

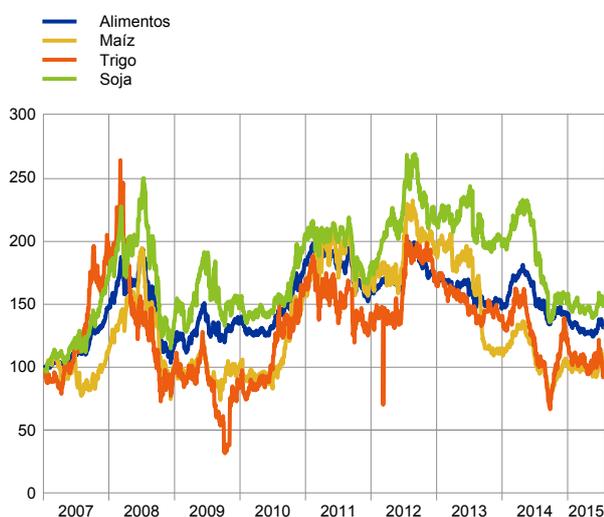
## Recuadro 1

# Evolución reciente y perspectivas de los precios de las materias primas no energéticas

Los precios mundiales de las materias primas no energéticas han sido objeto de especial atención en los últimos meses, en la medida en que las continuas presiones a la baja se han traducido en unos mínimos no registrados en los últimos cinco años. Pese a haberse observado tendencias, en general, similares en los precios de las materias primas correspondientes a los alimentos y los metales, los factores de oferta y demanda específicos de algunos mercados justifican un análisis cuidadoso de la evolución de los precios de las principales materias primas. A continuación, se analizan los principales factores determinantes de la evolución reciente, y de las perspectivas, de los precios de algunas materias primas no energéticas.

**Gráfico A**  
Precios de las materias primas alimenticias

(Índice: 1 de enero de 2007 = 100)



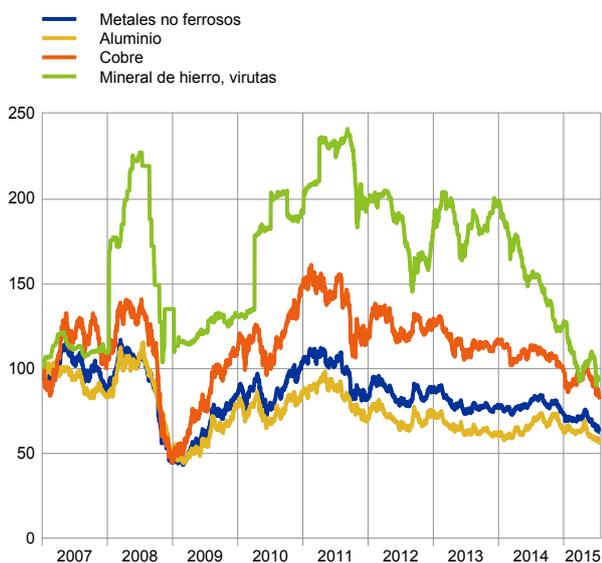
Fuentes: Instituto de Economía Internacional de Hamburgo (HWWI) y Bloomberg.

Los precios de las materias primas alimenticias han venido reduciéndose desde mediados de 2012 como resultado del exceso de oferta en los mercados tras producirse de forma consecutiva varias cosechas abundantes. Los altos niveles de oferta y de existencias han contribuido a una caída de los precios del trigo y del maíz, especialmente desde comienzos de 2015 (véase gráfico A). Las restricciones impuestas a las exportaciones de trigo de Rusia en el primer semestre de 2015 no compensaron esta caída. La inquietud respecto al debilitamiento de la demanda de los productos utilizados en la fabricación de etanol y la ralentización de la actividad importadora en China también han contribuido al descenso de los precios del maíz. Asimismo, los precios de la soja se han reducido como resultado de la abundante oferta.

Las perspectivas de los precios mundiales de las materias primas alimenticias continúan siendo moderadas. Para la temporada 2015-2016 solo se prevé una reducción marginal de los niveles de producción de trigo y maíz, al tiempo que se espera un aumento de la producción de semillas oleaginosas (en particular, de soja). Los riesgos al alza para los precios podrían tener su origen en unas condiciones meteorológicas adversas, mientras que, entre los riesgos a la baja, una desaceleración más fuerte de lo previsto de la producción de biocombustibles podría debilitar aún más la demanda de algunas materias primas agrícolas.

## Gráfico B Precios de los metales

(Índice: 1 de enero de 2007 = 100)



Fuentes: Instituto de Economía Internacional de Hamburgo (HWWI) y Bloomberg.

### Los precios de los metales han venido descendiendo desde mediados de 2011 debido al crecimiento sostenido de la oferta y al debilitamiento del crecimiento de la demanda, especialmente en China.

En comparación con las materias primas alimenticias, los metales tienden a ser más sensibles a la evolución de la actividad económica mundial. Dado que China importa una proporción sustancial de la producción mundial de metales, los precios de estos productos reaccionan de forma especial ante el crecimiento económico de este país. Por consiguiente, la inquietud de los mercados respecto a la fortaleza de la demanda de China ha acelerado la caída de los precios de los metales desde comienzos de 2015 (véase gráfico B). Los aumentos continuos de la oferta y el elevado nivel de existencias también explican en parte esta caída. El crecimiento sostenido de la producción se ha visto respaldado por las fuertes inversiones en capacidad productiva realizadas en años anteriores, que estuvieron

motivadas por los elevados precios vigentes en aquel momento. En 2015 la caída ha sido generalizada y ha afectado a los distintos productos del grupo, habiendo registrado los precios del mineral de hierro (el principal insumo para la fabricación de acero) un descenso del 26%, los del aluminio, un 13%, y los del cobre, un 20%, desde el comienzo del año.

### El exceso de oferta y la desaceleración del crecimiento en las economías emergentes probablemente moderarán los precios de los metales en el corto plazo.

Las previsiones indican que el crecimiento de la demanda de materias primas en China continuará siendo más débil que en el pasado, en consonancia con el gradual reequilibrio de la senda de crecimiento del país. De forma más general, el crecimiento en las economías emergentes, cuya producción tiende a ser más intensiva en materias primas que la de las economías avanzadas, está experimentando una desaceleración. Por consiguiente, las perspectivas respecto a los precios de los metales solo indican aumentos graduales, ya que se prevé que la oferta se reequilibre lentamente. Los principales riesgos a la baja están relacionados con la posibilidad de que se produzca una desaceleración más pronunciada de lo previsto en el crecimiento de la demanda de las economías emergentes, especialmente de China, y de que la oferta muestre una mayor capacidad de resistencia frente al descenso de los precios.

## Recuadro 2

### Situación de liquidez y operaciones de política monetaria en el período comprendido entre el 22 de abril y el 21 de julio de 2015

**En este recuadro se describen las operaciones de política monetaria del BCE realizadas durante el tercer y el cuarto período de mantenimiento de reservas de 2015, comprendidos entre el 22 de abril y el 9 de junio de 2015 y entre el 10 de junio y el 21 de julio de 2015, respectivamente.** 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 %, respectivamente<sup>1</sup>. El 24 de junio de 2015 se liquidó la cuarta operación de financiación a plazo más largo con objetivo específico (TLTRO, en sus siglas en inglés), en la que se adjudicaron 73,8 mm de euros, cifra ligeramente superior a la esperada por los mercados pero inferior a los 97,8 mm de euros adjudicados en marzo. Con ello, el importe total adjudicado en las cuatro primeras TLTRO ascendió a 384 mm de euros<sup>2</sup>. Además, el Eurosistema continuó adquiriendo valores del sector público, bonos garantizados y bonos de titulación de activos como parte de su programa ampliado de compra de activos (APP, en sus siglas en inglés), al ritmo previsto de 60 mm al mes<sup>3</sup>.

#### Necesidades de liquidez

**En el período de referencia, las necesidades de liquidez diarias del sistema bancario, definidas como la suma de los factores autónomos y las exigencias de reservas, se incrementaron en 24,6 mm de euros con respecto al período de referencia anterior, hasta situarse, en promedio, en 606,8 mm de euros.** Este aumento se debió, fundamentalmente, al incremento de 23,7 mm de euros registrado en la media de los factores autónomos, que alcanzaron la cifra de 496,8 mm de euros (véase cuadro).

<sup>1</sup> 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 (OFPML) a tres meses. El tipo de interés de cada una de estas OFPML se fijó en la media de los tipos de las OPF ejecutadas durante la vigencia de las respectivas OFPML.

<sup>2</sup> Para más información sobre las adjudicaciones realizadas en las TLTRO, véanse los recuadros correspondientes de pasadas ediciones del Boletín o consúltese el sitio web del BCE: <http://www.ecb.europa.eu/mopo/implementation/omo/html/index.en.html>.

<sup>3</sup> En el sitio web del BCE puede consultarse información detallada sobre el programa ampliado de compra de activos (<http://www.ecb.europa.eu/mopo/implementation/omt/html/index.en.html>).

**El incremento de los factores autónomos fue resultado, principalmente, del aumento de los factores de absorción de liquidez, entre los que se incluye una variación significativa en el nivel de los depósitos de las Administraciones Públicas.** Estos depósitos registraron un incremento medio de 19,5 mm de euros y se situaron en 85,6 mm de euros. Tras la reducción del tipo de interés de la facilidad de depósito hasta el  $-0,20\%$  en septiembre de 2014, los depósitos de las Administraciones Públicas han seguido una tendencia a la baja, ya que la introducción del tipo de interés negativo para la facilidad de depósito y la decisión adoptada en relación con la remuneración de los depósitos de las Administraciones Públicas<sup>4</sup> indujeron a los Tesoros nacionales a reducir sus saldos de efectivo en el Eurosistema. No obstante, esta tendencia bajista se detuvo en el segundo período de mantenimiento de 2015, y los depósitos de las Administraciones Públicas volvieron a registrar un incremento en el tercer y cuarto período de mantenimiento. Los bajos tipos de interés de mercado y la abundante liquidez limitaron las alternativas de inversión del efectivo de los Tesoros. Además, los billetes en circulación aumentaron, en promedio, en 23,8 mm de euros, circunstancia que reflejó la tendencia al alza a largo plazo de la demanda de billetes y las circunstancias recientes en determinados países.

**Entre los factores de inyección de liquidez, los activos exteriores netos continuaron aumentando en el período de referencia, pero este incremento se vio compensado por las variaciones de otros factores autónomos.**

La depreciación del euro a comienzos de 2015 dio lugar a una revalorización de los activos exteriores netos a partir del segundo trimestre del año. Durante los dos períodos de mantenimiento de reservas, dichos activos superaron en 42,2 mm de euros, en promedio, las cifras alcanzadas en el primer y segundo período de mantenimiento, y se situaron en 649,8 mm de euros. Sin embargo, este efecto se compensó con el incremento de 45,4 mm de euros de otros factores autónomos. Además, las revalorizaciones de otros activos financieros del Eurosistema constituyeron el principal factor determinante del aumento de 22,9 mm de euros de los activos denominados en euros, que solo contrarrestó en parte el incremento de los factores de absorción de liquidez.

**La volatilidad de los factores autónomos siguió siendo elevada durante el período analizado.** Este hecho refleja, principalmente, las marcadas fluctuaciones de los depósitos de las Administraciones Públicas y unos niveles de volatilidad algo elevados en la demanda de billetes. Como consecuencia de las revalorizaciones trimestrales de finales de junio, los activos exteriores netos y los activos netos denominados en euros registraron un descenso, lo que acentuó la volatilidad, aunque en menor medida que en el período de referencia anterior.

**El error medio absoluto de las previsiones semanales sobre los factores autónomos se incrementó ligeramente en el período analizado, hasta alcanzar la cifra de 6,4 mm de euros, principalmente como consecuencia del aumento**

<sup>4</sup> Disponible en [https://www.ecb.europa.eu/ecb/legal/pdf/oj\\_jol\\_2014\\_168\\_r\\_0015\\_es\\_txt.pdf](https://www.ecb.europa.eu/ecb/legal/pdf/oj_jol_2014_168_r_0015_es_txt.pdf).

**de los errores de predicción relacionados con los depósitos de las Administraciones Públicas.** Este hecho pone de manifiesto que siguió resultando difícil anticipar la actividad inversora de los Tesoros nacionales en un entorno de tipos de interés a corto plazo del mercado monetario cada vez más negativos y de unos niveles elevados de 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 165,3 mm de euros durante el período analizado, hasta situarse en 937,2 mm de euros.** Este incremento se debió casi íntegramente a las compras simples, mientras que las operaciones de subasta prácticamente no experimentaron variación.

**La liquidez media proporcionada mediante operaciones de subasta solo aumentó ligeramente, situándose en 513,2 mm de euros, aunque con un cambio significativo del tipo de operaciones.** Las dos OFPML a tres años que vencieron en el período de referencia anterior y la menor participación en operaciones regulares (es decir, OPF y OFPML a tres meses) en el período analizado se compensaron, en promedio, con adjudicaciones de TLTRO. Mientras que el saldo vivo medio de las TLTRO se incrementó en 87,9 mm de euros, el correspondiente a las OPF y a las OFPML a tres meses se redujo en 41,0 mm de euros y 6,3 mm de euros, respectivamente, y el saldo vivo medio de las OFPML a tres años (que se situó en 38,6 mm de euros en el período de referencia anterior) descendió hasta cero.

**La liquidez media proporcionada a través de carteras en firme aumentó en 163,4 mm de euros, hasta situarse en 424,0 mm de euros, como consecuencia de la ejecución del APP ampliado.** El incremento de la liquidez media proporcionada a través del programa de compras de valores públicos, del tercer programa de adquisiciones de bonos garantizados y del programa de compras de bonos de titulización de activos (que aumentó en 135,4 mm de euros, 31,7 mm de euros y 3,7 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.

## Exceso de liquidez

**El exceso de liquidez siguió aumentando durante el período de referencia, hasta situarse en una media de 329,2 mm de euros, debido a la ejecución del APP y de las TLTRO.** Este incremento se repartió de forma bastante homogénea entre los dos períodos de mantenimiento, en los que se registraron aumentos de

73,0 mm de euros y 79,2 mm de euros, respectivamente. Mientras que las compras mensuales realizadas en el marco del APP favorecen la continuada tendencia alcista del exceso de liquidez, las variaciones de los factores autónomos podrían contribuir a que se produzcan fluctuaciones significativas en torno a esta tendencia dentro de un período de mantenimiento.

### Los saldos medios diarios en cuenta corriente se incrementaron en 95,8 mm de euros, hasta situarse en 339,4 mm de euros, como consecuencia del mayor

#### Situación de liquidez del Eurosistema

	22 de abril a 21 de julio	28 de enero a 21 de abril	Cuarto período de mantenimiento		Tercer período de mantenimiento		
<b>Pasivo - Necesidades de liquidez (medias; mm de euros)</b>							
<b>Factores autónomos de liquidez</b>	<b>1.690,3</b>	<b>(+88,7)</b>	<b>1.601,6</b>	<b>1.696,2</b>	<b>(+11,0)</b>	<b>1.685,2</b>	<b>(+58,0)</b>
Billetes en circulación	1.034,5	(+23,8)	1.010,7	1.042,7	(+15,3)	1.027,4	(+11,5)
Depósitos de las AAPP	85,6	(+19,5)	66,1	96,3	(+19,8)	76,5	(+6,3)
Otros factores autónomos	570,2	(+45,4)	524,8	557,1	(-24,2)	581,3	(+40,3)
<b>Instrumentos de política monetaria</b>							
Cuentas corrientes	339,4	(+95,8)	243,6	381,4	(+78,0)	303,4	(+41,6)
Exigencias de reservas mínimas	111,2	(+0,9)	109,1	112,3	(+1,9)	110,3	(-0,2)
Facilidad de depósito	101,3	(+45,8)	55,5	103,1	(+3,4)	99,7	(+31,1)
Operaciones de ajuste de absorción de liquidez	0,0	(+0,0)	0,0	0,0	(+0,0)	0,0	(+0,0)
<b>Activo - Oferta de liquidez (medias; mm de euros)</b>							
<b>Factores autónomos de liquidez</b>	<b>1.193,8</b>	<b>(+65,1)</b>	<b>1.128,7</b>	<b>1.183,2</b>	<b>(-19,8)</b>	<b>1.203,0</b>	<b>(+40,8)</b>
Activos exteriores netos	649,8	(+42,2)	607,6	642,9	(-12,8)	655,7	(+29,8)
Activos netos denominados en euros	544,1	(+22,9)	521,1	540,3	(-7,0)	547,3	(+11,0)
<b>Instrumentos de política monetaria</b>							
Operaciones de mercado abierto	937,2	(+165,3)	771,9	997,5	(+111,9)	885,6	(+90,0)
Operaciones de subasta	513,2	(+2,0)	511,2	525,7	(+23,2)	502,5	(-2,4)
OPF	89,7	(-41,0)	130,7	82,4	(-13,4)	95,9	(-23,0)
Operaciones de financiación con plazo especial	0,0	(+0,0)	0,0	0,0	(+0,0)	0,0	(+0,0)
OFPM a tres meses	90,5	(-6,3)	96,9	83,8	(-12,6)	96,3	(-12,1)
OFPM a tres años	0,0	(-38,6)	38,6	0,0	(+0,0)	0,0	(+0,0)
OFPM con objetivo específico (TLTRO)	333,0	(+87,9)	245,1	359,5	(+49,2)	310,3	(+32,6)
Carteras en firme	424,0	(+163,4)	260,7	471,8	(+88,6)	383,1	(+92,6)
Primer programa de adquisiciones de bonos garantizados	24,4	(-2,1)	26,5	23,3	(-2,0)	25,3	(-0,7)
Segundo programa de adquisiciones de bonos garantizados	11,1	(-0,8)	11,9	10,8	(-0,5)	11,3	(-0,2)
Tercer programa de adquisiciones de bonos garantizados	87,1	(+31,7)	55,4	95,1	(+14,9)	80,2	(+16,7)
Programa para los mercados de valores	136,6	(-4,5)	141,1	134,6	(-3,7)	138,3	(-2,5)
Programa de compras de bonos de titulación de activos	7,5	(+3,7)	3,8	8,8	(+2,4)	6,4	(+1,7)
Programa de compras de valores públicos	157,4	(+135,4)	22,0	199,1	(+77,5)	121,6	(+77,6)
Facilidad marginal de crédito	0,2	(-0,1)	0,3	0,3	(+0,2)	0,1	(-0,1)
<b>Otra información relativa a la liquidez (medias; mm de euros)</b>							
Necesidades de liquidez agregadas	606,8	(+24,6)	582,2	622,9	(+29,9)	593,0	(+17,2)
Factores autónomos	496,8	(+23,7)	473,1	513,3	(+30,7)	482,6	(+17,4)
Exceso de liquidez	329,2	(+139,5)	189,7	371,9	(+79,2)	292,7	(+73,0)
<b>Evolución de los tipos de interés (porcentajes)</b>							
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	-0,107	(-0,063)	-0,045	-0,119	(-0,021)	-0,098	(-0,037)

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).

**nivel de exceso de liquidez.** El recurso medio a la facilidad de depósito también siguió aumentando y pasó de 55,5 mm de euros a 101,3 mm de euros. Este aumento, en porcentaje del exceso de liquidez, solo fue ligero, situándose en el 46 %, frente al 42 % del período de referencia anterior.

## Evolución de los tipos de interés

**Como consecuencia del incremento del exceso de liquidez y la creciente aceptación de las operaciones a tipos negativos, los tipos de interés del mercado monetario siguieron cayendo en el período analizado.** El eonia descendió hasta niveles medios del  $-0,098\%$  y el  $-0,119\%$  en el tercer y cuarto período de mantenimiento, respectivamente, frente al valor medio del  $-0,045\%$  registrado en el período de referencia anterior. En el segmento de operaciones con garantías, los tipos de interés a un día se redujeron a niveles próximos al tipo de interés de la facilidad de depósito. En particular, los tipos repo medios a un día del mercado GC Pooling<sup>5</sup> cayeron hasta el  $-0,18\%$  y el  $-0,17\%$  para las cestas estandarizadas y ampliadas de activos de garantía, respectivamente, lo que representa un descenso de 5 y 7 puntos básicos en comparación con el período de referencia anterior.

---

<sup>5</sup> El mercado GC Pooling permite negociar acuerdos de recompra con cestas estandarizadas de activos de garantía en la plataforma Eurex.

## Recuadro 3

# La utilidad de los datos de las operaciones de TARGET2 para el análisis del mercado monetario a un día sin garantías

**Pese a la importancia de los mercados monetarios, en general no se dispone directamente de información granular sobre operaciones.** Las operaciones a un día se realizan principalmente en mercados no organizados y, al registrarlas, las escasas plataformas de negociación existentes suelen centrarse en determinadas jurisdicciones. Para la zona del euro se recopila información diaria sobre las operaciones de préstamo a un día sin garantías de un panel de entidades de crédito, y la media ponderada de los tipos facilitados por dichas entidades da como resultado el índice medio del tipo de interés del euro a un día (eonia) como tipo de interés de referencia para el segmento de operaciones a un día sin garantías. No obstante, las contribuciones del panel de entidades no proporcionan información sobre operaciones individuales, sino datos agregados diarios de su actividad crediticia. A partir de mediados de 2016, la recopilación de datos de operaciones del mercado monetario se efectuará de conformidad con el Reglamento sobre presentación de información estadística de los mercados monetarios, con arreglo al que, inicialmente, 53 entidades presentarán información<sup>1</sup>.

**TARGET2 (el sistema automatizado transeuropeo de transferencia urgente para la liquidación bruta en tiempo real) constituye una fuente inigualable de información granular sobre el mercado monetario a un día.** Aunque la información sobre las operaciones de préstamo a un día sin garantías no está directamente disponible en TARGET2, es posible obtenerla analizando el conjunto de operaciones que se realizan a través del sistema de pagos para liquidar las dos partes de una operación de préstamo interbancario<sup>2</sup>. Este método lleva tiempo utilizándose en todo el mundo y permite reconstruir partes significativas de la actividad en el mercado monetario a un día sin garantías.

**La amplia cobertura de entidades en TARGET2 proporciona una imagen completa del mercado monetario a un día sin garantías.** Una de las principales ventajas de utilizar datos de TARGET2 para analizar este mercado es el elevado

<sup>1</sup> Véase el Reglamento (UE) n° 1333/2014 del Banco Central Europeo de 26 de noviembre de 2014 relativo a las estadísticas de los mercados monetarios (BCE/2014/48): [https://www.ecb.europa.eu/ecb/legal/pdf/oj\\_jol\\_2014\\_359\\_r\\_0006\\_es\\_txt.pdf](https://www.ecb.europa.eu/ecb/legal/pdf/oj_jol_2014_359_r_0006_es_txt.pdf).

<sup>2</sup> Para más información, véase el recuadro titulado «Using TARGET2 payment data to analyse money market conditions», *Boletín Mensual*, BCE, mayo de 2013, o el informe de la Red de investigación sobre estudios macroprudenciales (MaRs, en sus siglas en inglés): <https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2014/html/pr140623.en.html>.

número de entidades de crédito (alrededor de 1.000) que participan en el sistema de pagos<sup>3</sup>. Aunque una pequeña parte de la liquidación en el mercado a un día se realiza a nivel privado fuera de TARGET2, los datos de TARGET2 siguen proporcionando una imagen representativa del mercado a un día en la zona del euro. Así lo pone de manifiesto el hecho de que el importe total de operaciones de préstamo medido a partir de los datos de TARGET2 para el segundo trimestre de 2014 sea prácticamente igual al resultante de la encuesta sobre el mercado monetario de la zona del euro «Euro Money Market Survey» (2 billones de euros)<sup>4</sup>, que recoge las operaciones realizadas fuera de TARGET2, pero incluye un número mucho más reducido de entidades (154).

**Las estadísticas agregadas sobre el mercado monetario a un día sin garantías basadas en datos de TARGET2 confirman algunos aspectos bien conocidos relacionados con la crisis.** Por ejemplo, el importe de las operaciones en el mercado monetario a un día sin garantías se redujo desde un máximo de 2,5

billones de euros por período de mantenimiento de reservas a mediados de 2008 hasta situarse ligeramente por encima de 0,5 billones de euros cuando se liquidó la segunda operación de financiación a plazo más largo con vencimiento a tres años en marzo de 2012. El número total de entidades activas en el mercado a un día sin garantías en un período de mantenimiento determinado disminuyó de un máximo de unas 600 en agosto de 2008 a alrededor de 330 en junio de 2015 (véase gráfico A). Al mismo tiempo, la evolución de los tipos de interés puso en evidencia tensiones en

**Gráfico A**

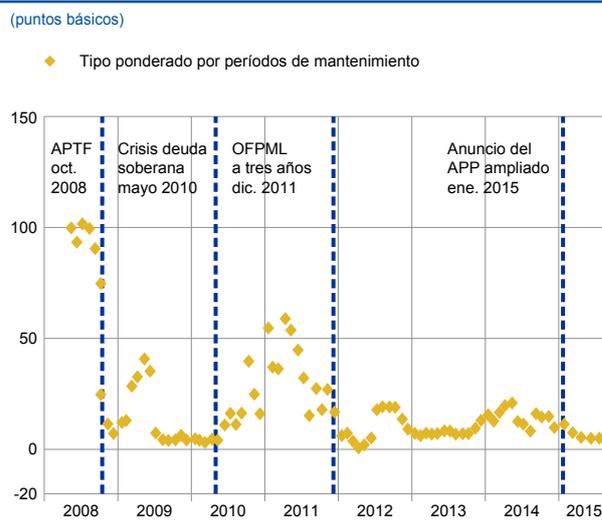
Volumen de operaciones en el mercado monetario a un día sin garantías y número de entidades de crédito



Fuentes: TARGET2 y cálculos del BCE.  
 Nota: Las cifras se han calculado por períodos de mantenimiento.

**Gráfico B**

Diferencial medio ponderado del tipo de interés a un día



Fuentes: TARGET2 y cálculos del BCE.  
 Notas: Las cifras se han calculado por períodos de mantenimiento. Diferencial del tipo a un día con respecto al tipo de la facilidad de depósito. APTF: adjudicación plena a tipo fijo. APP: programa de compra de activos.

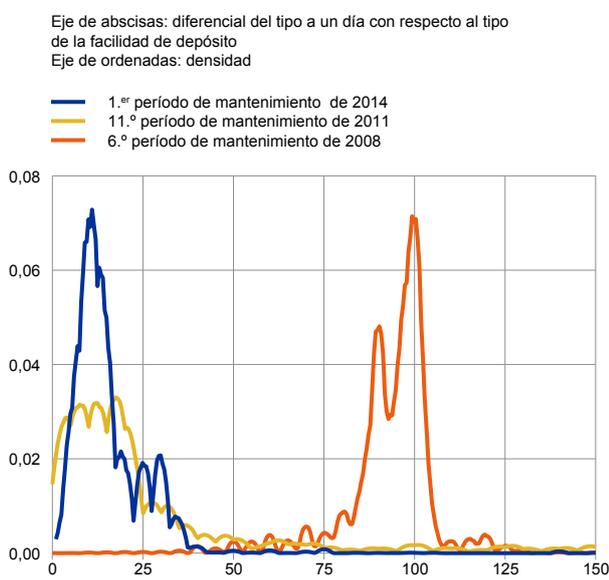
<sup>3</sup> Además, cada operación realizada en TARGET2 incluye los mismos campos e información, lo que permite la realización de comparaciones. Véase el Informe Anual de TARGET 2014: <https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2015/html/pr150601.en.html>.

<sup>4</sup> Véase la encuesta y el informe sobre el mercado monetario de la zona del euro: <https://www.ecb.europa.eu/stats/money/mmss/html/index.en.html>.

el mercado monetario. Por ejemplo, el diferencial medio del tipo de interés al que se remuneraban los fondos del mercado monetario a un día con respecto al tipo de la facilidad de depósito experimentó variaciones significativas en el tiempo. Después de caer hasta alcanzar al tipo de la facilidad del depósito con la introducción del procedimiento de subasta a tipo de interés fijo con adjudicación plena y el consiguiente aumento del exceso de liquidez, el diferencial alcanzó niveles elevados ocasionalmente, especialmente durante la crisis de la deuda soberana de la zona del euro que comenzó en la primavera de 2010 (véase gráfico B).

**Gráfico C**  
Distribución del diferencial del tipo a un día en períodos seleccionados

(puntos básicos)



Fuentes: TARGET2 y cálculos del BCE.

Notas: Las cifras se han calculado por períodos de mantenimiento. Diferencial del tipo a un día con respecto al tipo de la facilidad de depósito.

**Los datos del mercado monetario obtenidos de las operaciones de TARGET2 también proporcionan información sobre la dispersión de los tipos de interés y los volúmenes de operaciones entre entidades.**

El gráfico C presenta las densidades de kernel ponderadas por volumen del diferencial entre los tipos de interés a un día y el tipo de la facilidad de depósito en períodos seleccionados. A mediados de 2008, la mayor parte de las operaciones se efectuaban a tipos de interés próximos al tipo de las operaciones principales de financiación (es decir, con un diferencial de 100 puntos básicos) en el contexto del procedimiento de subasta a tipo de interés variable, y en 2011 y 2014 a tipos más próximos al tipo de la facilidad de depósito, lo que se tradujo en un exceso de liquidez resultante del procedimiento de adjudicación plena. No obstante, las densidades también ponen de manifiesto una dispersión considerable de los tipos de interés en diferentes momentos, observándose una banda especialmente amplia con incrementos de los diferenciales a finales de 2011 cuando la crisis de la deuda soberana alcanzó su punto crítico<sup>5</sup>.

**Los datos sobre operaciones bancarias individuales pueden asociarse a las características de las entidades intervinientes, en aspectos como el tamaño, la ubicación geográfica o el riesgo de crédito, con el fin de conocer mejor la evolución del mercado a un día sin garantías.** Para explicar la dispersión de los tipos de interés, los datos de TARGET2 se asocian a las calificaciones crediticias de las entidades. A tal fin, las calificaciones de cuatro agencias<sup>6</sup> se clasifican en seis grupos de riesgo de crédito partiendo del grupo de menor riesgo (1) hasta el de

<sup>5</sup> Dado que las densidades están ponderadas por volumen y las operaciones con los diferenciales más elevados son relativamente reducidas en términos de volumen, la densidad no capta el nivel total de dispersión de los tipos de interés.

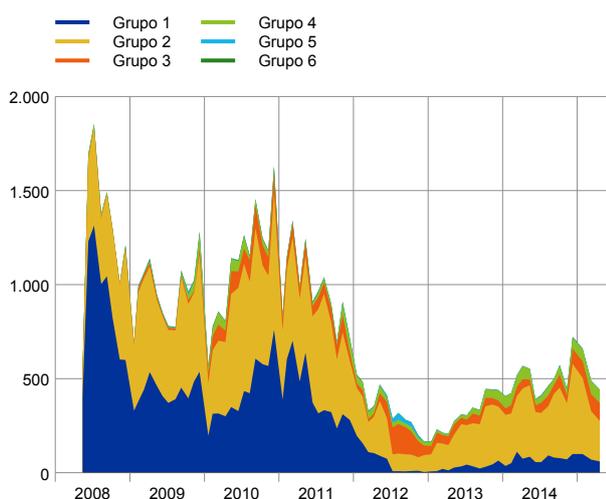
<sup>6</sup> DBRS, Fitch Ratings, Moody's y Standard & Poor's son las cuatro agencias de evaluación externa del crédito (ECAI, en sus siglas en inglés) aceptadas por el Eurosistema.

mayor riesgo (6), como se muestra en el cuadro. Tanto las entidades prestatarias como las prestamistas se asignan a grupos de riesgo de crédito<sup>7</sup>.

#### Gráfico D

Volumen de endeudamiento a un día por grupo de riesgo de crédito

(mm de euros)



Fuentes: TARGET2, DBRS, Fitch Ratings, Moody's, Standard & Poor's y cálculos del BCE.  
Notas: Las cifras se han calculado a nivel de períodos de mantenimiento.

**La asociación de los datos sobre calificaciones crediticias indica que el volumen de negociación está determinado en gran medida por el riesgo de crédito de las entidades prestatarias.** En el gráfico

D se presenta una desagregación del volumen total de fondos tomados en préstamo por grupo de riesgo de crédito<sup>8</sup>. Las entidades con la calificación crediticia más alta (Grupo 1) redujeron notablemente su endeudamiento para finales de 2012, al menos por dos importantes motivos. En primer lugar, se sabe que este grupo de entidades que no atravesaron dificultades acumuló mucho exceso de liquidez, y, en consecuencia, tuvo menos necesidades de financiación, pese a tener acceso a los mercados. En segundo lugar, la calificación crediticia de una parte significativa de entidades se rebajó durante la crisis financiera, lo que pudo llevar a que las entidades y sus volúmenes de préstamo se trasladaran a un nuevo grupo de riesgo de crédito. Sin embargo, el cambio de grupo de riesgo no explicaba por sí mismo la reducción del volumen total observado en todas las entidades. Por otra parte,

las entidades con una calificación más baja (Grupos 2 y 3) continuaron tomando en préstamo importes reducidos durante ese período. Si se consideran las mayores necesidades de liquidez de esas entidades, estos importes reducidos reflejan el hecho de que las entidades también tienen otros medios para financiarse, por ejemplo a plazos más largos, en el segmento con garantías del mercado, recurriendo a entidades de contrapartida distintas de entidades de crédito o al Eurosistema. El hecho de que la importancia del mercado con garantías haya aumentado en los últimos años también puede atribuirse, en cierta medida, a una sustitución de las operaciones en el mercado sin garantías<sup>9</sup>.

**La dispersión de los tipos de interés también está determinada por el riesgo de contraparte, registrándose variaciones de los diferenciales en el tiempo**

<sup>7</sup> La asignación a un grupo de riesgo de crédito concreto se basa en la disponibilidad de al menos una calificación a largo plazo. Cuando se dispone de dos o más calificaciones, el grupo se determina en función de la media de las calificaciones tras convertirlas a una escala numérica. El número de entidades representadas en cada grupo no es homogéneo, ya que refleja la representatividad de cada grupo en la zona del euro. Con el tiempo, las entidades pueden cambiar de grupo debido a modificaciones de las calificaciones. Véase también el cuadro.

<sup>8</sup> El porcentaje total del volumen total de financiación de las entidades de crédito no incluidas en la muestra es de alrededor del 25%. Este porcentaje se mantiene relativamente constante en el tiempo, por lo que no introduce sesgos en la muestra.

<sup>9</sup> Véase la encuesta y el informe sobre el mercado monetario de la zona del euro: <https://www.ecb.europa.eu/stats/money/mmss/html/index.en.html>.

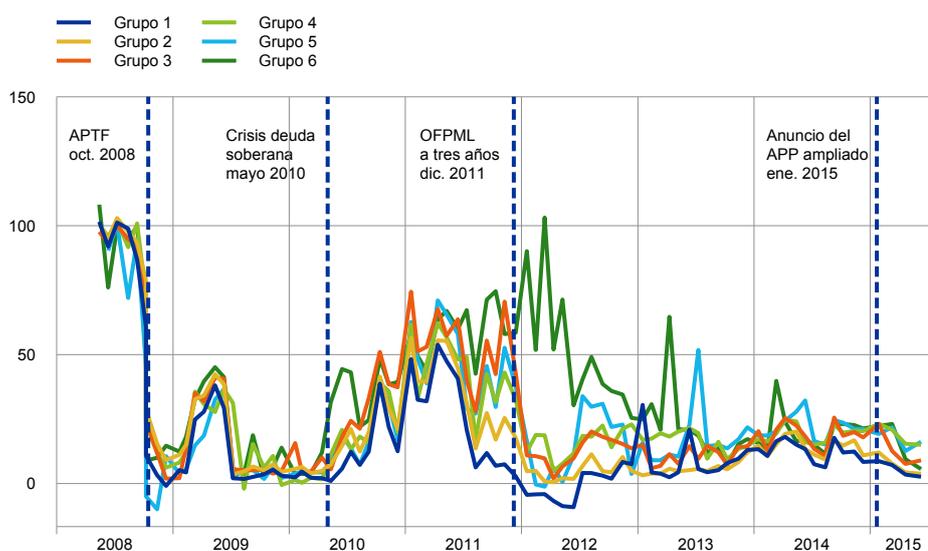
### entre los distintos grupos de calificación crediticia de las entidades.

El gráfico E presenta los tipos medios ponderados de la financiación obtenida por grupo de riesgo de crédito. Las entidades con calificaciones más bajas suelen pagar intereses más altos, lo que explica parte de la dispersión de los tipos observada en el gráfico C. No obstante, el gráfico E también muestra que la dispersión entre los tipos medios de la financiación obtenida por los grupos de riesgo de crédito durante 2008-2010 y 2014-2015 fue limitada. Esto indica que, en general, las entidades con acceso limitado a los mercados no influyen en los tipos del mercado monetario sin garantías, ya que con frecuencia necesitan obtener liquidez de otras fuentes, como se ha mencionado anteriormente. Únicamente se registraron unos diferenciales considerables de tipos entre los distintos grupos de riesgo de crédito a finales de 2011 y principios de 2012, aunque con respecto a unos volúmenes de financiación reducidos en el caso de los prestatarios de mayor riesgo. En conjunto, solo las entidades con una percepción de calidad determinada lograron obtener financiación en el mercado interbancario sin garantías.

#### Gráfico E

Diferencial de tipos de interés a un día en las operaciones de endeudamiento por grupo de riesgo de crédito

(puntos básicos)



Fuentes: TARGET2, DBRS, Fitch Ratings, Moody's, Standard & Poor's y cálculos del BCE.

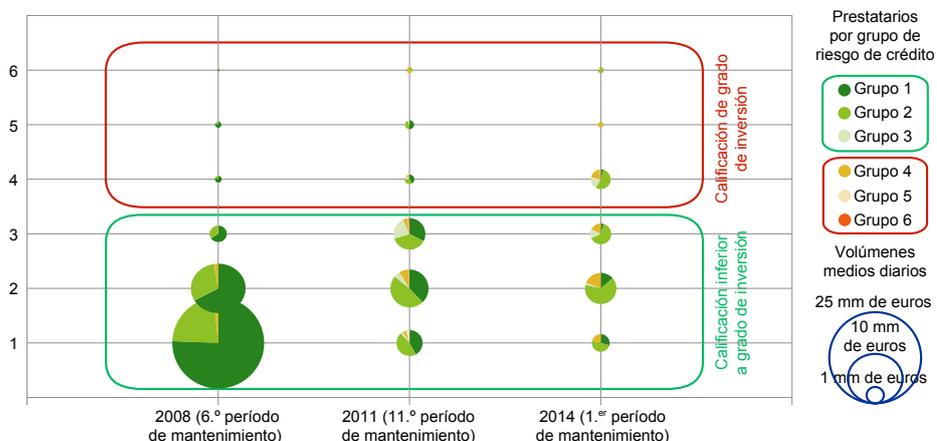
Notas: Las cifras se han calculado por períodos de mantenimiento. Diferencial del tipo a un día con respecto al tipo de la facilidad de depósito. APTF: adjudicación plena a tipo fijo. APP: programa de compra de activos.

### Las entidades con calificación de grado de inversión dominan las operaciones de préstamo en los mercados a un día sin garantías.

En el gráfico F se presenta una desagregación detallada de los volúmenes de las operaciones de préstamo y de endeudamiento por grupo de riesgo de crédito, que en comparación con el gráfico D añade información sobre la fuente de financiación en tres períodos de mantenimiento, y muestra que la mayor parte de las operaciones se realizaron entre entidades con la calificación más alta (Grupo 1) en 2008, pero que el volumen se redujo posteriormente porque la demanda de estas entidades desapareció, en un

## Gráfico F

### Volúmenes de concesión y toma de préstamos a un día por grupo de riesgo de crédito



Fuentes: TARGET2, DBRS, Fitch Ratings, Moody's, Standard & Poor's y cálculos del BCE.

Notas: El tamaño de la burbuja representa los volúmenes medios diarios de operaciones de concesión de préstamos. Los porcentajes de las burbujas representan los préstamos obtenidos por grupo de riesgo de crédito. Las cifras se basan en las operaciones de entidades de contrapartida identificadas en la base de datos de TARGET2 y que disponen de al menos una calificación crediticia externa.

## Cuadro

### Definición de los grupos de riesgo de crédito

	Clases por agencia de calificación crediticia (a largo plazo)				Calificación	Escala de calificaciones crediticias armonizadas del Eurosistema de ECAI
	DBRS	Fitch Ratings	Moody's	Standard & Poor's		
Grupo 1	AAA a AA (baja)	AAA a AA-	Aaa a Aa3	AAA a AA-	GRADO DE INVERSIÓN	CQS1
Grupo 2	A (alta) a A (baja)	A+ a A-	A1 a A3	A+ a A-		CQS2
Grupo 3	BBB (alta) a BBB (baja)	BBB+ a BBB-	Baa1 a Baa3	BBB+ a BBB-		CQS3
Grupo 4	BB (alta) a BB (baja)	BB+ a BB-	Ba1 a Ba3	BB+ a BB-	INFERIOR A GRADO DE INVERSIÓN	
Grupo 5	B (alta) a B (baja)	B+ a B-	B1 a B3	B+ a B-		
Grupo 6	CCC (alta) a D	CCC+ a D	Caa1 a D	CCC+ a D		

Fuentes: TARGET2, DBRS, Fitch Ratings, Moody's, Standard & Poor's y cálculos del BCE.

NOTAS: CQS (grado de calidad crediticia, en sus siglas en inglés) se refiere a la escala de calificaciones crediticias armonizadas del Eurosistema de ECAI (agencias externas de evaluación del crédito). Véase el recuadro titulado «Eurosystem credit assessment framework for monetary policy operations», *Boletín Mensual*, BCE, abril de 2014.

contexto de elevados niveles de exceso de liquidez. Sin embargo, la mayor parte de la oferta siguió en manos de las entidades con calificación de grado de inversión, que prestaron importes reducidos a diversas entidades con calificación más baja en 2011 y 2014.

## Recuadro 4

### Publicación de los saldos TARGET

**A partir de este mes, el BCE publicará mensualmente datos sobre los saldos TARGET individuales de los bancos centrales nacionales (BCN) de la zona del euro<sup>1</sup>.** Estos datos se incluirán en la sección «Statistical Data Warehouse» (SDW) del sitio web del BCE, en el marco de las estadísticas de los balances de las instituciones financieras monetarias<sup>2</sup>. La publicación de los saldos TARGET individuales es parte del compromiso de transparencia del BCE. En este recuadro se recuerda brevemente qué son los saldos TARGET y los factores determinantes de su evolución<sup>3</sup>.

**Los saldos TARGET son activos y pasivos netos de los BCN de la zona del euro frente al BCE. Estos saldos se generan a través de los pagos transfronterizos de los respectivos sectores bancarios nacionales o de los propios BCN que se liquidan en dinero de banco central y se procesan a través de TARGET, la plataforma compartida de liquidación de pagos de la zona del euro<sup>4</sup>.** Cuando una entidad de crédito realiza un pago a otra entidad a través de TARGET, el importe se adeuda en la cuenta de la entidad emisora en su BCN y se abona en la cuenta que la entidad receptora mantiene en su BCN. Si las dos entidades tienen cuentas en el mismo BCN no se produce ningún impacto neto en la cuenta agregada de las entidades en el BCN, y los saldos TARGET de los bancos centrales no se ven afectados. Sin embargo, cuando se trata de una operación transfronteriza, el saldo de la cuenta de la entidad emisora en el BCN disminuye y el de la cuenta de la entidad receptora en el BCN se incrementa. Estas posiciones se saldan contabilizando un pasivo en TARGET en el caso del primer BCN y un activo en TARGET en el del segundo BCN. Los pasivos y activos en TARGET son también resultado de las operaciones transfronterizas que realizan los propios BCN, como la compraventa de valores mantenidos con fines de inversión. Al final de cada día, los activos y pasivos intra-Eurosistema se agregan y se compensan en todo el Eurosistema, lo que da lugar a que cada BCN mantenga un único saldo neto frente al BCE, en forma de saldo positivo o negativo en TARGET. Por su diseño, todos los saldos TARGET (incluido el del BCE) suman en total cero<sup>5</sup>.

<sup>1</sup> TARGET significa «sistema transeuropeo de transferencia urgente para la liquidación bruta en tiempo real». El sistema actual se llama TARGET2. Sustituyó totalmente a TARGET en mayo de 2008, aunque, por conveniencia, en este recuadro «TARGET» se refiere a TARGET y a TARGET2.

<sup>2</sup> Los datos se publican el primer día hábil de cada mes, con un desfase de un mes. Para más detalles, véase el apartado «Statistics > Monetary and financial statistics > TARGET balances of participating NCBs», en el sitio web del BCE.

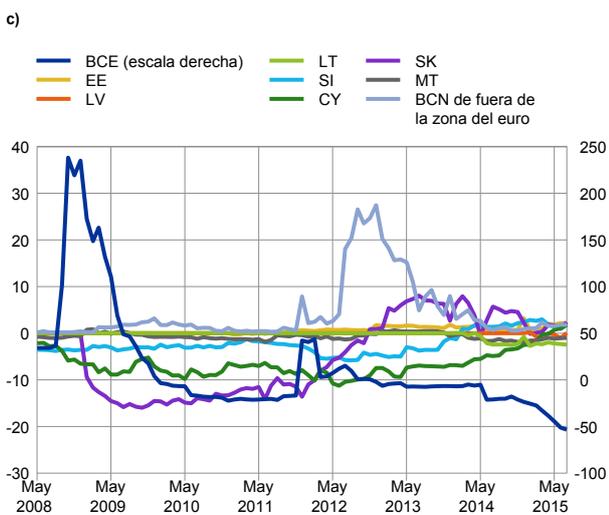
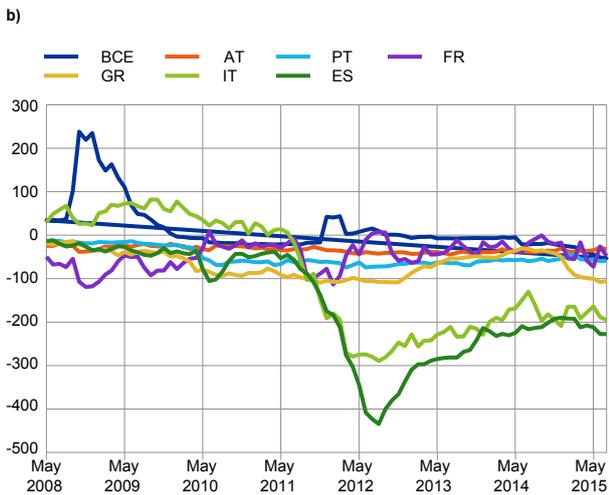
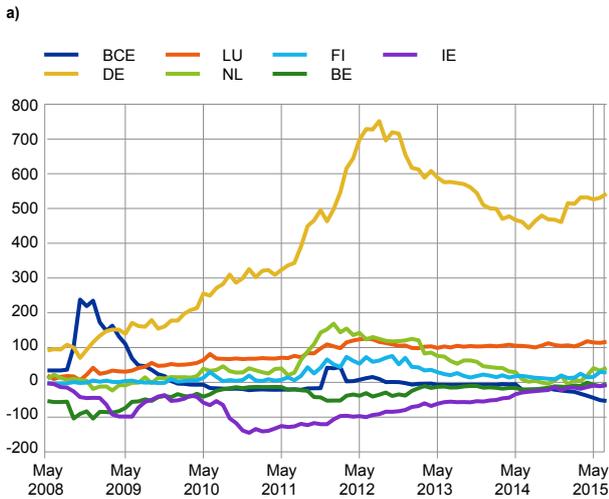
<sup>3</sup> Para más detalles, véase el artículo titulado «TARGET balances and monetary policy operations» *Boletín Mensual*, número 5, BCE, mayo de 2013.

<sup>4</sup> Algunos BCN de países de la Unión Europea no pertenecientes a la zona del euro se han incorporado voluntariamente a TARGET. Este recuadro se centra en los países de la zona del euro.

<sup>5</sup> El saldo del BCE en TARGET frente a los BCN como se presenta en el gráfico refleja el resultado neto de los activos y pasivos resultantes de operaciones realizadas directamente por el BCE, por ejemplo en el contexto de los acuerdos de provisión de liquidez (línea *swap*) en dólares estadounidenses-euros.

## Gráfico Saldos TARGET

(mm de euros)



Fuente: BCE.

Nota: «BCN de fuera de la zona del euro» representa los activos de los BCN de países de la UE no pertenecientes a la zona del euro que participan voluntariamente en TARGET. Los BCN incluidos en este grupo varían con el tiempo. A partir de enero de 2015, se refiere a Bulgaria, Dinamarca, Polonia y Rumanía.

### Estos saldos TARGET son un rasgo normal de la instrumentación descentralizada de la política monetaria en la zona del euro.

Reflejan los flujos financieros transfronterizos en la zona del euro que se generan en operaciones financieras transfronterizas realizadas principalmente por el sector privado, como entidades de crédito, empresas o personas físicas, y la consiguiente distribución transfronteriza de la liquidez que proporciona el banco central. Por lo tanto, los activos y pasivos en TARGET de los BCN frente al BCE y del BCE frente a los BCN han existido desde el inicio de la Unión Económica y Monetaria. De hecho, la suma de todos los activos de los balances de los BCN de la zona del euro era de alrededor de 100 mm de euros hasta mediados de 2007.

### La aparición de abultados saldos TARGET durante la crisis refleja fundamentalmente la distribución de la liquidez del banco central mediante instrumentos distintos del efectivo en el Eurosistema.

El Eurosistema instrumenta su política monetaria de manera descentralizada, y la provisión de liquidez agregada por parte del Eurosistema a través de los BCN corresponde a las necesidades de liquidez agregadas del sector bancario de la zona del euro. La liquidez puede redistribuirse en los sectores bancarios a través del mercado interbancario de la zona del euro. Durante la crisis, las necesidades de liquidez de las entidades de crédito de la zona aumentaron significativamente, observándose una dispersión considerable entre países. Al mismo tiempo, el mercado interbancario se secó, lo que impidió la distribución de la liquidez a través de los mercados privados. Desde el comienzo de la crisis, el Eurosistema satisfizo las necesidades de liquidez del sector bancario de la zona del euro proporcionando abundante liquidez adicional a través de sus operaciones de financiación. Desde octubre de 2008, el Eurosistema ha atendido plenamente la demanda de las entidades de liquidez del banco central en subastas con adjudicación plena a tipo de interés fijo sujetas a la disponibilidad de activos de garantía admitidos.

### El significativo aumento del recurso a la financiación proporcionada por el banco central

**durante la crisis y su desigual distribución por países se asociaron al correspondiente incremento de los activos y pasivos en TARGET.** Estos activos y pasivos aumentaron hasta finales de 2012 (véase gráfico), como consecuencia de que las entidades de algunos países registraron flujos netos de salida de pagos y tuvieron un acceso limitado a los mercados de financiación a corto plazo, mientras que las entidades de otros países se beneficiaron de cuantiosas entradas de flujos financieros. Posteriormente, cuando las condiciones de financiación en los mercados mejoraron gradualmente y las entidades recurrieron menos a las operaciones de financiación del Eurosistema, los saldos TARGET de los bancos centrales disminuyeron, en general, en términos absolutos. Estos saldos volvieron a incrementarse ligeramente a finales de 2014. En parte, esto fue reflejo de una participación relativamente mayor de entidades de determinados países con pasivos en TARGET en las operaciones de financiación a plazo más largo con objetivo específico (TLTRO, en sus siglas en inglés) que empezaron a realizarse en junio de 2014, ya que estas operaciones generalmente resultaban más atractivas para estas entidades de contrapartida. El programa ampliado de compra de activos (APP, en sus siglas en inglés) que se inició en marzo de 2015 puede influir en los saldos TARGET cuando la parte compradora y la vendedora operan en jurisdicciones diferentes, lo que podría explicar la evolución más reciente.

**Es necesario interpretar con cautela los saldos TARGET en un sistema financiero integrado como la zona del euro.** Por ejemplo, estos saldos también reflejan transferencias de efectivo de grandes grupos bancarios transfronterizos en caso de que las necesidades de dinero de banco central del grupo se gestionen centralizadamente con un BCN y luego se redistribuyan entre las entidades del grupo a través de TARGET. Estos saldos también reflejan flujos de pagos de participantes remotos<sup>6</sup>. Entre otros factores que ponen en evidencia la necesidad de interpretar estos saldos con cautela se incluyen las distintas preferencias de los países de la zona del euro en lo que respecta a los billetes que mantienen y el acceso a los instrumentos de política monetaria del Eurosistema de entidades de crédito no pertenecientes al Espacio Económico Europeo a través de filiales en un país conectado a TARGET<sup>7</sup>. Además, las adquisiciones transfronterizas de valores realizadas en el contexto del APP pueden influir en los saldos TARGET, pero no señalan la existencia de tensiones financieras. Por lo tanto, los saldos TARGET de los bancos centrales frente al BCE no proporcionan ni pretenden proporcionar una imagen completa de los flujos financieros netos entre países.

<sup>6</sup> Una entidad establecida en un país del Espacio Económico Europeo pero que no participa en TARGET (por ejemplo, una entidad de crédito ubicada en el Reino Unido) puede abrir una cuenta en otro BCN de su elección que participe en TARGET.

<sup>7</sup> En el recuadro titulado «Saldos en TARGET2 de los bancos centrales nacionales de la zona del euro», *Boletín Mensual*, número 10, BCE, octubre de 2011, se proporciona más información a este respecto.

## Recuadro 5

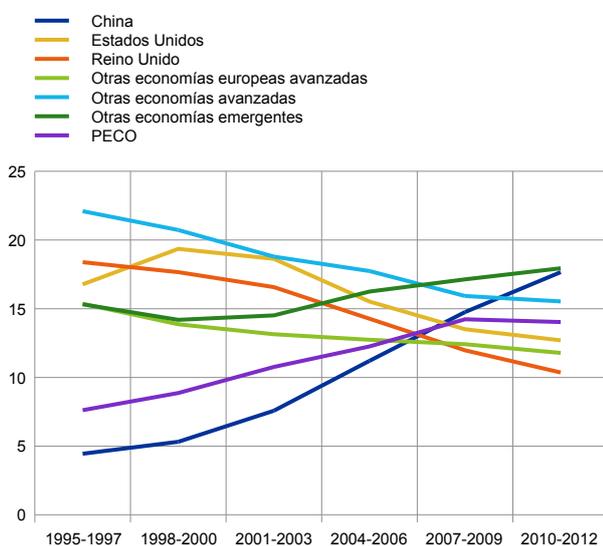
### La revisión de las ponderaciones por el comercio exterior de los tipos de cambio efectivos del euro refleja la creciente importancia de las economías emergentes

**El BCE ha actualizado recientemente las ponderaciones por el comercio exterior utilizadas en el cálculo de los tipos de cambio efectivos (TCE) del euro.** Este ejercicio se realiza cada tres años a fin de captar oportunamente las variaciones a medio plazo en el patrón del comercio de manufacturas de la zona del euro<sup>1</sup>. En el ejercicio más reciente, realizado en agosto de 2015, se añadieron a la serie las ponderaciones medias por el comercio exterior correspondientes al período de tres años comprendido entre 2010 y 2012,

#### Gráfico A

Evolución de las ponderaciones por el comercio exterior del grupo de socios comerciales TCE-38

(porcentaje)



Fuente: BCE.

Notas: La rúbrica «Otras economías europeas avanzadas» incluye Dinamarca, Noruega, Suecia y Suiza; «Otras economías avanzadas» comprende Australia, Canadá, Corea, Hong Kong, Islandia, Israel, Japón, Nueva Zelanda, Singapur y Taiwán; «PECO» incluye Bulgaria, Croacia, Hungría, Polonia, República Checa y Rumanía, y «Otras economías emergentes» incluye Argelia, Argentina, Brasil, Chile, Filipinas, India, Indonesia, Malasia, Marruecos, México, Rusia, Sudáfrica, Tailandia, Turquía y Venezuela.

y se actualizaron las ponderaciones relativas a los períodos anteriores (de 1995 a 2009) para reflejar los datos revisados sobre el comercio exterior.

**Las series actualizadas y revisadas muestran un aumento sostenido de la importancia de las economías emergentes, en particular China, como socios comerciales de la zona del euro (véanse el gráfico A y el cuadro).** El peso de China en una cesta integrada por los 38 socios comerciales más importantes de la zona del euro (el grupo denominado TCE-38), que se situaba en torno al 4 % en el período comprendido entre 1995 y 1997, aumentó aún más, desde alrededor del 15 % en el período 2007-2009 hasta cerca del 18 % en el período 2010-2012. También aumentó la importancia de otras economías emergentes como socios comerciales de la zona del euro, aunque a un ritmo más moderado, siendo Turquía, Rusia e Indonesia las que registraron los mayores aumentos. Por el contrario, las ponderaciones por el comercio exterior de las economías avanzadas en el TCE-38 se redujeron en el mismo período. En 1995, los dos principales socios comerciales de la zona

<sup>1</sup> Véase un resumen de la metodología utilizada para calcular los TCE de la zona del euro en M. Schmitz, M. de Clercq, M. Fidora, B. Lauro y C. Pinheiro, «Revisiting the effective exchange rates of the euro», *Occasional Paper Series*, n.º 134, BCE, 2012.

## Ponderaciones por el comercio exterior del grupo de socios comerciales TCE-38

(porcentaje)

País	1995-1997	1998-2000	2001-2003	2004-2006	2007-2009	2010-2012	Variación 2010-2012 frente a 1995-1997
China	4,4	5,3	7,6	11,2	14,8	17,7	13,2
Estados Unidos	16,8	19,4	18,7	15,5	13,5	12,7	-4,1
Reino Unido	18,4	17,7	16,6	14,3	12,0	10,3	-8,1
Suiza	6,7	6,0	5,8	5,4	5,3	5,5	-1,2
Japón	9,6	8,8	7,6	6,7	5,7	5,3	-4,3
Polonia	2,4	2,8	3,3	4,0	5,0	5,1	2,7
República Checa	2,2	2,4	3,0	3,4	4,1	4,1	1,9
Suecia	4,8	4,4	3,9	4,1	3,9	3,6	-1,2
Rusia	2,5	1,8	2,2	3,0	3,5	3,5	1,0
Turquía	2,2	2,2	2,3	3,0	3,1	3,3	1,1
Corea	2,9	2,7	2,8	3,2	3,2	3,2	0,3
Indonesia	1,5	1,3	1,5	1,8	2,1	2,4	1,0
Hungría	1,5	2,2	2,5	2,6	2,5	2,3	0,7
Dinamarca	2,6	2,3	2,3	2,2	2,1	1,7	-0,9
Rumanía	0,7	0,8	1,1	1,4	1,6	1,7	1,0
Taiwán	2,3	2,4	2,1	1,8	1,5	1,5	-0,8
Brasil	1,5	1,4	1,2	1,2	1,4	1,4	-0,1
Hong Kong	2,0	1,7	1,5	1,5	1,3	1,4	-0,6
México	0,9	1,2	1,3	1,2	1,2	1,3	0,5
Singapur	1,8	1,6	1,4	1,4	1,2	1,3	-0,6
Canadá	1,5	1,6	1,6	1,4	1,3	1,2	-0,3
Tailandia	1,2	1,0	1,0	1,0	1,1	1,1	-0,1
Malasia	1,2	1,2	1,2	1,1	1,0	1,0	-0,2
Sudáfrica	0,9	0,9	0,9	1,0	0,9	1,0	0,0
Noruega	1,3	1,2	1,0	1,1	1,1	1,0	-0,3
Australia	0,8	0,7	0,7	0,7	0,7	0,8	0,0
India	1,0	0,8	0,7	0,6	0,6	0,7	-0,3
Israel	1,1	1,0	0,9	0,7	0,7	0,7	-0,4
Marruecos	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,0
Bulgaria	0,3	0,3	0,4	0,4	0,5	0,5	0,2
Chile	0,3	0,3	0,3	0,4	0,4	0,4	0,1
Argelia	0,3	0,3	0,3	0,3	0,4	0,4	0,1
Argentina	0,6	0,5	0,3	0,3	0,3	0,4	-0,2
Croacia	0,5	0,4	0,5	0,5	0,5	0,4	-0,2
Filipinas	0,4	0,5	0,5	0,4	0,3	0,3	-0,1
Venezuela	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	-0,1
Nueva Zelanda	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,0
Islandia	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,0
<b>Total</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>0,0</b>

Fuente: BCE.

Nota: Los países se enumeran en el orden correspondiente a su ponderación por el comercio exterior durante el período 2010-2012.

del euro eran el Reino Unido y Estados Unidos, con ponderaciones de alrededor del 18 % y del 17 %, respectivamente. En 2012, esos porcentajes habían descendido hasta situarse en torno al 10 % y al 13 %, respectivamente.

**La importancia de los países de Europa Central y Oriental (PECO) en el comercio exterior de la zona del euro también ha aumentado en consonancia con su creciente integración en Europa.** Desde el período comprendido entre 1995 y 1997, el peso combinado de estas economías ha aumentado, por ejemplo, por encima del de Estados Unidos y el Reino Unido, aunque se mantuvo estable en el período de referencia 2010-2012, en el 14 % del TCE-38, como consecuencia de la reducción de los intercambios comerciales entre los países de Europa durante ese período. En particular, los PECO tenían un peso del 18 % en las importaciones de manufacturas de la zona del euro, es decir, ocupaban el segundo más alto

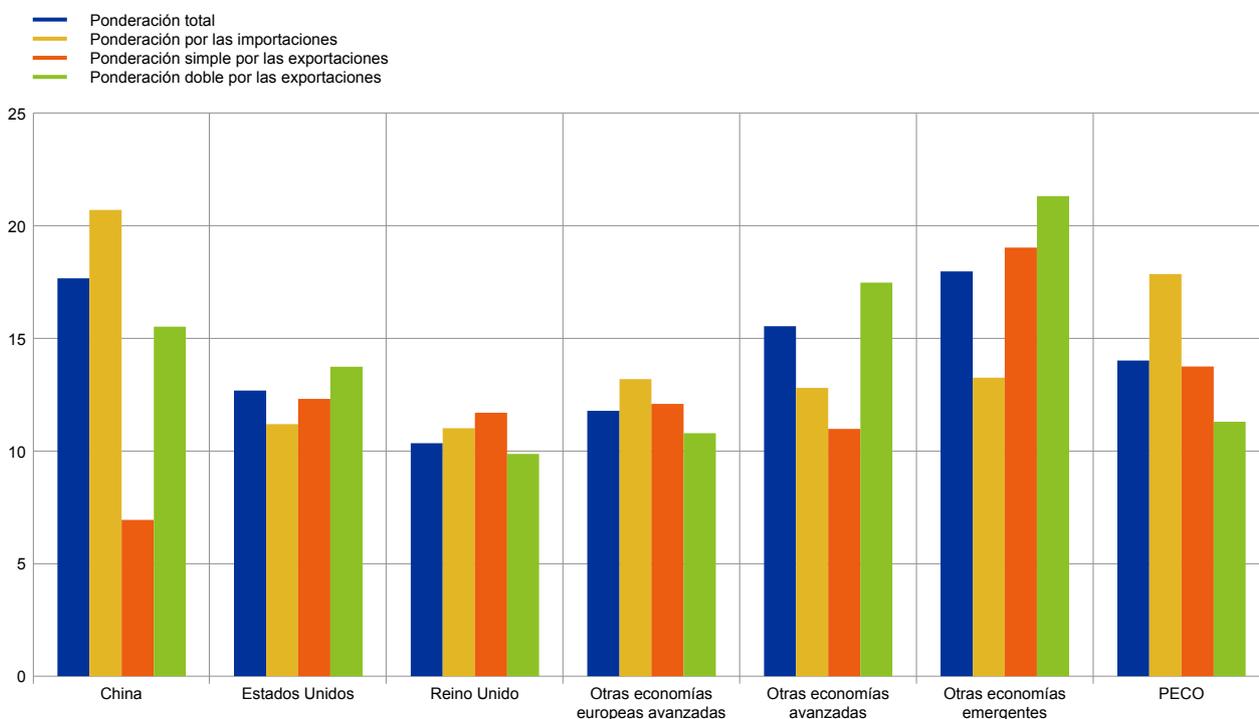
después de China, lo que refleja su papel crucial en la contribución paneuropea a las cadenas de valor globales.

**La posición de China como principal socio comercial de la zona del euro se debe, principalmente, a su importancia en las importaciones y en la competencia en terceros mercados (véase gráfico B).** China se ha convertido en la principal fuente de importaciones de manufacturas de la zona del euro, con una participación del 21 % en el período comprendido entre 2010 y 2012. En lo tocante a las exportaciones, para tener en cuenta también la competencia de los exportadores con base en terceros mercados a la que tienen que hacer frente las empresas de la zona del euro en los mercados extranjeros, las ponderaciones totales por el comercio exterior se ajustan mediante el método de «doble ponderación». En particular, debido a la importancia de China y de otras economías avanzadas y emergentes como competidores de los exportadores de la zona del euro, este ajuste se traduce en un notable incremento de sus ponderaciones por el comercio exterior por encima de los niveles que implican los vínculos de exportación directos. En el caso de China, la «doble ponderación» de las exportaciones ascendió a un 16 %, frente a una ponderación simple del 7 % en el período comprendido entre 2010 y 2012.

### Gráfico B

Comparación de las ponderaciones por el comercio exterior del grupo de socios comerciales TCE-38, 2010-2012

(porcentaje)



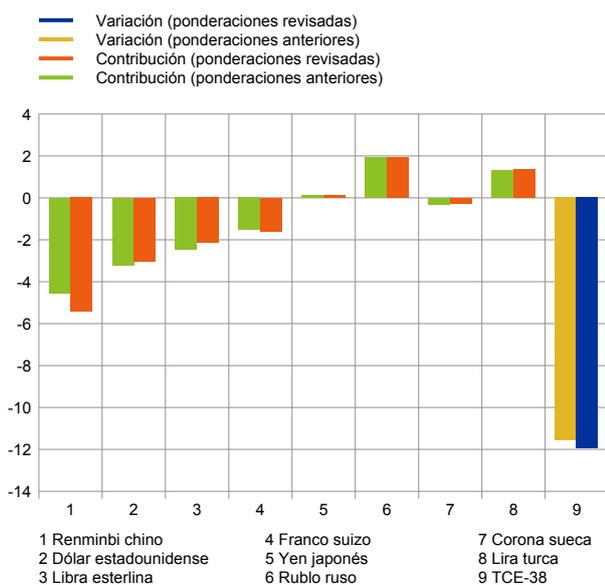
Fuente: BCE.

Notas: Las ponderaciones simples por las exportaciones corresponden a la participación de cada país o grupo de países en las exportaciones de manufacturas de la zona del euro. Las ponderaciones dobles por las exportaciones recogen la competencia de los productores nacionales y de los exportadores de terceros países a la que tienen que hacer frente los exportadores de la zona del euro en los mercados extranjeros.

Utilizando el sistema de ponderaciones actualizado se observa que la depreciación del euro —en términos efectivos tanto reales como nominales— desde 2010 fue ligeramente más pronunciada de lo que se había indicado anteriormente. Entre comienzos de 2010 y finales de julio de 2015, el TCE nominal diario actualizado del euro frente al grupo de socios comerciales del TCE-38 se depreció un 12 % en comparación con el 11,6 % tomando como base el indicador anterior. La revisión se debió, principalmente, al mayor peso en el comercio internacional del renminbi chino (véase gráfico C). La mejora de la competitividad precio de la zona del euro desde comienzos de 2010, reflejada en la depreciación real del euro, también fue algo más significativa si se toman como base los indicadores actualizados. Desde principios de 2010 hasta junio de 2015, el TCE-38 real actualizado, deflactado por el IPC, descendió un 16,1 %, mientras que el índice anterior se redujo un 15,3 % (véase gráfico D).

**Gráfico C**  
Contribuciones a la variación del TCE-38 nominal desde 2010

(porcentaje, puntos porcentuales)



Fuente BCE.

Nota: Un valor negativo indica una depreciación del euro, mientras que un valor positivo indica una apreciación de la moneda única. El gráfico abarca el período comprendido entre el 1 de enero de 2010 y el 31 de julio de 2015.

**Gráfico D**  
TCE-38 real, anterior y revisado

(deflactado por el IPC; índice I 1999 = 100)



Fuente BCE.

Nota: Un movimiento a la baja indica una depreciación del euro, mientras que un movimiento al alza indica una apreciación de la moneda única.

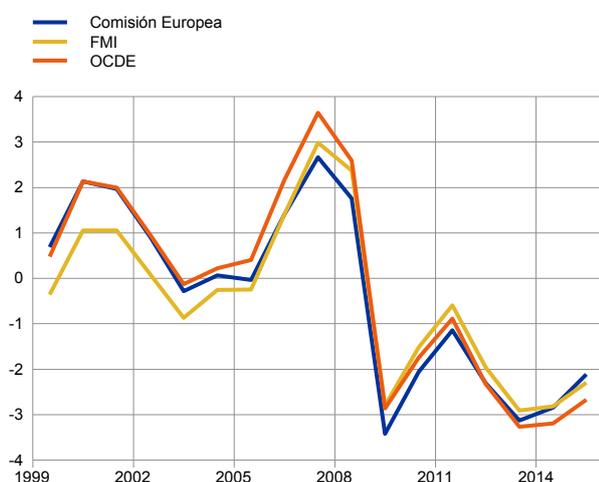
## Recuadro 6

### Una medida de la holgura de la economía de la zona del euro basada en encuestas de opinión

**Las medidas de holgura de la economía, como la brecha de producción, son un importante elemento del análisis de política económica, ya que representan la interacción entre la demanda y la oferta.** Sin embargo, la holgura de la economía no es observable y debe estimarse. De hecho, las estimaciones de la holgura están sujetas a una incertidumbre elevada, suelen revisarse y, por consiguiente, deben interpretarse con cautela<sup>1</sup>. En este recuadro se presenta una herramienta que utiliza la información sobre la demanda obtenida de los indicadores de opinión disponibles, con el fin de estimar el grado de holgura de la economía. La medida que se describe suele revisarse con menos frecuencia, y por ello puede servir de complemento de las estimaciones de la brecha de producción de los modelos estructurales.

**Gráfico A**  
Estimaciones de la brecha de producción de la zona del euro

(distribución porcentual del producto potencial)



Fuentes: Previsiones económicas de primavera de 2015 de la Comisión Europea, Perspectivas de la Economía Mundial del FMI de abril de 2015 y Perspectivas Económicas de la OCDE de mayo de 2015.

**Existen varios métodos para determinar el grado de holgura de la economía.** Las estimaciones de la holgura de la economía basadas en una función de producción tienen la ventaja de que son acordes con la teoría económica y pueden explicar la evolución del producto potencial a través de sus componentes (trabajo, capital y productividad total de los factores). La Comisión Europea<sup>2</sup> y la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (OCDE)<sup>3</sup> realizan estimaciones de este tipo, mientras que el Fondo Monetario Internacional (FMI) utiliza métodos diferentes en función del país considerado. En el gráfico A se presentan las estimaciones recientes de estas instituciones para la zona del euro. Se calcula que la brecha de producción de la zona del euro se situará entre el  $-2,1\%$  y el  $-2,7\%$  en 2015, lo que sugiere la persistencia de un grado considerable de holgura. No obstante, un inconveniente de estas estimaciones es que suelen ser objeto de revisiones

<sup>1</sup> Véase, por ejemplo, el recuadro titulado «Evidencia reciente sobre la incertidumbre en torno a las estimaciones en tiempo real de la brecha de producción de la zona del euro», *Boletín Mensual*, BCE, noviembre de 2011.

<sup>2</sup> Véase K. Havik *et al.*, «The production function methodology for calculating potential growth rates and output gaps», *European Economy – Economic Papers*, n.º 535, Comisión Europea, noviembre de 2014.

<sup>3</sup> Véase P. O. Beffy *et al.*, «New OECD methods for supply-side and medium-term assessment: a capital services approach», *OECD Economics Department Working Papers*, n.º 482, OCDE, julio de 2006.

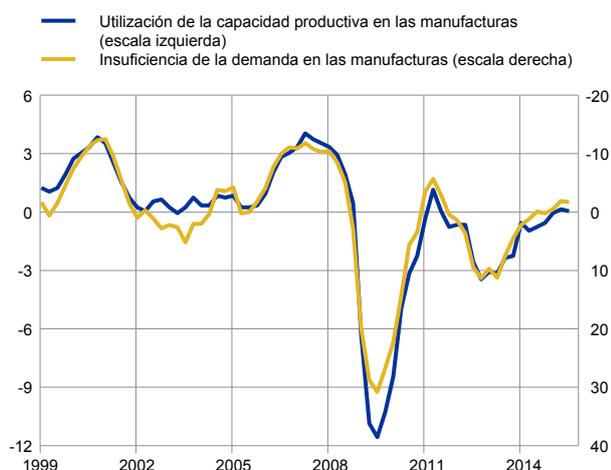
sustanciales, debido a modificaciones de los datos, de los parámetros y de la configuración de los modelos<sup>4</sup>.

**Para determinar el grado de holgura, los analistas también recurren a encuestas como la relativa a la utilización de la capacidad productiva en el sector de manufacturas, o a la percepción del grado de insuficiencia de la demanda como factor limitador para las empresas.** La ventaja de estas encuestas radica en que se revisan con menos frecuencia, por lo que dan mejores resultados en tiempo real, y son conocidas por identificar mejor los puntos de inflexión del ciclo. Asimismo, los indicadores de opinión se publican poco después del período de referencia. Sin embargo, las medidas basadas en encuestas al sector de manufacturas captan menos de una quinta parte de la economía y no tienen en cuenta la evolución de la holgura en el mercado de trabajo. Las encuestas sobre la utilización de la capacidad productiva o la insuficiencia de la demanda en las manufacturas indican que, a mediados de 2015, la holgura de la economía de la zona del euro estaba próxima a su media histórica (véase gráfico B).

### Gráfico B

Utilización de la capacidad productiva y demanda como factores limitadores de la producción en las manufacturas

(desviaciones de la media histórica en puntos porcentuales)

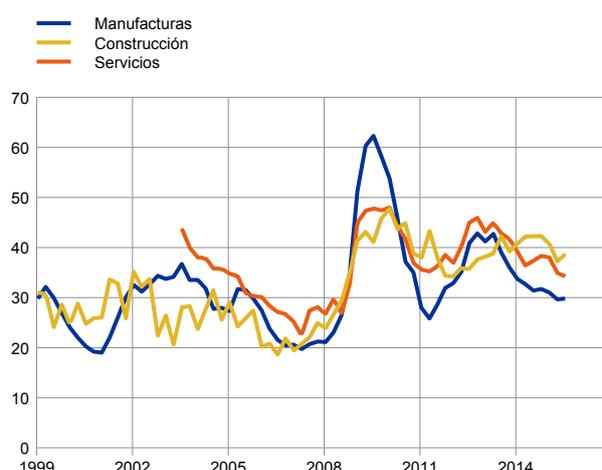


Fuente: Comisión Europea.

### Gráfico C

Insuficiencia de la demanda como factor limitador de la producción

(distribución porcentual del total de respuestas)



Fuente: Comisión Europea.

**Una nueva medida de la holgura basada en encuestas asocia los resultados de la encuesta sobre «factores limitadores de la producción» de la Comisión Europea a la evolución del PIB.** En esta encuesta se pregunta a las empresas sobre los principales factores que limitan su producción en ese momento.

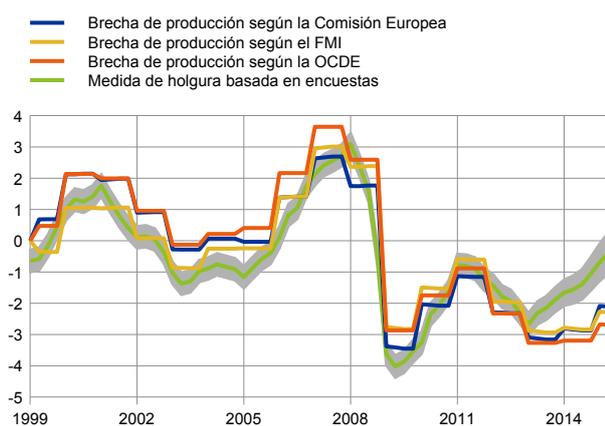
La respuesta «la insuficiencia de la demanda limita la producción» fue seleccionada como indicador de holgura para el modelo. El indicador de opinión, que combina información sobre los sectores de manufacturas, construcción y servicios, cuando

<sup>4</sup> Sobre las revisiones y la incertidumbre de las estimaciones de instituciones internacionales, véase la sección 2.2 de R. Anderton *et al.*, «Potential output from a euro area perspective», *Occasional Paper Series*, n.º 156, BCE, noviembre de 2014.

está disponible (véase gráfico C), se utiliza en un modelo bivalente de componentes no observables. En el modelo, el producto real es igual a la suma del producto tendencial (no observable) y la medida de la holgura. La tasa de crecimiento del producto tendencial se modeliza como un paseo aleatorio, y la holgura se determina a partir de la evolución del indicador de opinión agregado.

**Gráfico D**  
Holgura en la zona del euro

(desviación respecto a la tendencia en puntos porcentuales)

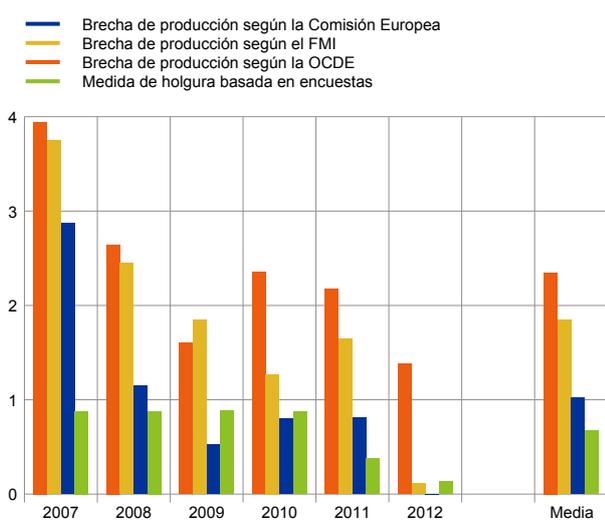


Fuentes: Cálculos de los expertos del BCE, previsiones económicas de primavera de 2015 de la Comisión Europea, Perspectivas de la Economía Mundial del FMI de abril de 2015 y Perspectivas Económicas de la OCDE de mayo de 2015.  
Nota: La zona sombreada en gris representa una banda de incertidumbre con una desviación típica de +/-2 en torno a la medida basada en encuestas.

**Durante la mayor parte del período transcurrido desde 1999, la medida basada en encuestas muestra una estimación del grado de holgura de la economía similar a las de las estimaciones más recientes de la Comisión Europea, la OCDE y el FMI.** Sin embargo, según la medida basada en encuestas, el grado de holgura en el período 2014-2015 está disminuyendo relativamente rápido. En consecuencia, de acuerdo con esta medida, el grado de holgura actual es inferior al de las estimaciones de instituciones internacionales (véase gráfico D). Dado que la medida basada en encuestas extrae información de las valoraciones de las empresas en relación con la pregunta sobre la insuficiencia de la demanda como factor que limita su producción, la reducción de la holgura podría sugerir que, desde 2014, el crecimiento de la zona del euro refleja una mejora de las condiciones de demanda, más que de las de oferta.

**Gráfico E**  
Revisiones de las estimaciones de la holgura

(puntos porcentuales)



Fuentes: OCDE, Comisión Europea y cálculos de los expertos del BCE.

**La pregunta de la encuesta sobre «insuficiencia de la demanda como factor limitador de la producción» ayuda a confirmar la evolución de la holgura en el modelo, lo que también se traduce en revisiones menores.** Las estimaciones recursivas muestran que, durante la mayor parte del período 2000-2014, la medida basada en encuestas genera menos diferencias entre las estimaciones casi a tiempo real y las estimaciones *ex post* que las estimaciones de la brecha de producción de instituciones internacionales. El uso de series de datos del PIB para crear estimaciones en tiempo real muestra que, para el período de mayor volatilidad (2007-2012), las revisiones son menores para la medida (anualizada) basada en encuestas, aumentando ligeramente en el caso de la estimación de la brecha de producción de la Comisión Europea. Las mayores revisiones son las observadas para las estimaciones de la OCDE y el FMI (véase gráfico E).

**En general, la medida de la holgura basada en encuestas indica que el grado de holgura de la economía de la zona del euro en 2015 es inferior a las estimaciones publicadas por instituciones internacionales.** Aunque la medida de la holgura resultante de las encuestas está sujeta a incertidumbre y no puede descomponerse en la evolución de sus componentes, trabajo, capital y productividad total de los factores, tiende a ser revisada con menos frecuencia. Por lo tanto, conviene utilizar estas medidas para complementar las estimaciones de la brecha de producción de modelos basados en una función de producción.

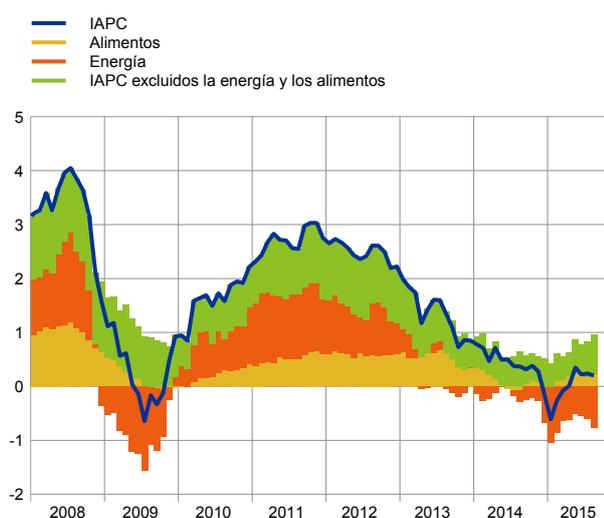
## Recuadro 7

### Evolución reciente de los precios de los alimentos en la zona del euro

#### Gráfico A

Contribución de la evolución de los precios de los alimentos a la inflación medida por el IAPC

(tasas de variación interanual; puntos porcentuales)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Nota: Las observaciones más recientes corresponden a agosto de 2015 (estimaciones preliminares).

**La evolución de los precios de los alimentos ha reforzado el patrón de la inflación de la zona del euro impulsada por los precios de la energía en los últimos trimestres.** Esta evolución es patente tanto en la menor contribución de los precios de los alimentos a la inflación en 2014 como en su aumento durante los primeros meses de 2015 (véase gráfico A), con un patrón de descenso y recuperación visible en los precios de los alimentos, tanto elaborados como no elaborados. Dado que el avance de los precios de los alimentos puede experimentar una variabilidad considerable, en este recuadro se examinan los factores que explican su reciente evolución para poder entender mejor el repunte.

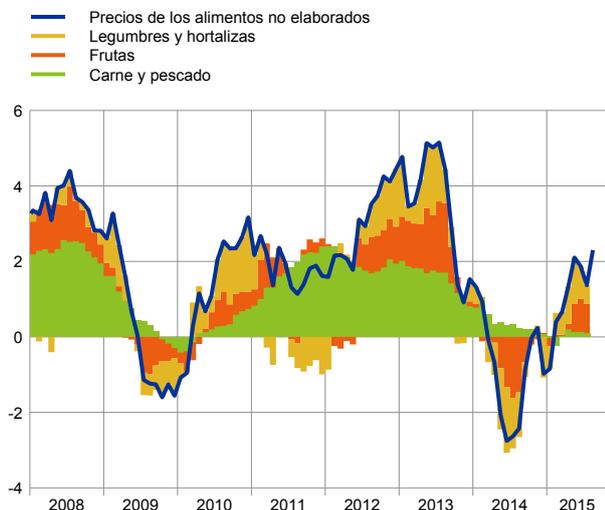
**Los recientes movimientos de los precios de los alimentos no elaborados se explican, en gran medida, por la evolución de los precios de las frutas, legumbres y hortalizas.** Estos representan la mayor parte del descenso de la tasa de variación interanual (que pasó de aproximadamente el 5% a

mediados de 2013 a un mínimo histórico de casi el -3% a mediados de 2014) y el grueso del repunte a tasas de avance positivas (de alrededor del 2% a mediados de 2015; véase gráfico B). Los factores estacionales suelen desempeñar un papel importante. La caída de los precios de las frutas, legumbres y hortalizas a principios de 2014 refleja sobre todo las suaves temperaturas del invierno de 2013-2014 junto con la corrección de anteriores impactos al alza derivados de las adversas condiciones meteorológicas. La recuperación de tasas de avance interanual positivas en la primera mitad de 2015 refleja, así pues, tanto la evolución relativamente contenida de los precios durante el año anterior como unas variaciones de los precios relativamente acusadas en 2015 (véase gráfico C).

**Las recientes variaciones de los precios de los alimentos elaborados obedecen a diferentes factores.** En primer lugar, el giro al alza de principios de 2015 refleja en parte una contribución algo mayor de los precios del tabaco, que suelen estar sujetos al impacto de medidas fiscales (véase gráfico D). En segundo lugar, al igual que los precios de la energía, los precios de los alimentos elaborados pueden estar muy influenciados por la evolución de los precios internacionales de

**Gráfico B****Variación de los precios de los alimentos no elaborados**

(tasas de variación interanual; puntos porcentuales)

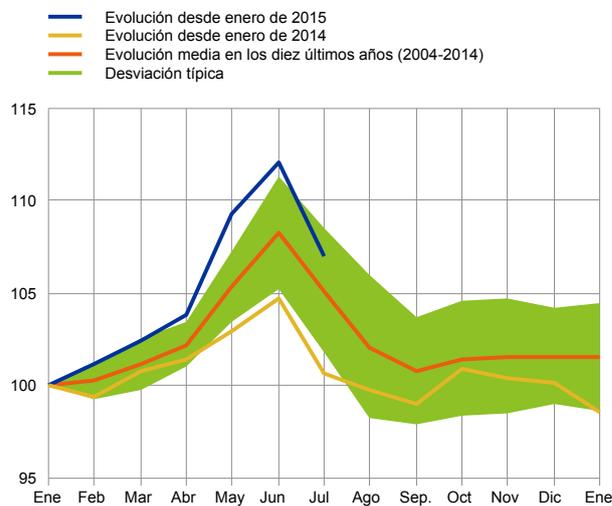


Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Nota: Aún no se dispone del desglose de las observaciones más recientes, que corresponden a agosto de 2015 (estimaciones preliminares).

**Gráfico C****Patrón intraanual de los precios de las frutas, legumbres y hortalizas en la zona del euro**

(Índice: enero = 100)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Nota: Las zonas sombreadas indican una desviación estándar  $\pm 1$  en los niveles del índice para cada mes con respecto a su nivel de enero del año anterior en el período comprendido entre 2004 y 2014.

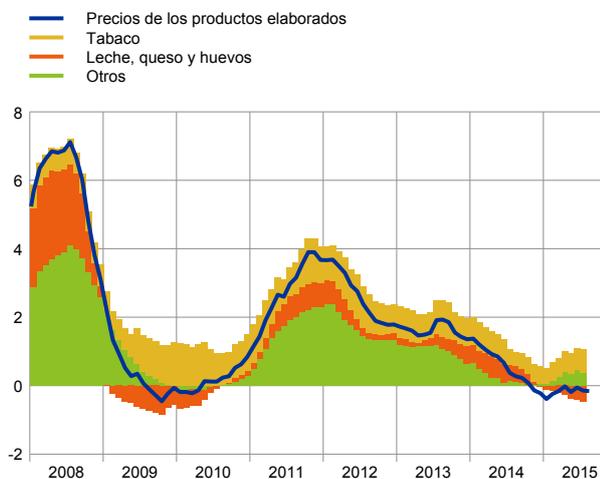
las materias primas. Sin embargo, en el caso de la zona del euro, son los precios en el mercado interior de la UE medidos por los precios agrícolas en origen, más que los precios internacionales de las materias primas, los que suelen afectar más a la transmisión a los precios de consumo de los alimentos. Tanto los precios internacionales de los alimentos como los precios en el mercado interior de la UE (véase gráfico E) han disminuido desde 2014 y han mostrado algunos signos preliminares de estabilización a principios de 2015. La presión a la baja sobre los precios de las materias primas y sobre los precios de los alimentos elaborados sigue procediendo, en concreto, de los respectivos componentes de lácteos, que actualmente están sujetos también a influencias especiales. Salvo que se registren nuevos descensos de los precios de las materias primas, la desaparición progresiva de estos factores debería hacer que el repunte de los precios de los alimentos elaborados fuera más sostenido.

**Un factor especial que afecta actualmente a la variación de los precios de los alimentos (tanto elaborados como no elaborados) es la prohibición de Rusia a las importaciones procedentes de la Unión Europea.**

La prohibición de Rusia entró en vigor a mediados de 2014 y puede haber impedido que la recuperación de los precios de los alimentos fuera más acusada. De hecho, la evidencia anecdótica en ese momento apuntaba a un impacto negativo sobre los precios de los alimentos no elaborados, como las manzanas, y de los alimentos elaborados, como los productos lácteos. Sin embargo, la Comisión Europea respondió poniendo en marcha medidas de apoyo a las frutas y hortalizas percederas, que pueden haber mitigado la presión a la baja sobre los precios derivada del exceso de oferta de dichos

## Gráfico D Variación de los precios de los alimentos elaborados

(tasas de variación interanual; puntos porcentuales)

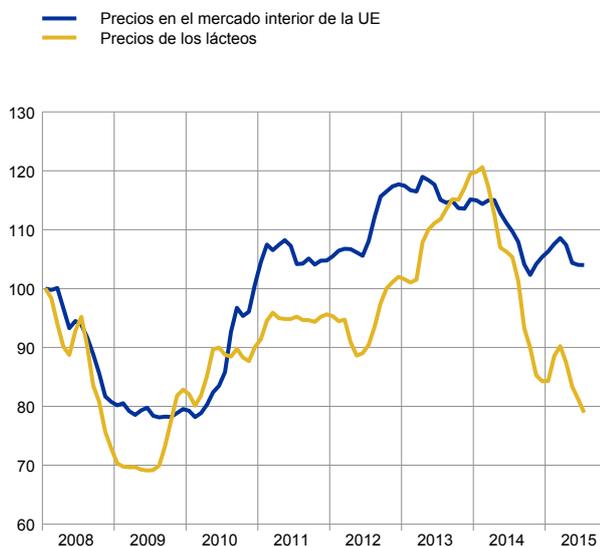


Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Nota: Aún no se dispone del desglose de las observaciones más recientes, que corresponden a agosto de 2015 (estimaciones preliminares).

## Gráfico E Evolución de los precios en el mercado interior de la UE

(EUR; índice: enero 2008 = 100; datos sin desestacionalizar)



Fuentes: Comisión Europea y cálculos del BCE.

Nota: Las últimas observaciones corresponden a julio de 2015.

productos<sup>1</sup>. Con la extensión del embargo ruso y las medidas de apoyo para mitigarlo, estos factores seguirán conteniendo los precios de los alimentos no elaborados.

**La expiración de las cuotas de producción lechera de la UE en marzo de 2015 es un factor especial que ha afectado a los precios de los productos lácteos en particular.** Durante los últimos años, en previsión de la abolición de estas cuotas, los ganaderos de la UE aumentaron su producción láctea para los mercados de exportación mundiales y, en consecuencia, incrementaron su exposición a cambios en la demanda mundial. Actualmente, la mayor competencia y el exceso de oferta a raíz de la caída de la demanda procedente de Rusia y de algunas economías emergentes están afectando a los precios. Si no se recupera la demanda mundial, es posible que la desaparición de parte de la presión a la baja sobre las tasas de avance de los precios de los alimentos sea solo gradual.

**En conjunto, el aumento de los precios de los alimentos contribuyó al repunte de la inflación a principios de 2015 favorecido por efectos de base significativos.** No obstante, la tasa de avance de los precios de los alimentos se mantiene bastante baja en términos históricos. Determinados factores especiales, como la prohibición de Rusia a las importaciones de alimentos de la UE, el exceso de oferta de productos lácteos como consecuencia de la abolición de las cuotas lácteas y una demanda mundial inferior a lo previsto, están limitando el incremento de los precios de los alimentos en la actualidad.

<sup>1</sup> A principios de agosto de 2014, en el marco de la Política Agrícola Común (PAC), la Comisión Europea anunció medidas de emergencia de apoyo al mercado para determinadas frutas y hortalizas perecedoras, que se han utilizado para adquirir frutas y hortalizas a su precio total a los agricultores, o para compensar a estos por no cosechar sus productos. El 30 de julio de 2015, estas medidas se prorrogaron otro año, hasta el 30 de junio de 2016.

## Recuadro 8

# Recomendaciones de política fiscal específicas para cada país en el contexto del Semestre Europeo 2015

Los días 25 y 26 de junio, el Consejo Europeo refrendó las recomendaciones específicas de política económica y fiscal para 26 Estados miembros de la UE no sujetos a un programa de asistencia financiera<sup>1</sup>. Estas recomendaciones fueron adoptadas por los ministros de Economía y Finanzas el 14 de julio para concluir formalmente el Semestre Europeo 2015. Las recomendaciones de política fiscal del Consejo tienen por objeto velar por que los países cumplan el Pacto de Estabilidad y Crecimiento (PEC) de la UE. A tal fin, dan su opinión sobre las actualizaciones de los programas de estabilidad y convergencia de 2015 que los Gobiernos debían presentar al Consejo y a la Comisión Europea a mediados de abril<sup>2</sup>, a más tardar. En estas opiniones se tiene en cuenta la comunicación sobre flexibilidad en el marco del PEC de la Comisión Europea, publicada en enero de este año<sup>3</sup>. En lo que respecta a los trabajos de seguimiento, las recomendaciones específicas de política fiscal formuladas para cada país en el contexto del Semestre Europeo 2015 deberán quedar reflejadas en los proyectos de planes presupuestarios para 2016 que los países habrán de presentar al Eurogrupo y al Consejo a mediados de octubre, como muy tarde. En este contexto, en este recuadro se analizan las recomendaciones de política fiscal dirigidas a los 17 países de la zona del euro en el marco del Semestre Europeo 2015 y se identifican las implicaciones para sus planes presupuestarios de 2016.

**Las recomendaciones específicas para cada país del Consejo Europeo identifican riesgos de incumplimiento de las exigencias de esfuerzo de ajuste estructural del PEC en 12 de los 17 países analizados.** Aunque, en términos generales, los cinco países de la zona del euro no sujetos a un programa de asistencia financiera (Irlanda, Portugal, Eslovenia, España y Francia) y sometidos actualmente a un procedimiento de déficit excesivo (PEC) deben realizar esfuerzos de ajuste estructural equivalentes, en promedio, al 0,7 % y 0,9 % del PIB en 2015 y 2016, respectivamente, para garantizar el cumplimiento del PEC, realmente se

<sup>1</sup> Incluye a todos los Estados miembros de la EU, excepto Chipre y Grecia.

<sup>2</sup> Estos programas describen los planes presupuestarios de los Gobiernos para el año en curso y los tres años siguientes, como mínimo. Para una visión general, consúltese «The 2015 stability and convergence programmes – an overview», *Institutional Paper*, n.º 2, Comisión Europea, julio de 2015, Bruselas.

<sup>3</sup> El 13 de enero, la Comisión Europea publicó una comunicación titulada «Aprovechar al máximo la flexibilidad que ofrecen las actuales disposiciones del Pacto de Estabilidad y Crecimiento» ([http://ec.europa.eu/economy\\_finance/economic\\_governance/sgp/pdf/2015-01-13\\_communication\\_sgp\\_flexibility\\_guidelines\\_es.pdf](http://ec.europa.eu/economy_finance/economic_governance/sgp/pdf/2015-01-13_communication_sgp_flexibility_guidelines_es.pdf)). Véase también el recuadro titulado «Flexibility within the Stability and Growth Pact», *Boletín Económico*, número 1/2015, Fráncfort del Meno.

## Cuadro

### Evolución de las finanzas públicas por países en 2015 y 2016

País	Compromiso asumido en el PEC (variación del saldo estructural; porcentaje del PIB si no se ha alcanzado el OMP)		Previsiones de primavera de 2015 de la Comisión Europea (variación del saldo estructural; porcentaje del PIB)		Brecha anual de consolidación (diferencia entre las previsiones de primavera de 2015 de la Comisión Europea y el compromiso si no se ha alcanzado el OMP)		Pro memoria: variación del gasto por intereses; porcentaje del PIB entre 2014 y 2016 (previsiones de primavera de 2015 de la Comisión Europea)		
	2015	2016	2015	2016	2015	2016	2015-2016 (acumulado)		
<b>Componente preventivo</b>									
Bélgica	0,6	0,6	0,5	0,2	-0,1	-0,4	-0,4		
Alemania	En el OMP	En el OMP	-0,2	-0,3	En el OMP	En el OMP	-0,3		
Estonia	-0,2	0,4	-0,5	-0,3	-0,4	-0,7	0,0		
Italia	0,25	0,1	0,3	-0,2	0,0	-0,3	-0,4		
Letonia	-0,4	0,3	-0,3	-0,3	0,1	-0,6	-0,2		
Lituania	0,2	0,5	-0,7	0,7	-0,9	0,2	-0,2		
Luxemburgo	En el OMP	En el OMP	-1,0	-0,2	En el OMP	En el OMP	0,0		
Malta	0,6	0,6	0,5	0,6	-0,1	0,0	-0,3		
Países Bajos	En el OMP	En el OMP	-0,1	-0,1	En el OMP	En el OMP	-0,1		
Austria	-0,06	0,3	-0,4	-0,6	-0,3	-0,8	-0,1		
Eslovaquia	0,0	0,25	0,2	0,0	0,2	-0,2	-0,4		
Finlandia	0,1	0,5	-0,2	-0,4	-0,3	-0,9	-0,1		
<b>Componente correctivo (PDE)</b>									
Plazo fijado en el PDE	2015	Irlanda*	1,9	0,6	0,5	0,3	-1,4	-0,3	-0,6
		Portugal*	0,5	0,6	-0,8	-0,6	-1,3	-1,2	-0,4
		Eslovenia*	0,5	0,6	0,1	-0,5	-0,4	-1,1	-0,3
	2016	España	0,8	1,2	-0,4	-0,2	-1,2	-1,4	-0,3
	2017	Francia	0,5	0,8	0,3	0,0	-0,2	-0,8	-0,1

Fuentes: Recomendaciones específicas para cada país para 2015 (<http://www.consilium.europa.eu/en/press/press-releases/2015/06/19-country-specific-recommendations/>) y previsiones de primavera de 2015 de la Comisión Europea.

Notas: Los países mencionados en el cuadro incluyen los países de la zona del euro que no están sometidos a un programa de asistencia financiera (todos los Estados miembros excepto Chipre y Grecia). Los compromisos de ajuste estructural en el marco de los componentes preventivo y correctivo del PEC se ajustan a lo descrito en las recomendaciones específicas para cada país para 2015. Irlanda estuvo sujeta a un PDE antes de la reforma que introdujeron los reglamentos que componen el «six-pack», por lo que debía alcanzar un ajuste estructural medio por año, al no disponer de objetivos anuales. \* Requisitos de ajuste estructural para 2016 según lo dispuesto en el marco del componente preventivo, suponiendo que el PDE se deroga en el plazo fijado, 2015. Los requisitos de ajuste estructural en el marco del componente preventivo del PEC excluyen los requisitos de la regla sobre la deuda. Las cifras se han redondeado al alza, salvo cuando hacen referencia a los compromisos adquiridos en el contexto del PEC.

espera que registren cifras medias ligeramente negativas en ambos años<sup>4</sup>, en un escenario en el que «no se modifiquen las políticas». A su vez, los 12 países de la zona del euro sujetos al componente preventivo del PEC han de avanzar hacia la consecución de sus objetivos presupuestarios a medio plazo realizando esfuerzos de ajuste estructural equivalentes al 0,2% del PIB, en términos agregados, durante 2015-2016, aunque se prevén unas cifras ligeramente negativas para este periodo<sup>5</sup>. Por lo tanto, las recomendaciones de política fiscal instan a ocho Estados miembros (Bélgica, Estonia, Italia, Letonia, Lituania, Malta, Austria y Finlandia) a realizar esfuerzos de ajuste estructural acordes con el componente preventivo del PEC. Dos Estados miembros (Bélgica e Italia) también afrontan importantes brechas de consolidación respecto a las exigencias de la regla sobre la deuda. En 2015, la mejora necesaria del saldo estructural de conformidad con esta regla equivale

<sup>4</sup> En el contexto del componente correctivo del PEC, el Consejo derogó el procedimiento de déficit excesivo de Malta en el plazo previsto en el PDE, el año 2014. Asimismo, se mostró contrario a iniciar un PDE a Finlandia, pese a que no se prevé que el incumplimiento del valor de referencia del 3% del PIB en 2014 sea transitorio, y no se espera que el déficit vuelva a situarse por debajo del valor de referencia hasta 2016.

<sup>5</sup> Véase también el recuadro titulado «La eficacia del objetivo presupuestario a medio plazo como ancla de las políticas fiscales», *Boletín Económico*, número 4/2015, Fráncfort del Meno.

al 2,1 % del PIB para Italia (como consecuencia de la insuficiente consolidación fiscal acumulada desde 2013), en comparación con una previsión de ajuste estructural equivalente al 0,3 % del PIB, y al 1,1 % del PIB en el caso de Bélgica (como resultado de la insuficiente consolidación acumulada desde 2014), frente a un ajuste estructural previsto del 0,5 % del PIB. Estas exigencias no se reflejan en las recomendaciones específicas de 2015 para Italia y Bélgica, ya que la Comisión ha concluido que la desviación respecto a la regla sobre la deuda puede explicarse por factores relevantes, como unas condiciones económicas desfavorables y la implementación de reformas estructurales. En muchos países, el gasto por intereses fue menor de lo inicialmente presupuestado. Al mismo tiempo, en lugar de destinar el ahorro derivado de unos pagos por intereses menores de lo previsto a acelerar el ajuste del déficit, muchos Estados miembros incrementaron su gasto primario (es decir, el gasto público excluido el pago de intereses) en relación con sus planes iniciales. Por lo tanto, se recomienda a los países con elevadas ratios de deuda de las Administraciones Públicas (Bélgica, Francia, Italia, Irlanda y Portugal) que utilicen las denominadas ganancias imprevistas (*windfall gains*), es decir, el ahorro resultante de unos pagos por intereses menores de lo previsto, para reducir el déficit. Además, entre los países que ya han cumplido sus objetivos presupuestarios a medio plazo, se ha recomendado a Alemania que continúe incrementando su inversión pública en infraestructuras, educación e investigación, y a los Países Bajos, que reorienten el gasto público para respaldar la inversión en investigación y desarrollo.

**El Semestre Europeo 2015, el quinto ciclo de supervisión presupuestaria desde su creación, ha seguido un enfoque racionalizado con objeto de formular un menor número de recomendaciones y más focalizadas.** Esta reorganización supuso, entre otros aspectos, adelantar la publicación de los análisis y recomendaciones de la Comisión Europea para mejorar el diálogo con los Estados miembros. En general, las recomendaciones específicas de 2015 para cada país reflejan adecuadamente los riesgos de incumplimiento de las reglas fiscales de la UE por parte de estos países, a la vez que identifican las principales áreas que requieren una reforma. A tal fin, las recomendaciones siguen las orientaciones generales de política fiscal para este Semestre Europeo publicadas en el Estudio Prospectivo Anual sobre el Crecimiento para 2015, a saber, «[...] perseverancia en la responsabilidad presupuestaria»<sup>6</sup>. En general, el proceso del Semestre Europeo solo puede ser eficaz en la consecución de una mayor sostenibilidad presupuestaria si el incumplimiento de la reglas fiscales de la UE se identifica y aborda adecuadamente. En este contexto, el denominado «Informe de los cinco presidentes», publicado en junio<sup>7</sup>, propone la creación de un nuevo consejo fiscal europeo, que realizaría evaluaciones públicas e independientes de las políticas presupuestarias de los países en relación con sus obligaciones

<sup>6</sup> Véase *Estudio Prospectivo Anual sobre el Crecimiento para 2015*, Comisión Europea, noviembre de 2014, Bruselas ([http://ec.europa.eu/europe2020/pdf/2015/ags2015\\_es.pdf](http://ec.europa.eu/europe2020/pdf/2015/ags2015_es.pdf)).

<sup>7</sup> Véase el informe elaborado por Jean-Claude Juncker, en estrecha colaboración con Donald Tusk, Jeroen Dijsselbloem, Mario Draghi y Martin Schulz, titulado *Realizar la Unión Económica y Monetaria europea*, 2015, Bruselas.

en el marco fiscal de la UE. Posteriormente, estas evaluaciones se incorporarían a las decisiones adoptadas por la Comisión Europea en el contexto del Semestre Europeo. En el informe también se propone un Semestre Europeo más integrado, con una mayor participación de los Parlamentos nacionales. De cara al futuro, en vista de la persistencia de factores de vulnerabilidad, como un endeudamiento público elevado y unos déficits estructurales considerables en algunos países de la zona del euro, las posibles reformas del Semestre Europeo no deberían hacer que las recomendaciones de política presupuestaria resulten menos ambiciosas.

**Las políticas fiscales deberían respaldar la recuperación sin dejar de cumplir el Pacto de Estabilidad y Crecimiento.** Su aplicación plena y coherente es fundamental para mantener la confianza en el marco presupuestario. Por lo tanto, en sus proyectos de planes presupuestarios para 2016, aquellos Gobiernos cuyos esfuerzos de ajuste estructural resulten insuficientes para cumplir los compromisos adquiridos en el marco del PEC deberían clarificar cómo tienen previsto aplicar las recomendaciones específicas para cada país con el fin de garantizar el cumplimiento de las reglas fiscales de la UE reduciendo sus déficits a un ritmo más rápido. Dada la volatilidad a la que están sujetos los rendimientos de la deuda, los planes presupuestarios de países muy endeudados deberían tener en cuenta los riesgos asociados a un cambio de tendencia del entorno actual de tipos de interés bajos.