

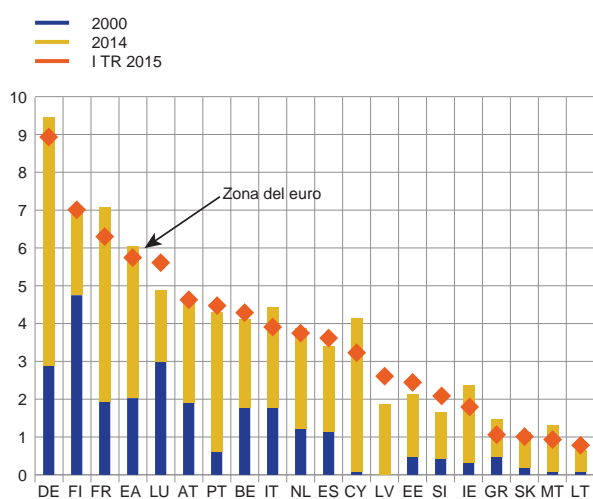
Recuadro 1

Los vínculos comerciales entre la zona del euro y China

En las últimas décadas, China ha aumentado significativamente su protagonismo en el comercio internacional. Tras las diversas reformas económicas acometidas a partir de finales de los años setenta, el país ha registrado un rápido crecimiento y ha adquirido un papel cada vez más destacado en la economía mundial. Aunque en 1980 las importaciones chinas tan solo representaban algo más del 6% del PIB, este porcentaje ya se elevaba al 19% en 2014, como resultado de la liberalización del comercio, la incorporación del país a la Organización Mundial del Comercio en 2001 y el acelerado crecimiento de la inversión en la economía china. Al protagonismo de China en el comercio tradicional se suma su papel esencial en las cadenas de producción mundiales, en las que se ocupa de transformar bienes intermedios para su posterior reexportación a terceros países. Sin embargo, desde 2011 las perspectivas de crecimiento de China se han deteriorado, ya que la economía está experimentando un reajuste, pasando de un crecimiento basado en la inversión a una senda de crecimiento económico más equilibrado.

Gráfico A
Exportaciones a China

(porcentaje del total de exportaciones a países no pertenecientes a la zona del euro)



Fuente: Dirección de Estadísticas Comerciales del FMI.

Nota: Las exportaciones a países no pertenecientes a la zona del euro no incluyen los flujos comerciales entre países de la zona del euro.

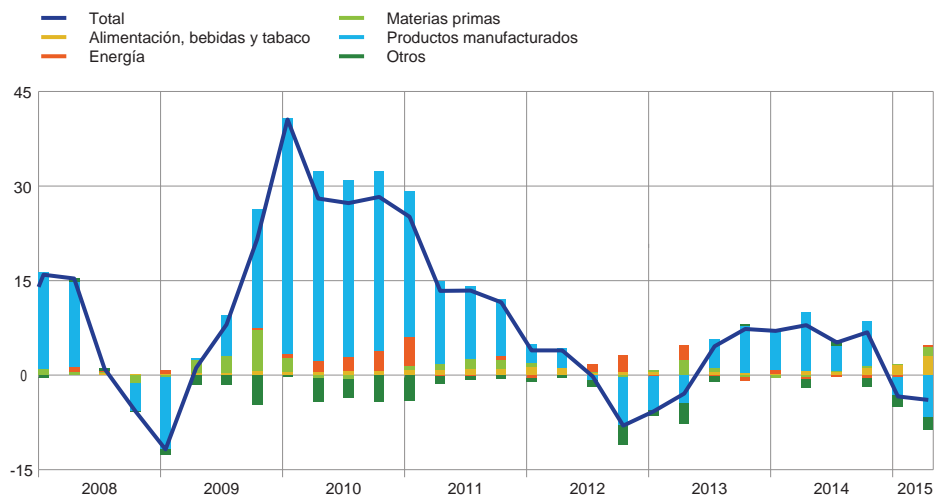
Aunque una proporción relativamente limitada de las exportaciones de la zona del euro van destinadas a China, esta cuota se ha incrementado con el tiempo. Durante los últimos 15 años, las exportaciones a China han crecido con rapidez en todas las economías de la zona del euro, y han pasado de representar el 2% del total de exportaciones a países no pertenecientes a la zona del euro a alcanzar el 6% a finales de 2014. Alemania, Francia y Finlandia registran las mayores cuotas de exportación a China, mientras que las de los restantes países se encuentran comprendidas entre casi el 6% de Luxemburgo y el 1% de Lituania (véase gráfico A). El peso de China como destino de las exportaciones a países no pertenecientes a la zona del euro es comparable al de Suiza y supone menos de la mitad del correspondiente a Estados Unidos o al Reino Unido.

La desaceleración del crecimiento registrada en China desde principios de 2015 se ha traducido en una reducción de las exportaciones de la zona del euro, en particular las de maquinaria y material de transporte. Esta circunstancia ha repercutido negativamente, sobre todo, en las exportaciones

Gráfico B

Exportaciones de bienes de la zona del euro a China, por categorías de productos

(tasa de variación interanual; contribuciones en puntos porcentuales)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

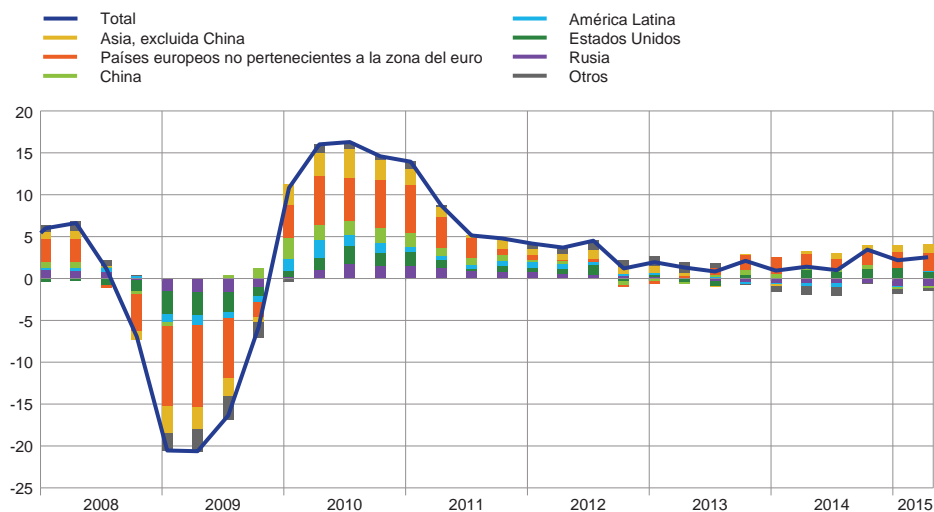
Nota: Las categorías de productos se definen con arreglo a la Clasificación Uniforme para el Comercio Internacional.

de bienes manufacturados (véase gráfico B), que representan prácticamente el 90% de los bienes exportados a China. Por el contrario, las exportaciones de alimentos, bebidas y tabaco y de materias primas se han mantenido, lo que indica que las exportaciones de bienes de consumo e intermedios todavía conservan su dinamismo. Esta reciente evolución es acorde con el papel de China en la transformación de bienes intermedios para consumo final y con el reajuste de la economía china hacia el consumo, en detrimento del crecimiento basado en la inversión.

Gráfico C

Exportaciones de bienes a países no pertenecientes a la zona del euro y contribuciones por países

(tasa de variación interanual; contribuciones en puntos porcentuales)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

La caída de las exportaciones de bienes de la zona del euro a China se ha compensado, en parte, con el aumento de las destinadas a otras economías avanzadas. Aunque las exportaciones a China han registrado un rápido descenso y han contribuido negativamente al crecimiento de las exportaciones de la zona del euro, en otras economías avanzadas, como Estados Unidos y los países europeos no pertenecientes a la zona del euro, se ha incrementado la demanda, lo que ha impulsado el crecimiento de las exportaciones de la zona. Este hecho pone de manifiesto la importancia que vuelven a cobrar dichas economías para el avance del comercio mundial en 2015, en un contexto de desaceleración de las economías emergentes (véase gráfico C).

Los efectos de contagio indirectos de China a la zona del euro probablemente serán reducidos en términos comerciales y afectarán fundamentalmente

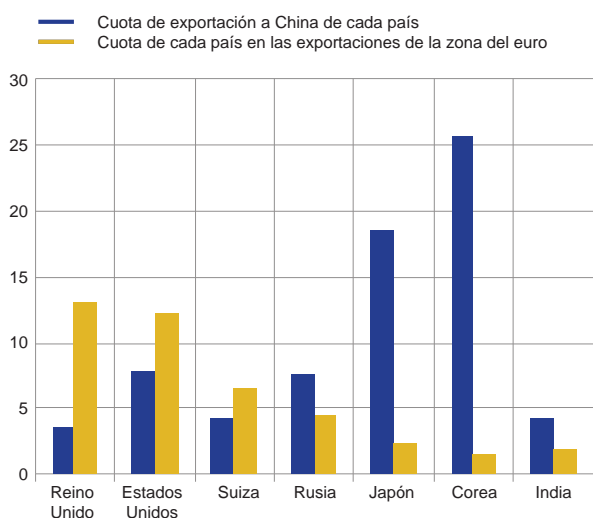
a otros países asiáticos. Aunque los vínculos comerciales directos entre la zona del euro y China continúan siendo limitados, podrían registrarse efectos de contagio negativos sobre el comercio, y destinos de exportación importantes para la zona del euro, que sean también grandes socios comerciales de China, podrían experimentar una desaceleración de su actividad. Excluida China, las exportaciones de la zona del euro van dirigidas principalmente a Estados Unidos, el Reino Unido y Suiza. A su vez, la exposición de las exportaciones a China de estos países es relativamente pequeña, por lo que no es probable que se vean seriamente afectados por la ralentización de la actividad en este país (véase gráfico D). Los países con mayores probabilidades de sufrir el impacto de una desaceleración interna en China son los países vecinos del continente asiático, que, considerados en su conjunto, representan una proporción relativamente significativa de la demanda de exportaciones de la

zona del euro (alrededor del 21 %). Sin embargo, en conjunto, las estimaciones disponibles indican que los efectos directos e indirectos sobre el comercio de una reducción de 1 punto porcentual del crecimiento del PIB real chino son relativamente moderados y se traducen en una caída de la actividad de la zona del euro de entre 0,1 y 0,15 puntos porcentuales, aproximadamente, transcurrido un período de dos a tres años.

El papel de China en las cadenas de producción mundiales podría limitar la propagación de desarrollos negativos a la zona del euro. Las exportaciones de bienes intermedios a China han cobrado una importancia creciente con el tiempo. La cuota de exportación de estos productos pasó del 53% en 1995 al 59% en 2011. Este porcentaje relativamente elevado pone de manifiesto el papel destacado de China en las cadenas de valor mundiales, en las que los productos se envían a este país para su transformación o montaje y se reexportan posteriormente a otro destino

Gráfico D
Exposición comercial a China

(porcentaje)



Fuentes: Cálculos del BCE.

para su consumo final. En este contexto, y teniendo en cuenta que los últimos datos disponibles se refieren al año 2011, al menos el 8% de las exportaciones de la zona del euro a China no está directamente relacionado con la situación del país, sino que refleja más bien la evolución de la demanda en otros lugares. Es posible argumentar que algunas exportaciones de bienes finales también podrían formar parte de las redes de producción internacionales, contribuyendo a la producción de bienes destinados a terceros países y, por lo tanto, reflejarían la demanda final en otros lugares. En consecuencia, probablemente la desaceleración de la actividad en China tendrá un impacto menor de lo que indicarían los flujos comerciales brutos.

Aunque es probable que los efectos de contagio de una desaceleración continuada de la actividad económica en China sobre el PIB de la zona del euro solo sean moderados, existen otros canales de transmisión potencialmente importantes.

Por su tamaño, la economía china ha tenido un impacto significativo sobre los precios del petróleo, si bien en los últimos años ha ido perdiendo relevancia, a medida que su crecimiento ha seguido disminuyendo. En consecuencia, el efecto de una desaceleración en China sobre los precios del crudo podría ser limitado, pero depende, fundamentalmente, de si el crecimiento también se ralentiza en otras economías emergentes. Aunque China podría influir en algunos mercados emergentes productores de materias primas al reducir su importación de metales, las principales exportaciones de metales representan un porcentaje bastante reducido del comercio de la zona del euro. Otro posible canal de transmisión de impactos negativos a la zona del euro son los efectos confianza. Por ejemplo, los efectos confianza negativos pueden generar salidas de capital, que dan lugar a un endurecimiento de las condiciones de financiación en los mercados emergentes y a una desaceleración adicional de la demanda exterior de la zona del euro. Además, si las salidas de capital de China no se contrarrestan con otros flujos privados o públicos, podrían provocar la depreciación de la moneda del país y, como consecuencia, la depreciación de las monedas de otras economías emergentes. Por último, el aumento de la incertidumbre a escala mundial podría tener un efecto directo sobre la confianza de los hogares y las empresas de la zona del euro, haciendo que se frene el consumo y que se aplacen las decisiones de inversión. Por lo tanto, el impacto de una posible desaceleración adicional de la actividad en China depende, en último término, de la medida en que esta se contagie a otras economías emergentes y del grado en que la pérdida de confianza resultante afecte a los mercados financieros internacionales y al comercio mundial.

Recuadro 2

Factores determinantes del reciente incremento de la volatilidad de los precios del petróleo

Tras alcanzar niveles históricamente altos durante la crisis financiera global, la volatilidad de los precios del petróleo se redujo gradualmente en los últimos años, para aumentar de nuevo en 2014 y 2015. Aunque la volatilidad actual no es especialmente elevada en términos históricos, la volatilidad de los precios del petróleo en sí puede afectar a las perspectivas económicas¹. Por lo tanto, es importante entender los factores que determinan las variaciones de dicha volatilidad. A continuación se analizan los factores generales determinantes de la volatilidad de los precios del petróleo, centrandó la atención en las causas probables del reciente aumento.

La variación en el tiempo de los precios del petróleo puede obedecer a varios factores. Tres de las principales explicaciones posibles de la mayor volatilidad de los precios del petróleo son: i) las fuertes perturbaciones de la demanda y la

oferta de petróleo; ii) una mayor sensibilidad de los precios del petróleo a las variaciones de la oferta y de la demanda, y iii) una mayor utilización del petróleo como activo financiero. Estos tres posibles factores determinantes de la variación en el tiempo de la volatilidad de los precios del petróleo podrían, todos ellos, tener un impacto en cualquier momento dado.

Gráfico A
Precios del petróleo y volatilidad de los precios del petróleo

(USD por barril)



Fuente: Datastream.

Notas: Datos diarios; la observación más reciente corresponde al 5 de octubre de 2015. Los precios del petróleo son los precios nominales del barril tipo Brent. La volatilidad de los precios del petróleo se mide por el índice de volatilidad (OVX) del Crude Oil Exchange-Traded Fund (ETF) de la Chicago Board Options Exchange (CBOE). El OVX presenta una fuerte correlación con la volatilidad observada de los precios del petróleo.

La mayor volatilidad de los precios del petróleo puede tener su origen simplemente en fuertes perturbaciones que afecten a la demanda o a la oferta de este producto. La caída de la demanda mundial de petróleo provocada por la crisis financiera mundial de 2008 es un ejemplo de cómo las variaciones significativas de los fundamentos de la oferta y la demanda pueden dar lugar a un aumento de la volatilidad de los precios del petróleo (véase gráfico A).

Los precios del petróleo pueden tornarse más sensibles a los cambios en la demanda y en la oferta de petróleo como resultado de la menor

¹ S. Jo, «The effects of oil price uncertainty on global real economic activity», *Journal of Money, Credit and Banking*, vol. 46, n.º 6, pp. 1113-1135, 2014.

elasticidad-precio de la demanda y de la oferta, provocando una mayor volatilidad de los precios. La menor elasticidad-precio de la demanda y de la oferta de petróleo significa que tanto la demanda como la oferta reaccionan con menos intensidad ante las variaciones de los precios del petróleo inducidas por las perturbaciones. Como ello supone que el ajuste de la cantidad es menor después de una perturbación, la respuesta de los precios se magnifica, causando un aumento de la volatilidad de los precios.

Varios factores, como el nivel capacidad productiva no utilizada o las existencias, pueden explicar por qué la elasticidad-precio de la demanda y de la oferta de petróleo podría ser más baja en períodos específicos. Por una parte, una flexibilidad reducida que altere la oferta de petróleo tras producirse variaciones de los precios podría estar provocada por unos bajos niveles de capacidad productiva no utilizada o por unas existencias limitadas. A mediados de 2012, por ejemplo, los precios del petróleo reaccionaron con fuerza a las noticias sobre interrupciones reales y potenciales de la oferta a raíz del embargo de petróleo iraní, ya que la capacidad no utilizada en los países miembros de la Organización de Países Exportadores de Petróleo (OPEP) era baja y las existencias se situaban por debajo de la media histórica, lo que indica que la oferta no podría incrementarse fácilmente para compensar cualquier caída adicional de la producción. Por otra parte, una menor sensibilidad a los precios de la demanda de petróleo podría guardar relación, por ejemplo, con una capacidad limitada para sustituir el petróleo por otras fuentes de energía alternativas. Los beneficios en forma de eficiencia energética obtenidos tras las crisis del petróleo de la década de los setenta podrían haber provocado un aumento de la volatilidad de los precios, en la medida en que la demanda se tornó menos sensible a las variaciones de los precios².

La incertidumbre mundial es otro factor que podría reducir la elasticidad-precio de la demanda y la oferta de petróleo. El aumento de la incertidumbre puede modificar la elasticidad-precio tanto de la demanda como de la oferta de petróleo³. En un entorno de mayor incertidumbre, los productores y los consumidores de petróleo tienen una reacción menos acusada frente a las variaciones de los precios del crudo en la medida en que disponen de un «valor de la opción de esperar» (*option-value-to-wait*)⁴. Esta capacidad de reacción menos acusada reduce el ajuste de la cantidad tras las perturbaciones y magnifica el efecto del precio del petróleo, aumentando así su volatilidad. De hecho, anteriores episodios de fuerte incertidumbre mundial, medida por el índice de volatilidad (VIX), coincidieron con una mayor volatilidad de los precios del petróleo. Es lo que sucedió, por ejemplo, durante la crisis de la deuda soberana europea de 2011 (véase gráfico B).

² C. Baumeister y G. Peersman, «The role of time-varying price elasticities in accounting for volatility changes in the crude oil market», *Journal of Applied Econometrics*, vol. 28, pp.1087-1109, 2013.

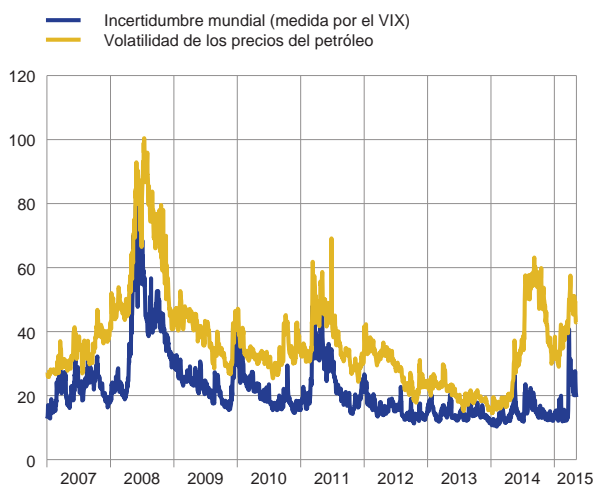
³ I. Van Robays, «Macroeconomic uncertainty and the impact of oil shocks», *ECB Working Paper*, n.º 1479, 2012.

⁴ B. S. Bernanke, «Irreversibility, uncertainty, and cyclical investment», *The Quarterly Journal of Economics*, vol. 98, n.º 1, pp. 85-106, 1983.

Gráfico B

Volatilidad de los precios del petróleo e incertidumbre mundial

(puntos de índice)



Fuente: Datastream.

Notas: Datos diarios; la observación más reciente corresponde al 5 de octubre de 2015. El índice de volatilidad (VIX) se basa en la volatilidad implícita de las opciones del índice S&P 500.

Por último, suele argumentarse que la mayor utilización del petróleo como activo financiero hace que la volatilidad de sus precios sea más elevada, aunque la evidencia empírica al respecto sigue siendo dispar. Desde comienzos de la década del 2000, el petróleo se ha utilizado cada vez más como activo financiero, un proceso que se conoce como «financiarización» de los mercados de futuros del petróleo. El uso cada vez más frecuente de valores del petróleo con fines de inversión financiera, cobertura y especulación podría haber intensificado la sensibilidad de los precios del petróleo al sentimiento de los inversores. No obstante, no existe evidencia empírica concluyente respecto a la importancia de este factor⁵.

Centrando la atención en el período reciente, las causas probables del aumento de la volatilidad de los precios del petróleo desde finales de 2014 hay que buscarlas en una combinación de dos

factores: una fuerte perturbación en la oferta de petróleo y un aumento de la incertidumbre mundial. En primer lugar, el descenso de los precios del petróleo en la segunda mitad de 2014 vino acompañado de fuertes aumentos de la oferta de crudo: los incrementos interanuales de la producción mundial se situaron muy por encima de las medias históricas. Combinado con la debilidad de la demanda y la decisión de la OPEP de no reducir su producción, esto dio lugar, a finales de 2014, a una acusada caída de los precios del petróleo y a un aumento de su volatilidad. Más recientemente, el nuevo incremento de la volatilidad de los precios del petróleo coincidió con un pico en la incertidumbre mundial a finales de agosto de 2015 (véase gráfico B), asociado principalmente a la inquietud respecto a la fortaleza del crecimiento económico en China. Por el contrario, las variaciones en el nivel de las existencias de petróleo y la capacidad productiva no utilizada probablemente no influyeron en el aumento de la volatilidad de los precios del crudo, ya que las existencias registran máximos históricos y la capacidad total no utilizada de la OPEP no se sitúa muy por debajo de las medias anteriores.

Dado que la incertidumbre mundial probablemente continuará siendo elevada en el corto plazo, los precios del petróleo seguirán siendo sensibles a cualquier nueva información respecto a la evolución de la demanda y la oferta de este producto.

⁵ Véanse, entre otros, K. J. Singleton, «Investor flows and the 2008 boom/bust in oil prices», *Management Science*, vol. 60, pp. 300-318, 2012, frente a B. Fattouh, L. Kilian y L. Mahadeva, «The role of speculation in oil markets: What have we learned so far?», *Energy Journal*, vol. 34, n.º 3, pp. 7-33, 2013.

Recuadro 3

Una evaluación del reciente crecimiento del consumo en la zona del euro

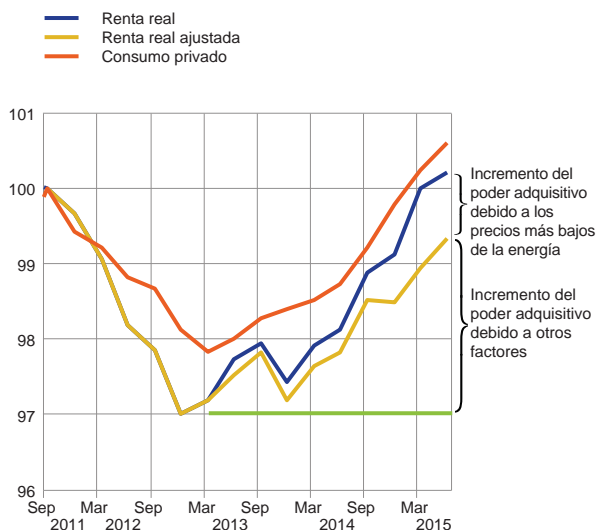
El consumo privado ha venido aumentado de forma sostenida desde el primer trimestre de 2013, convirtiéndose así en el principal motor de la recuperación económica en curso en la zona del euro. A continuación se examinan los principales factores determinantes de esta evolución del crecimiento del consumo en la zona del euro desde el primer trimestre de 2013, cuando se registró el último mínimo experimentado por el ciclo económico¹.

La caída de los precios del petróleo ha venido respaldando el crecimiento del consumo privado, en particular desde el segundo semestre de 2014.

El poder adquisitivo de los hogares ha aumentado en torno a 0,9 puntos porcentuales debido a la caída de los precios de la energía entre el inicio de la recuperación y el segundo trimestre de 2015 (véase gráfico A)². Con todo, esto ha representado apenas un tercio del total de la mejora del poder adquisitivo de los hogares observado

Gráfico A
Evolución de la renta disponible en relación con la energía y otros sectores

(índice: III T 2011 = 100)

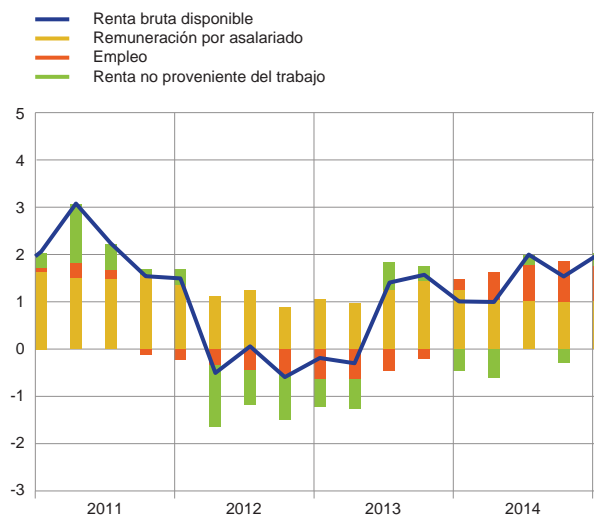


Fuentes: Eurostat y cálculos de los expertos del BCE.

Nota: La renta real ajustada se calcula suponiendo constantes los precios reales de la energía desde el primer trimestre de 2013 en adelante, a fin de aproximar la renta disponible real «contrafactual» que se habría observado si los precios del petróleo no se hubiesen reducido.

Gráfico B
Crecimiento de la renta bruta nominal disponible y contribuciones

(tasas de variación interanual; puntos porcentuales)



Fuentes: Eurostat y cálculos de los expertos del BCE.

Nota: La renta no proveniente del trabajo se compone del excedente de explotación, las rentas de la propiedad, las prestaciones y cotizaciones sociales netas y los impuestos directos (con el signo invertido).

¹ Como lo identifica el Centre for Economic Policy Research.

² Las variaciones del poder adquisitivo de los hogares, debido a fluctuaciones de los precios de la energía, son iguales al producto de la proporción del gasto en energía y la tasa de variación de los precios reales de la energía.

durante este período. La mejora adicional es atribuible, principalmente, a los sólidos ingresos procedentes de las rentas del trabajo³.

El consumo privado se ha visto respaldado por el vigoroso crecimiento de la renta real disponible desde el comienzo de 2013, tras las mejoras graduales —pero sostenidas— del mercado de trabajo.

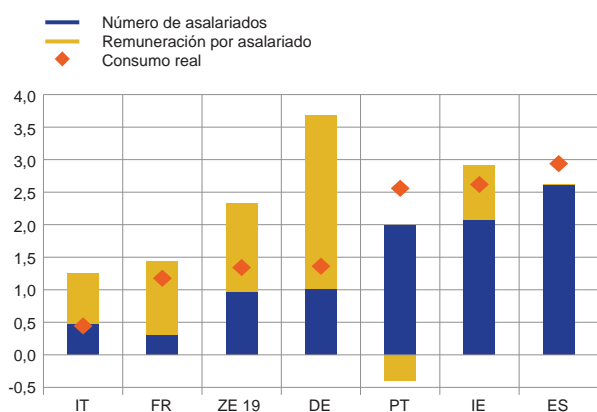
El crecimiento de la remuneración por asalariado experimentó una aceleración, aunque de carácter transitorio, en el segundo semestre de 2013. La contribución negativa del crecimiento del empleo a la renta disponible bruta se estabilizó a comienzos de 2013 y mejoró de forma sostenida a partir de entonces, tornándose positiva en el primer trimestre de 2014 por primera vez desde 2011 (véase gráfico B). En consonancia con esta evolución, la tasa de desempleo de la zona del euro dejó de aumentar en 2013 y comenzó a reducirse en 2014. No obstante, el nivel actual de empleo se mantiene en torno a un 2% por debajo del máximo observado antes de la crisis, en 2008, mientras que el paro continúa siendo elevado, con una tasa del 11% el pasado mes de agosto.

El crecimiento reciente del consumo ha sido más acusado en los países en los que las mejoras del mercado de trabajo han sido mayores.

En España, Irlanda y Portugal, la recuperación del mercado de trabajo, en términos tanto de empleo como de salarios, ha sido relativamente intensa, lo que ha dado lugar a incrementos mayores de la renta disponible y del consumo real (véase gráfico C). Tras años de desapalancamiento de los hogares en estos países, el aumento de la renta disponible también está contribuyendo a reforzar los balances de los hogares (véase gráfico D). Aunque el consumo está creciendo, la ratio de desapalancamiento continúa

Gráfico C
Rentas del trabajo y consumo privado en algunos países de la zona del euro

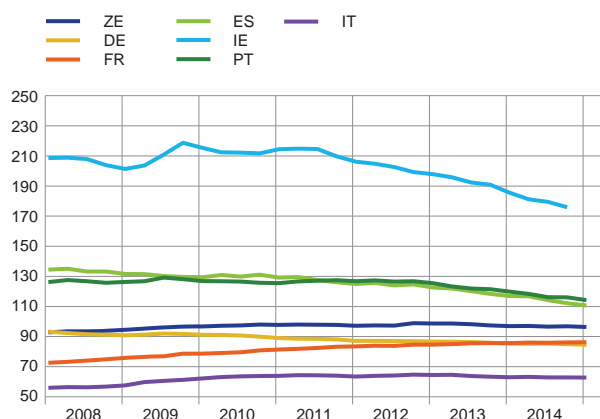
(tasas de variación)



Fuentes: Eurostat y cálculos de los expertos del BCE.
Nota: Las cifras se refieren a las tasas medias de variación interanual entre el segundo trimestre de 2014 y el segundo trimestre de 2015.

Gráfico D
Apalancamiento de los hogares en algunos países de la zona del euro

(en porcentaje de la renta disponible)



Fuentes: Eurostat y cálculos de los expertos del BCE.
Nota: La ratio de apalancamiento se calcula como la razón entre la deuda de los hogares y la suma móvil de cuatro trimestres de la renta disponible.

³ Aunque el precio del crudo en euros se ha reducido más del 40% desde el segundo semestre de 2014, el descenso de los precios de consumo de la energía ha sido mucho menor. Por ejemplo, el precio de los combustibles líquidos y lubricantes para vehículos privados solo se redujo un 12% durante el mismo período en la zona del euro.

reduciéndose (salvo en el caso de Francia), lo que sugiere que podría estar dándose actualmente un efecto de círculo virtuoso entre la recuperación del mercado de trabajo, que hace aumentar la renta disponible, y un mayor crecimiento del consumo, al tiempo que sigue reduciéndose el desapalancamiento de los hogares.

Una comparación de las proyecciones del consumo entre varias rondas sucesivas de proyecciones macroeconómicas de los expertos del BCE/ Eurosistema para la zona del euro sugiere que la evolución reciente del consumo ha sido, en general, coherente con las expectativas, una vez tenidos en cuenta los descensos del precio del petróleo. En junio de 2014, antes de los pronunciados descensos de los precios del petróleo, las proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema contemplaban un moderado crecimiento del consumo del 0,7% en 2014, seguido de una recuperación más sólida del 1,5% en 2015. Desde entonces, el consumo experimentó una aceleración en el segundo semestre de 2014 y siguió aumentando de forma sostenida en el primer semestre de 2015. Este perfil ya se había contemplado en las proyecciones macroeconómicas de los expertos del BCE de marzo de 2015, que fue el primer ejercicio realizado por el BCE en el que se tuvieron en cuenta precios del petróleo persistentemente más bajos de lo previsto. Esta proyección de un crecimiento robusto del consumo se mantuvo sin variación en las proyecciones macroeconómicas de los expertos del BCE de septiembre de 2015, con una tasa de crecimiento del 1,7% para 2015, frente a un crecimiento del 1% en 2014. Esta proyección también fue ampliamente confirmada después por los datos relativos al crecimiento del consumo en el segundo trimestre de 2015.

Recuadro 4

Nuevos datos sobre préstamos al sector privado ajustados de titulizaciones y otras transferencias

Un elemento fundamental del análisis monetario que realiza el BCE es vigilar la financiación de la economía por parte de las entidades de crédito. El crédito bancario es la principal fuente de expansión monetaria de la zona del euro y un canal esencial de transmisión de las condiciones de la política monetaria a la economía real.

El objetivo de las series estadísticas sobre préstamos ajustados de titulizaciones y otras transferencias es proporcionar medidas de los préstamos bancarios que no tengan en cuenta los efectos de las transferencias de préstamos fuera y dentro de los balances de las entidades de crédito. Los balances de los bancos son la principal fuente de cifras sobre préstamos bancarios publicadas por el BCE¹. Esto implica que, cuando una entidad de crédito vende parte de su cartera de préstamos a una entidad no bancaria y da de baja dichos préstamos de su balance (por ejemplo, en las titulizaciones), se refleja una reducción de los préstamos bancarios, mientras que el importe efectivo de financiación recibida por la economía real permanece sin variación. Con el fin de proporcionar una medida de los préstamos bancarios que no tenga en cuenta los efectos de este tipo de operaciones, el BCE publica series de préstamos ajustados de titulizaciones y otras transferencias desde diciembre de 2008.

En septiembre de 2015, el BCE publicó nuevas estadísticas sobre préstamos ajustados de titulizaciones y otras transferencias, elaboradas con arreglo a un nuevo método que ofrece una visión más completa de todos los préstamos a la economía real originados por las entidades de crédito y que mejoran la comparabilidad entre países. El método anterior ajustaba los préstamos por el impacto puntual de la transferencia neta de estos activos, fuera (o dentro) de balance, en el período en cuestión. El nuevo método sigue realizando este ajuste, pero también tiene en cuenta las amortizaciones continuas de préstamos que ya no figuran en los balances de las entidades de crédito (es decir, aquellos que se han dado de baja), siempre que se disponga de los datos correspondientes². También

¹ Los detalles del cálculo de las operaciones y las tasas de crecimiento de las series de préstamos de las instituciones financieras monetarias (IFM) se pueden consultar en las Notas Técnicas del Boletín Estadístico del BCE (secciones 2.1 a 2.6), en <http://sdw.ecb.europa.eu/reports.do?node=10000022>.

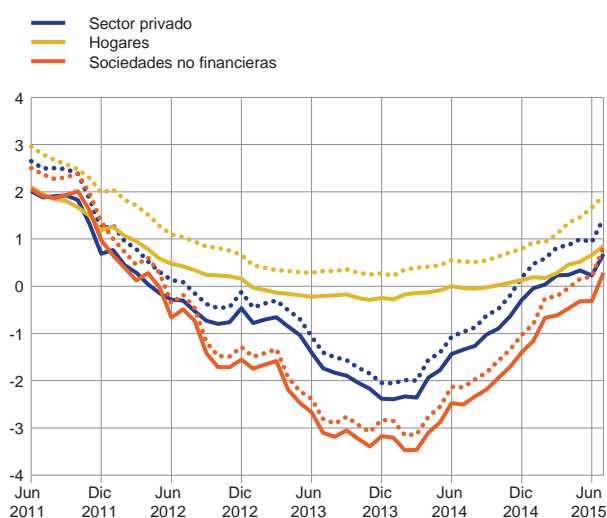
² De conformidad con el Reglamento BCE/2013/33, de 24 de septiembre de 2013, relativo al balance del sector de las IFM, a partir de diciembre de 2014 las IFM presentan información sobre los préstamos titulizados que se han dado de baja del balance y que continúan siendo administrados por las IFM. Además, algunos bancos centrales nacionales también facilitan datos, en los casos en que estén disponibles, sobre los préstamos titulizados no administrados por las IFM y los préstamos transferidos en operaciones distintas de las titulizaciones. Asimismo, se han recopilado datos históricos comparables con el fin de dotar de mayor coherencia a las series estadísticas de préstamos ajustados de titulizaciones y otras transferencias a lo largo del tiempo (es decir, tasas de crecimiento interanual ajustadas de los préstamos al sector privado a partir de septiembre de 1998 y de los préstamos a hogares y a sociedades no financieras a partir de enero de 2010).

tiene en consideración los saldos vivos de préstamos dados de baja en el cálculo de las tasas de crecimiento ajustadas. Por tanto, en la medida en que se disponga de los datos sobre amortizaciones de préstamos dados de baja del balance, el nuevo método ofrece una visión completa de la evolución de los préstamos concedidos por las entidades de crédito de la zona del euro, independientemente de que se encuentren o no registrados en sus balances en el momento de presentar la información estadística. De esta forma, el método también mejora la comparación entre países de las cifras sobre préstamos bancarios, al margen de las prácticas contables aplicables a las transferencias de préstamos.

Gráfico A

Préstamos de las IFM al sector privado de la zona del euro ajustados de titulizaciones y otras transferencias

(tasas de crecimiento interanual; datos desestacionalizados)



Fuente: BCE.

Nota: El nuevo método se representa con línea continua, y el método anterior, con línea punteada. La observación más reciente corresponde a julio de 2015.

Con el nuevo método de ajuste se obtienen, en general, unas tasas de crecimiento menores que con el método anterior, pero la tendencia se mantiene básicamente sin variación (véase gráfico A). Esta

diferencia se explica por los efectos de los flujos y de los saldos. En primer lugar, la inclusión de las amortizaciones de préstamos que se han dado de baja del balance resulta en unos flujos de préstamos ajustados algo menores en comparación con el método anterior. En segundo lugar, la inclusión de los saldos de préstamos dados de baja aumenta la base sobre la que se calculan las tasas de crecimiento, reduciendo así las tasas de crecimiento en términos absolutos. En otras palabras, en relación con el método anterior, con arreglo al nuevo método el efecto de los saldos contribuye a que las tasas de crecimiento positivas sean más bajas y a que las tasas de crecimiento negativas sean menos negativas³.

Las tasas de crecimiento más bajas observadas con el nuevo método de ajuste se deben,

principalmente, a las amortizaciones de préstamos dados de baja (efecto de los flujos). El saldo de los préstamos dados de baja del balance es reducido en comparación con el saldo vivo total de préstamos (los préstamos al sector privado de la zona del euro dados de baja ascendieron a 0,4 billones de euros en julio de 2015, frente a una cifra de préstamos totales en los balances de las IFM de 10,8 billones de euros). Por tanto, el impacto (al alza o a la baja) de la inclusión de los saldos dados de baja sobre las tasas de crecimiento suele ser limitado. Sin embargo, las amortizaciones de préstamos dados de baja tienen un efecto a la baja significativo. Los gráficos B y C muestran el impacto del nuevo método de ajuste sobre las tasas de crecimiento interanual de los préstamos a hogares (gráfico B) y a las sociedades no financieras (gráfico C) derivado de los efectos de los flujos y de los saldos, así como las cuatro contribuciones más importantes por países.

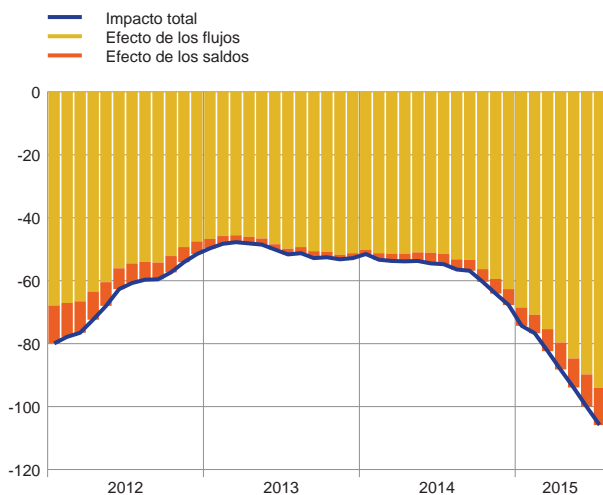
³ Puede consultarse una nota explicativa con información más detallada sobre las diferencias entre el nuevo método de ajuste y el antiguo en el sitio web del BCE, en http://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2015/html/pr150921_explanatory_note_adjusted_loans.pdf.

Gráfico B

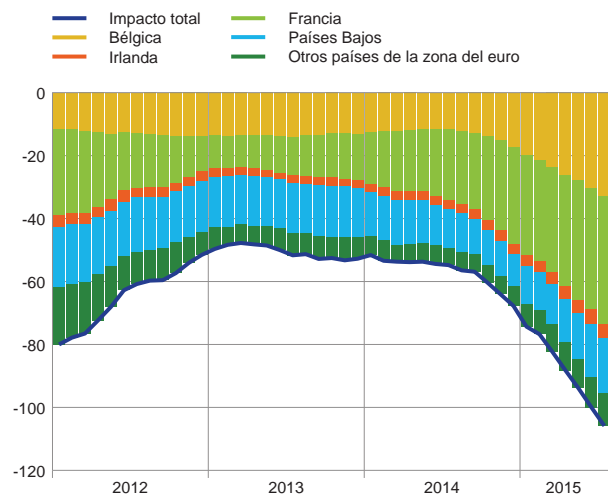
Préstamos de las IFM a los hogares de la zona del euro: impacto del nuevo método de ajuste sobre las tasas de crecimiento interanual

(diferencia en las tasas de crecimiento interanual entre el nuevo método de ajuste y el anterior; puntos básicos; datos sin desestacionalizar)

a) Impacto sobre las tasas de crecimiento interanual debido a los efectos de los flujos y los saldos



b) Impacto sobre las tasas de crecimiento interanual en términos de las contribuciones nacionales



Fuentes: BCE y cálculos del BCE.

Nota: La observación más reciente corresponde a julio de 2015.

En los préstamos a hogares, la diferencia en las tasas de crecimiento procede de países con una proporción relativamente elevada de préstamos dados de baja del balance, lo que se traduce en la inclusión de una cifra mayor de amortizaciones de préstamos con arreglo al nuevo método. Es el caso de Bélgica y de Francia, que cuentan con el 15% y el 25%, respectivamente, de los préstamos a hogares dados de baja de la zona del euro y, por tanto, son los países que más contribuyen al impacto total del nuevo método (véase gráfico B). Irlanda y Países Bajos, junto con otros países, contribuyen en menor medida.

En los préstamos a las sociedades no financieras, la elevada tasa de amortizaciones de préstamos dados de baja del balance explica la diferencia que resulta en las tasas de crecimiento entre el nuevo método y el anterior.

Los préstamos a las sociedades no financieras suelen tener vencimientos más cortos, lo que se traduce en que las amortizaciones son significativas en relación con los saldos vivos. La principal contribución procede de Francia (véase gráfico C), donde las amortizaciones han aumentado recientemente como consecuencia del incremento de las titulizaciones de préstamos a corto plazo. Bélgica y Alemania también han contribuido tradicionalmente a la reducción de las tasas de crecimiento interanual de los préstamos a las sociedades no financieras, mientras que la aportación de otros países ha sido limitada.

En conjunto, el nuevo método de ajuste mejora el análisis de las tasas de crecimiento de los préstamos tanto a nivel de la zona del euro como nacional.

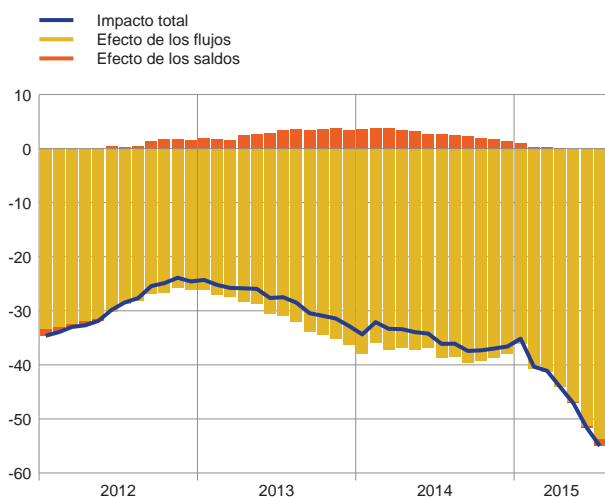
El reciente incremento de la diferencia en las tasas de crecimiento interanual entre el método nuevo y el antiguo también pone de manifiesto la relevancia del método

Gráfico C

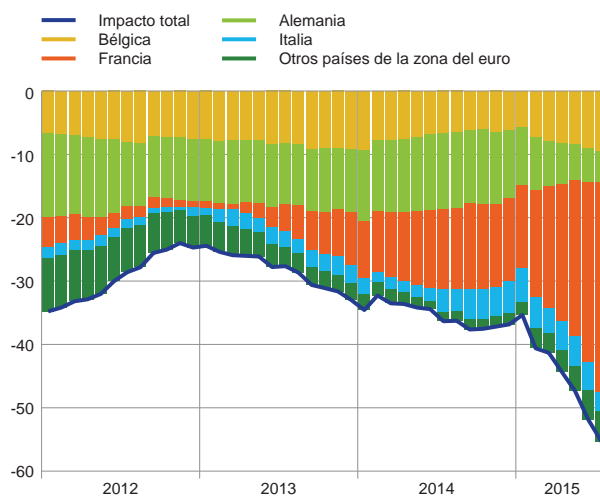
Préstamos de las IFM a las sociedades no financieras de la zona del euro: impacto del nuevo método de ajuste sobre las tasas de crecimiento interanual

(diferencia en las tasas de crecimiento interanual entre el nuevo método de ajuste y el anterior; puntos básicos; datos sin desestacionalizar)

a) Impacto sobre las tasas de crecimiento interanual debido a los efectos de los flujos y los saldos



b) Impacto sobre las tasas de crecimiento interanual en términos de las contribuciones nacionales



Fuentes: BCE y cálculos del BCE.

Nota: La observación más reciente corresponde a julio de 2015.

de ajuste para interpretar las tendencias de estas series. El BCE y los bancos centrales nacionales continúan trabajando en los datos históricos con el fin de seguir complementando el análisis de los préstamos concedidos a los hogares y a las sociedades no financieras de la zona del euro, ajustados por titulaciones y otras transferencias.

Recuadro 5

La creación del Consejo Fiscal Europeo

El 21 de octubre de 2015, la Comisión Europea adoptó una Comunicación¹ sobre medidas para completar la Unión Económica y Monetaria (UEM), continuando con las propuestas de reforma a corto plazo que figuraban en el «Informe de los cinco presidentes»². La comunicación incluye una serie de medidas para mejorar el funcionamiento de la UEM. Aunque estas medidas justifican un análisis separado, este recuadro se centra en un elemento específico, concretamente en la Decisión de la Comisión³ por la que se crea un Consejo Fiscal Europeo consultivo independiente. En consonancia con la hoja de ruta presentada en el «Informe de los cinco presidentes», el Consejo Fiscal Europeo se creó el 1 de noviembre de 2015, y está previsto que esté operativo a mediados de 2016.

Medidas para mejorar la gobernanza fiscal

La realización de una evaluación independiente de la aplicación de las reglas del Pacto de Estabilidad y Crecimiento (PEC) por parte de la Comisión Europea y del Consejo debería contribuir a incrementar la transparencia y la coherencia de la supervisión presupuestaria a nivel europeo. Las reformas recientes del marco de gobernanza fiscal de la UE, principalmente las reformas previstas en los paquetes legislativos sobre gobernanza económica (*six-pack*) y sobre supervisión presupuestaria (*two-pack*), tenían por objeto garantizar una aplicación más eficaz de las reglas del PEC. El marco reforzado es más complejo, por lo que a los ciudadanos y a sus representantes electos les resulta difícil exigir responsabilidades de sus acciones a la Comisión y al Consejo sin disponer de información adicional facilitada por una institución independiente adecuadamente informada. En este contexto, ya en 2010, el Consejo de Gobierno del BCE hizo un llamamiento para que se creara una agencia fiscal independiente a escala de la zona del euro. Además, la especial naturaleza de la zona del euro requiere una evaluación independiente de la orientación de su política fiscal, que debería llevarse a cabo basándose en las reglas del PEC y tener debidamente en cuenta consideraciones relativas a la sostenibilidad en los distintos países. Para que una institución de esta naturaleza sea eficaz, debe poder efectuar sus evaluaciones y publicar los resultados en tiempo real. Posteriormente, esas evaluaciones podrían servir de base para un debate fundado sobre las decisiones del Consejo y de la Comisión, tanto por parte de la opinión pública como del Parlamento Europeo.

¹ http://www.ec.europa.eu/priorities/economic-monetary-union/docs/single-market-strategy/communication-emu-steps_en.pdf.

² El informe «Realizar la Unión Económica y Monetaria europea» puede consultarse en http://ec.europa.eu/priorities/economic-monetary-union/docs/5-presidents-report_es.pdf.

³ http://www.ec.europa.eu/priorities/economic-monetary-union/docs/single-market-strategy/decision-efb_en.pdf.

La mayoría de los Estados miembros de la UE ya han establecido consejos fiscales independientes para reforzar sus marcos presupuestarios nacionales.

Las recientes reformas del marco de gobernanza fiscal de la UE han ampliado el papel y las funciones de las instituciones públicas independientes de los Estados miembros, con el fin de promover la disciplina presupuestaria y aumentar la adhesión nacional a las reglas fiscales de la UE⁴. Aunque los mandatos de los consejos fiscales de los Estados miembros de la UE difieren considerablemente de unos países a otros, suelen encargarse de realizar un seguimiento del cumplimiento de las reglas fiscales nacionales, incluido el funcionamiento del mecanismo de corrección automático que exige el Pacto Fiscal como parte del Tratado de Estabilidad, Coordinación y Gobernanza en la Unión Económica y Monetaria. El paquete legislativo sobre supervisión presupuestaria (*two-pack*) también establece normas específicas aplicables a la estructura institucional de las instituciones fiscales independientes nacionales, entre las que se incluyen no solo la capacidad de comunicación pública en el momento oportuno, sino también, por ejemplo, una independencia organizativa de amplio alcance basada en disposiciones legales, reglamentarias o administrativas nacionales de carácter vinculante⁵.

El «Informe de los cinco presidentes», publicado el 22 de junio de 2015, recomienda la creación de un Consejo Fiscal Europeo consultivo para complementar los consejos fiscales nacionales y mejorar la transparencia de la aplicación del PEC. La principal función prevista para el citado Consejo es «proporcionar una evaluación pública e independiente, a escala europea, de la manera en que los presupuestos, y su ejecución, se atienen a los objetivos y recomendaciones económicos establecidos en el marco de gobernanza fiscal de la UE». El informe especifica que el Consejo Fiscal Europeo «debería poder emitir dictámenes cuando lo estime necesario, especialmente en relación con la evaluación de los Programas de Estabilidad, la presentación de los proyectos de planes presupuestarios anuales y la ejecución de los presupuestos nacionales». Aunque la Comisión Europea, en línea con las prerrogativas que le otorgan los Tratados de la UE, debería poder discrepar de las opiniones del Consejo Fiscal Europeo sobre la aplicación de las reglas fiscales, tendría que justificar los motivos de la discrepancia (el principio de «cumplir o dar explicaciones»). Esto significa que el Consejo Fiscal Europeo ha de realizar y publicar sus análisis en tiempo real. Además, debería presentar una evaluación *ex post* de la aplicación del marco de gobernanza, así como formarse un juicio económico de la orientación adecuada de la política fiscal a nivel nacional y de la zona del euro basada en el PEC. Las recomendaciones del Consejo Fiscal Europeo deberían tenerse en cuenta en las decisiones que adopte la Comisión en el contexto del Semestre Europeo, introducido en el paquete legislativo sobre gobernanza económica (*six-pack*)

⁴ Véase el recuadro titulado «Los consejos fiscales de los países de la UE», *Boletín Mensual*, BCE, junio de 2014.

⁵ Véase el artículo 2 del Reglamento (UE) nº 473/2013 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 21 de mayo de 2013, sobre disposiciones comunes para el seguimiento y la evaluación de los proyectos de planes presupuestarios y para la corrección del déficit excesivo de los Estados miembros de la zona del euro.

con el fin de mejorar la coordinación de las políticas económicas y fiscales de los Estados miembros. Por último, la nueva institución consultiva también debería coordinar y complementar a los consejos fiscales nacionales creados en el marco de la Directiva de la UE sobre marcos presupuestarios⁶. En este contexto, el Consejo Fiscal Europeo debería tener el mismo grado de independencia institucional que los consejos fiscales nacionales.

Composición, funciones y mandato del Consejo Fiscal Europeo

El Consejo Fiscal Europeo estará integrado por cinco expertos de renombre en concreto, por un presidente y cuatro miembros, designados sobre la base de unas competencias adecuadas, de sus conocimientos de macroeconomía y de su experiencia en gestión presupuestaria. Mientras que el presidente y uno de los miembros serán designados por la Comisión Europea a propuesta del presidente, previa consulta al vicepresidente responsable del Euro y el Diálogo Social, y al comisario de Asuntos Económicos y Financieros, Fiscalidad y Aduanas, los otros tres miembros serán designados por la Comisión a propuesta del presidente, previa consulta a los consejos fiscales nacionales, al Banco Central Europeo y al grupo de trabajo del Eurogrupo. El Consejo contará con el apoyo de una secretaría formada por un jefe de secretaría y personal de apoyo, que a efectos administrativos estará adscrita a la Secretaría General de la Comisión Europea, pero que únicamente rendirá cuentas al Consejo. El analista económico jefe ejercerá las funciones de jefe de la secretaría. El puesto de analista económico jefe, que actúa como asesor de la Comisión, se creó a finales de 2011 en respuesta a los llamamientos para que se realice un seguimiento más independiente, a fin de contribuir a una aplicación uniforme de las reglas.

La función del Consejo Fiscal Europeo será contribuir, con carácter consultivo, a la supervisión fiscal multilateral de la zona del euro. En primer lugar, el Consejo presentará a la Comisión Europea una evaluación de la aplicación del marco fiscal de la UE, en particular en lo que respecta a la coherencia horizontal de las decisiones y a la ejecución de la supervisión presupuestaria en los casos en los que exista riesgo de incumplimiento especialmente grave de las normas. El Consejo Fiscal Europeo también podrá hacer sugerencias relativas a la evolución futura del marco fiscal de la UE. En segundo lugar, el Consejo asesorará a la Comisión Europea sobre la adecuación de la orientación prospectiva de la política fiscal a escala nacional y de la zona del euro basándose en un juicio económico. En tercer lugar, cooperará con los consejos fiscales nacionales, principalmente con el objeto de intercambiar las mejores prácticas y facilitar el entendimiento común.

El Consejo Fiscal Europeo necesitará una voz pública fuerte para funcionar eficazmente. Esto está previsto en el «Informe de los cinco presidentes» y será un aspecto esencial para incrementar la transparencia y la coherencia de la aplicación de las

⁶ Véase la Directiva 2011/85/UE del Consejo, de 8 de noviembre de 2011, sobre los requisitos aplicables a los marcos presupuestarios de los Estados miembros.

reglas del PEC. La decisión de la Comisión no establece expresamente que las evaluaciones del Consejo Fiscal Europeo se publiquen en tiempo real y tampoco menciona la posibilidad de hacer públicos sus dictámenes. Lo mismo es aplicable al principio de «cumplir o dar explicaciones» que figura en el «Informe de los cinco presidentes». La decisión de la Comisión implica que el Consejo presentará principalmente sus recomendaciones y evaluaciones solo directamente a la Comisión Europea, aunque no especifica cómo deberían tenerse en cuenta en el proceso interno de toma de decisiones. Aunque no está claro si el Consejo Fiscal Europeo realizará comunicaciones públicas en tiempo real, hay una referencia a la publicación de un informe anual.

Es importante que la estructura del Consejo Fiscal Europeo siga los principios establecidos en relación con la creación de organismos independientes (como los consejos fiscales) a escala nacional. En el «Informe de los cinco presidentes» se señala que el Consejo Fiscal Europeo debería gozar del mismo grado de independencia que los consejos fiscales nacionales. La decisión de la Comisión otorga independencia a los cinco miembros del Consejo, aunque todos ellos serán designados y remunerados por la Comisión. Además, la creación del Consejo Fiscal Europeo sobre la base de una decisión de la Comisión dentro de su estructura organizativa no se ajusta a las normas establecidas para sus homólogos en el ámbito nacional.

En general, la creación del Consejo Fiscal Europeo es un paso en la dirección correcta. Su mandato e independencia institucional podrían aclararse y reforzarse en mayor medida, a fin de garantizar que pueda desempeñar un papel destacado aumentando la transparencia y mejorando el cumplimiento de las reglas fiscales. En primer lugar, dado que tener voz pública es fundamental para que el Consejo sea eficaz, es importante que su derecho de publicación no se limite a un informe anual. Concretamente, el Consejo tendría que poder presentar y publicar en tiempo real evaluaciones de las decisiones de la Comisión Europea relacionadas con el PEC. En segundo lugar, debería aclararse la manera en que las recomendaciones del Consejo Fiscal Europeo se tendrán en cuenta en el marco de supervisión presupuestaria a escala europea, por ejemplo, concediendo a su presidente el derecho a comparecer ante el Parlamento Europeo y a asistir a las reuniones pertinentes del Consejo y del Eurogrupo. En este contexto, en caso de que la Comisión discrepe de las recomendaciones del Consejo en un tema concreto, podría comprometerse a explicar los motivos de la discrepancia. En tercer lugar, será importante especificar el mandato del Consejo Fiscal Europeo, en particular en lo que respecta a la interacción entre su evaluación de la aplicación del PEC y su evaluación de la orientación prospectiva de la política fiscal. Aunque la primera puede sustentarse en sólidas bases metodológicas, no es este el caso de la evaluación de la orientación de la política fiscal adecuada, en especial a escala de la zona del euro. En este contexto, será importante asegurar que el cumplimiento del PEC por parte de todos los Estados miembros y los riesgos para la sostenibilidad de la deuda sean elementos clave de la evaluación de la orientación de la política fiscal. Por último, la estructura institucional del Consejo Fiscal Europeo podría revisarse con el tiempo, principalmente para separar al Consejo de las estructuras institucionales de la Comisión con el fin de que funcione como una institución independiente con personalidad jurídica propia.