversión pública.

3 Véase también el recuadro 7 de este Boletín Económico, titulado «El Informe sobre Envejecimiento 2015 — ¿cuál será el coste del envejecimiento en Europa?».

Año de consecución del OMP según las recomendaciones del calendario de convergencia de 2013 y previsto en los programas de estabilidad de 2015

(recalculado por la Comisión)



Fuentes: Actualizaciones del programa de estabilidad de 2015, documentos de trabajo de la Comisión.

Notas: El gráfico compara los plazos fijados en 2013 en los calendarios de convergencia para alcanzar los OMP con el año de consecución indicado en las actualizaciones del programa de estabilidad de 2015. Los años de consecución de los OMP se basan en los saldos estructurales que figuran en los programas de estabilidad, recalculados por la Comisión utilizando la metodología común acordada y teniendo en cuenta el margen de cumplimiento del 0,25 %. En consecuencia, el año de consecución del OMP previsto en un programa de estabilidad puede ser distinto del año en que se espera que se alcance con arreglo a los cálculos de la Comisión. Por ejemplo, Portugal tiene previsto alcanzar el OMP en 2016, Italia y Eslovaquia en 2017, Francia en 2018 y España en 2019. En cuanto a los OMP que está previsto lograr «con posterioridad al horizonte», no se dispone de saldos estructurales recalculados. «Con posterioridad al horizonte» se refiere a un plazo posterior al último año incluido en el programa de estabilidad de 2015, que es el año 2018 para Bélgica, España, Francia y Eslovaquia, y 2019 para Finlandia. Por lo tanto, la línea punteada indica el período posterior al horizonte del programa. En el caso de Irlanda, el plazo no se ha modificado.

presupuestaria. En consecuencia, cuando se inició la crisis financiera, la zona del euro registraba un déficit estructural considerable⁴ que limitó el margen de maniobra para aplicar políticas contracíclicas e impidió el libre funcionamiento de los estabilizadores automáticos.

Los insatisfactorios resultados obtenidos en el cumplimiento de los OMP iban a ser abordados como parte de una reforma significativa del marco de gobernanza fiscal de la UE. Dado que las exigencias de cumplimiento de los esfuerzos de ajuste estructural establecidas en el componente preventivo del PEC fueron insuficientes, las reformas introducidas en la legislación que conforma el denominado «*six-pack*» reforzaron aún más el citado componente definiendo el concepto de «desviación significativa» de la senda de ajuste hacia la consecución de un OMP, que llegado el caso puede conducir a la imposición de sanciones económicas a un país. En 2012, el Tratado de Estabilidad, Coordinación y Gobernanza en la Unión Económica y Monetaria (TECG) estableció unos OMP más ambiciosos: los países signatarios de la zona del euro se comprometían a lograr objetivos presupuestarios a medio plazo de al menos el 0,5 % del PIB (en comparación con objetivos de al menos el -1 % del PIB anteriormente), salvo que su nivel de deuda sea sustancialmente inferior al 60 % del PIB y los riesgos para la sostenibilidad a largo plazo sean reducidos. Además, en 2013, la Comisión

4 El saldo estructural también se determina a través de la brecha de producción, no observable, que suele estar sujeta a considerables revisiones a lo largo del tiempo. Se estima que la brecha de producción ha mostrado un sesgo negativo en tiempo real de alrededor del 1 % del PIB en el período 2003-2013, lo que también supone una sobreestimación del saldo estructural en tiempo real. Véase también C. Kamps, N. Leiner-Killinger, D. Sondermann, R. De Stefani, y R. Rüffer, «The identification of fiscal and macroeconomic imbalances – unexploited synergies under the strengthened EU governance framework», *Occasional Paper Series*, n.º 157, BCE, Fráncfort del Meno, noviembre de 2014.

5 Cinco reglamentos y una directiva sobre la vigilancia presupuestaria y macroeconómica de la UE.

presentó los «calendarios de convergencia», esto es, plazos específicos nacionales para la consecución de los OMP en un año determinado, como parte del seguimiento de lo dispuesto en el TCEG⁶. Se esperaba que el mecanismo de corrección establecido en el Tratado, que debería activarse automáticamente en el país en cuestión en caso de producirse una «desviación significativa» del OMP o de la senda de ajuste hacia su consecución, asegurara una convergencia rápida de los países hacia la consecución de sus OMP respectivos.

Sin embargo, la evidencia disponible sugiere que el cumplimiento de los OMP no ha mejorado de forma significativa en los últimos años (véase gráfico). Se ha de mencionar que, para un elevado número de países, los plazos para la consecución de los OMP fijados en los programas de estabilidad de 2015 se han ampliado con respecto a los establecidos en los calendarios de convergencia de 2013. La Comunicación sobre flexibilidad del PEC publicada a principios de este año por la Comisión puede hacer que los progresos de los países hacia la consecución de los OMP⁷ se ralenticen. La comunicación aclaró la flexibilidad del Pacto, aunque también la amplió, en lo que respecta a la aplicación de las normas en tres importantes áreas: i) condiciones cíclicas, ii) reformas estructurales, y iii) inversión pública. Cuando los países pueden acogerse a la cláusula de las reformas estructurales y la inversión, se les permite desviarse de la senda de ajuste hacia la consecución de los OMP⁸. Por ejemplo, en sus actualizaciones de los programas de estabilidad de 2015, Letonia e Italia solicitaron que se tomara en consideración la cláusula de las reformas estructurales para 2016⁹. A Letonia no se le permitió desviarse del objetivo aplicando esta cláusula porque carecía de un margen de seguridad suficiente para situar el déficit en el valor de referencia, el 3%. En el caso de Italia, la Comisión Europea le permitió desviarse temporalmente un 0,4% del PIB del ajuste exigido para alcanzar el OMP en 2016, después de no exigir ningún ajuste en 2014 y de una reducción de la exigencia de ajuste en 2015 basándose en los cambios en la consideración de las condiciones cíclicas por parte de la Comisión en la primavera de 2014 y enero de 2015, respectivamente. Lituania solicitó acogerse a la cláusula a la reforma de las pensiones, pero su aplicación dependerá de la confirmación por parte de Eurostat del carácter sistémico de la reforma. Es posible que otros países, como Eslovaquia, se beneficien de la cláusula de las condiciones cíclicas, ya que sus exigencias de ajuste se han reducido.

Si la flexibilidad del PEC se utiliza en exceso, podría provocar nuevas desviaciones considerables y duraderas de la senda de ajuste hacia la consecución de los OMP, lo que podría aumentar los riesgos para la sostenibilidad de la deuda. Por consiguiente, es fundamental evitar el «síndrome del objetivo móvil» del que adolecía el componente preventivo del PEC antes de la crisis. Si los países de la zona del euro no consiguen recomponer los colchones fiscales en un plazo oportuno, no estarán adecuadamente preparados para resistir perturbaciones económicas adversas, que es precisamente cuando más se necesita la estabilización presupuestaria. El actual entorno de fortalecimiento de la recuperación económica y de condiciones financieras favorables debería utilizarse para acelerar los avances hacia la consecución de los OMP. Esto aumentaría la capacidad de resistencia de la economía de la zona del euro.

6 Los plazos para alcanzar los OMP se fijaron a partir de los planes presupuestarios a medio plazo presentados en las actualizaciones de los programas de estabilidad y convergencia de 2013 y con arreglo al PEC. Véase Comisión Europea, «Report on public finances in EMU 2013», Part 1, Annex 1, *European Economy*, Número 4, Comisión Europea, Bruselas, 2013.

7 El 13 de enero de 2015, la Comisión Europea publicó una Comunicación titulada «Aprovechar al máximo la flexibilidad que ofrecen las actuales disposiciones del Pacto de Estabilidad y Crecimiento», véase http://ec.europa.eu/economy_finance/economic_governance/sgp/pdf/2015-01-13_communication_sgp_flexibility_guidelines_es.pdf

8 Para más información, véase el recuadro titulado «Flexibility under the Stability and Growth Pact», op. cit.

9 En su actualización del programa de convergencia de 2015, Rumanía solicitó que se considerara la aplicación de la cláusula de reformas estructurales, pero la solicitud todavía no se ha aceptado por la falta de información suficientemente detallada.