

Recuadro 1

Situación de liquidez y operaciones de política monetaria en el período comprendido entre el 22 de julio y el 27 de octubre de 2015

En este recuadro se describen las operaciones de política monetaria del BCE realizadas durante el quinto y el sexto períodos de mantenimiento de reservas de 2015, comprendidos entre el 22 de julio y el 8 de septiembre de 2015 y entre el 9 de septiembre y el 27 de octubre 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 %, respectivamente¹. El 30 de septiembre de 2015 se liquidó la quinta operación de financiación a plazo más largo con objetivo específico (TLTRO, en sus siglas en inglés), en la que se adjudicaron 15,5 mm de euros, frente a los 73,8 mm de euros adjudicados en la operación anterior en junio. Con ello, el importe total adjudicado en las cinco primeras TLTRO ascendió a 399,6 mm de euros². Además, el Eurosistema continuó adquiriendo valores públicos, 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 de euros al mes³.

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 38,4 mm de euros con respecto al período de referencia anterior (es decir, el tercero y el cuarto período de mantenimiento del año), hasta situarse, en promedio, en 646,5 mm de euros. Este aumento se debió, fundamentalmente, al incremento de 36,7 mm de euros registrado en la media de los factores autónomos, que alcanzaron la cifra de 533,5 mm de euros (véase cuadro).

¹ Las OPF continuaron realizándose mediante el procedimiento de subasta a tipo de interés fijo con adjudicación plena. El mismo procedimiento continuó utilizándose en las operaciones de financiación a plazo más largo (OFPML) a tres meses. El tipo de interés de cada OFPML se fijó en la media de los tipos de las OPF ejecutadas durante la vigencia de las respectivas OFPML. Las TLTRO siguieron llevándose a cabo mediante el procedimiento de subasta a tipo de interés fijo, aplicándose el mismo tipo de interés que en las OPF.

² 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: www.ecb.europa.eu/mopo/implement/omo/html/index.en.html.

³ En el sitio web del BCE puede consultarse información detallada sobre el programa ampliado de compra de activos: www.ecb.europa.eu/mopo/implement/omt/html/index.en.html.

Cuadro Situación de liquidez del Eurosistema

	22 de julio a 27 de octubre de 2015	22 de abril a 21 de julio de 2015	Sexto período de mantenimiento		Quinto período de mantenimiento		
Pasivo - Necesidades de liquidez (medias; mm de euros)							
Factores autónomos de liquidez	1.675,7	(-14,6)	1.690,3	1.692,8	(+34,2)	1.658,6	(-37,6)
Billetes en circulación	1.053,9	(+19,4)	1.034,5	1.052,4	(-2,9)	1.055,3	(+12,6)
Depósitos de las AAPP	79,3	(-6,3)	85,6	95,2	(+31,8)	63,4	(-32,9)
Otros factores autónomos	542,5	(-27,7)	570,2	545,2	(+5,4)	539,8	(-17,3)
Instrumentos de política monetaria							
Cuentas corrientes	446,9	(+107,5)	339,4	465,3	(+36,9)	428,4	(+47,0)
Exigencias de reservas mínimas	113,0	(+0,9)	111,2	113,2	(+0,5)	112,7	(+0,5)
Facilidad de depósito	150,4	(+49,1)	101,3	152,8	(+4,7)	148,0	(+45,0)
Operaciones de ajuste de absorción de liquidez	0,0	(+0,0)	0,0	0,0	(+0,0)	0,0	(+0,0)
Activo - Oferta de liquidez (medias; mm de euros)							
Factores autónomos de liquidez	1.142,5	(-51,3)	1.193,8	1.135,7	(-13,6)	1.149,3	(-33,9)
Activos exteriores netos	623,2	(-26,5)	649,8	619,1	(-8,3)	627,4	(-15,5)
Activos netos denominados en euros	519,3	(-24,8)	544,1	516,7	(-5,2)	521,9	(-18,4)
Instrumentos de política monetaria							
Operaciones de mercado abierto	1.130,4	(+193,2)	937,2	1.175,5	(+90,2)	1.085,3	(+87,8)
Operaciones de subasta	533,4	(+20,2)	513,2	532,3	(-2,2)	534,5	(+8,8)
OPF	71,3	(-18,4)	89,7	70,2	(-2,2)	72,4	(-10,1)
Operaciones de financiación con plazo especial	0,0	(+0,0)	0,0	0,0	(+0,0)	0,0	(+0,0)
OPFML a tres meses	73,6	(-16,9)	90,5	69,2	(-8,9)	78,1	(-5,7)
OPFML a tres años	0,0	(+0,0)	0,0	0,0	(+0,0)	0,0	(+0,0)
OPFML con objetivo específico (TLTRO)	388,5	(+55,5)	333,0	393,0	(+8,9)	384,1	(+24,6)
Carteras en firme	597,0	(+173,0)	424,0	643,2	(+92,4)	550,8	(+79,0)
Primer programa de adquisiciones de bonos garantizados	22,2	(-2,2)	24,4	21,9	(-0,6)	22,5	(-0,8)
Segundo programa de adquisiciones de bonos garantizados	10,5	(-0,6)	11,1	10,4	(-0,3)	10,7	(-0,1)
Tercer programa de adquisiciones de bonos garantizados	114,9	(+27,8)	87,1	122,3	(+14,8)	107,6	(+12,4)
Programa para los mercados de valores	128,5	(-8,2)	136,6	127,1	(-2,7)	129,8	(-4,8)
Programa de compras de bonos de titulización de activos	11,9	(+4,4)	7,5	13,2	(+2,5)	10,7	(+1,9)
Programa de compras de valores públicos	308,9	(+151,6)	157,4	348,3	(+78,6)	269,6	(+70,5)
Facilidad marginal de crédito	0,4	(+0,2)	0,2	0,1	(-0,5)	0,6	(+0,3)
Otra información relativa a la liquidez (medias; mm de euros)							
Necesidades de liquidez agregadas	646,5	(+38,4)	608,0	670,7	(+48,5)	622,2	(-3,4)
Factores autónomos ¹⁾	533,5	(+36,7)	496,8	557,5	(+48,0)	509,5	(-3,8)
Exceso de liquidez	483,9	(+154,7)	329,2	504,8	(+41,6)	463,1	(+91,3)
Evolución de los tipos de interés (porcentajes)							
OPF	0,05	(+0,00)	0,05	0,05	(+0,00)	0,05	(+0,00)
Facilidad marginal de crédito	0,30	(+0,00)	0,30	0,30	(+0,00)	0,30	(+0,00)
Facilidad de depósito	-0,20	(+0,00)	-0,20	-0,20	(+0,00)	-0,20	(+0,00)
Eonia medio	-0,130	(-0,022)	-0,107	-0,139	(-0,018)	-0,121	(-0,002)

Fuente: BCE.

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

1) Incluye «partidas en curso de liquidación».

El incremento observado en la media de los factores autónomos fue resultado, principalmente, de la disminución de la media de los factores de inyección de liquidez, tanto de los activos exteriores netos como de los activos netos denominados en euros. Los activos exteriores netos se situaron, en promedio, en 623,2 mm de euros, 26,5 mm de euros por debajo de la cifra del período de referencia anterior. La apreciación del euro con respecto al dólar estadounidense durante el período analizado se tradujo en una disminución del valor de los activos

exteriores netos. Además, los activos netos denominados en euros se situaron, en promedio, en 519,3 mm de euros, 24,8 mm de euros por debajo del importe del período de referencia anterior. Los activos netos denominados en euros descendieron como consecuencia de la depreciación de los activos financieros mantenidos por el Eurosistema con fines distintos de la política monetaria, así como del aumento de los pasivos mantenidos por entidades de fuera de la zona del euro en los bancos centrales nacionales. Con anterioridad, estas entidades habían reducido significativamente sus tenencias de efectivo en el Eurosistema para evitar los tipos de interés negativos, pero en el período considerado volvieron a incrementarlas, posiblemente debido al menor número de alternativas atractivas en el mercado.

Los factores de absorción de liquidez disminuyeron en el período analizado como consecuencia del descenso de otros factores autónomos, que solo fue contrarrestado parcialmente por el habitual aumento estacional de los billetes en circulación durante el verano.

Otros factores autónomos se situaron, en promedio, en 542,5 mm de euros, con un descenso de 27,7 mm de euros con respecto al período de análisis anterior, que refleja sobre todo una reducción de las cuentas de revalorización. Además, el importe medio de los depósitos de las Administraciones Públicas, que registró una contracción de 6,3 mm de euros y se situó en 79,3 mm de euros, también contribuyó a la caída de las necesidades de liquidez. La contracción de los depósitos de las Administraciones Públicas fue continuación de la tendencia general a la baja observada desde septiembre de 2014 (cuando el BCE rebajó el tipo de interés de la facilidad de depósito al $-0,20\%$), y compensó parcialmente el aumento observado en el período de referencia anterior, cuando los Tesoros que intentaban colocar efectivo en el mercado tenían pocas alternativas. La disminución en el período considerado estuvo asociada a la reducción de los tipos de interés que algunos Tesoros estaban dispuestos a aceptar al colocar su exceso de liquidez en el mercado. Por otra parte, los billetes en circulación aumentaron durante el verano, siguiendo el habitual patrón estacional, lo que contrarrestó en parte el descenso de otros factores de absorción de liquidez. Los billetes en circulación se situaron en 1.053,9 mm de euros, en promedio, en el período analizado, lo que supone un incremento de 19,4 mm de euros con respecto a la media del período de referencia anterior.

La volatilidad de los factores autónomos siguió siendo elevada durante el período analizado. Dicha volatilidad reflejó, principalmente, las marcadas fluctuaciones de los depósitos de las Administraciones Públicas y la revalorización trimestral de los activos exteriores netos y de los activos netos denominados en euros. No obstante, la volatilidad fue inferior a la registrada en el período de referencia anterior, pese a que el nivel de los factores autónomos mantuvo una tendencia al alza.

El error medio absoluto de las previsiones semanales de los factores autónomos se mantuvo sin variación en la cifra de 6,4 mm de euros en el período analizado y se debió, principalmente, a los errores de predicción relacionados con los depósitos de las Administraciones Públicas. Aunque los errores de predicción relacionados con los depósitos de las Administraciones Públicas se redujeron ligeramente, continuaron siendo la principal fuente de error,

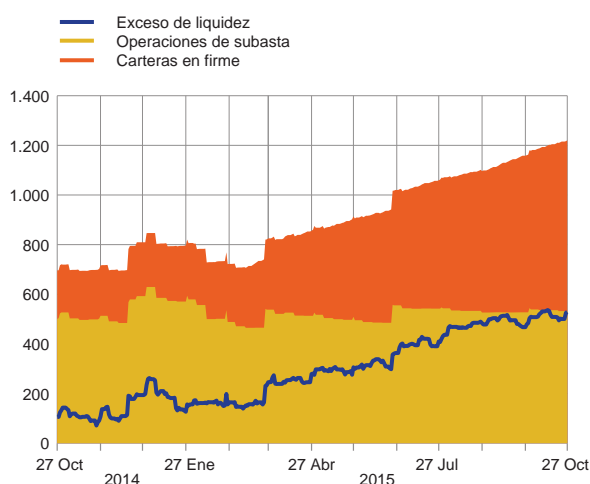
ya que siguió resultando difícil anticipar la actividad inversora de los Tesoros en un entorno de tipos de interés a corto plazo del mercado monetario cada vez más negativos y de elevados niveles de exceso de liquidez.

Liquidez inyectada mediante instrumentos de política monetaria

Gráfico

Evolución de los instrumentos de política monetaria y exceso de liquidez

(mm de euros)



Fuente: BCE.

El volumen medio de liquidez proporcionado a través de las operaciones de mercado abierto —operaciones de subasta y compras simples— se incrementó en 193,2 mm de euros, hasta situarse en 1.130,4 mm de euros (véase gráfico).

Las compras simples representaron el 90% de dicho aumento y estuvieron relacionadas, principalmente, con el programa de compras de valores públicos.

La liquidez media proporcionada mediante operaciones de subasta aumentó en 20,2 mm de euros, situándose en 533,4 mm de euros, impulsada por las TLTRO. La liquidez media inyectada por las OPF y las OFPML a tres meses se redujo en 18,4 mm de euros y 16,9 mm de euros, respectivamente, pero esta reducción se vio compensada con creces por la liquidez media proporcionada en las TLTRO, que se incrementó en 55,5 mm de euros, hasta situarse en 388,5 mm de euros. El quinto período de mantenimiento fue

el que más contribuyó a dicho aumento, dado que los fondos obtenidos en la operación adjudicada en junio fueron significativamente superiores a los obtenidos en la operación adjudicada en septiembre.

La liquidez media proporcionada a través de carteras en firme aumentó en 173,0 mm de euros, hasta situarse en 597,0 mm de euros, debido, principalmente, al programa de compras de valores públicos. 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 151,6 mm de euros, 27,8 mm de euros y 4,4 mm de euros, respectivamente, compensó con creces la amortización de los bonos de la cartera del programa para los mercados de valores y de los dos programas de adquisiciones de bonos garantizados anteriores.

Exceso de liquidez

Como consecuencia de los desarrollos detallados anteriormente, el exceso medio de liquidez aumentó en 154,7 mm de euros adicionales y se situó en

483,9 mm de euros en el período analizado (véase gráfico). La mayor parte de dicho aumento se produjo en el quinto período de mantenimiento, cuando el exceso medio de liquidez se incrementó en 91,3 mm de euros debido a que los factores autónomos prácticamente no se modificaron. En el sexto período de mantenimiento, el exceso medio de liquidez registró un avance menos intenso, de 41,6 mm de euros. La relativa debilidad de este avance fue atribuible principalmente al incremento de los factores autónomos, que absorbió parcialmente el aumento de las adquisiciones en el marco del APP, lo que proporciona evidencia adicional de que la volatilidad de los factores autónomos está influyendo en la evolución del exceso de liquidez.

El aumento del exceso de liquidez quedó reflejado fundamentalmente en un incremento de 107,5 mm de euros de los saldos medios en cuenta corriente, que se situaron en 446,9 mm de euros durante el período analizado. Este incremento se repartió de forma bastante homogénea entre los dos períodos de mantenimiento, registrándose un aumento de los saldos medios de 47 mm de euros y 36,9 mm de euros en el quinto y en el sexto período de mantenimiento, respectivamente. El recurso medio a la facilidad de depósito también se incrementó, aunque en menor medida, con un alza de 49,1 mm de euros, hasta situarse en 150,4 mm de euros.

Evolución de los tipos de interés

Al igual que en el período de referencia anterior, los tipos de interés del mercado monetario siguieron cayendo como consecuencia del aumento continuado del exceso de liquidez y la creciente aceptación de las operaciones a tipos negativos por parte de los participantes en el mercado. En el mercado de operaciones sin garantías, el eonia se situó, en promedio, en el $-0,130\%$, por debajo del nivel medio del $-0,107\%$ del período de referencia anterior. La disminución más pronunciada se produjo en el sexto período de mantenimiento, en el que el eonia se situó, en promedio, en el $-0,139\%$, lo que representa un descenso de 0,018 puntos porcentuales con respecto al nivel del período de mantenimiento previo. Los tipos de interés a un día en el segmento de operaciones con garantías retrocedieron hasta situarse en niveles próximos al tipo de interés de la facilidad de depósito. De hecho, los tipos de determinados valores utilizados como garantía⁴ cayeron incluso por debajo del tipo de interés de la facilidad de depósito. Los tipos *repo* medios a un día del mercado GC Pooling⁵ descendieron hasta situarse en el $-0,187\%$ y en el $-0,184\%$ para las cestas estandarizadas y ampliadas de activos de garantía, respectivamente, lo que supone una disminución de 0,007 y 0,014 puntos porcentuales en relación con el período de referencia anterior.

⁴ Véase, por ejemplo, «RepoFunds Rate»: www.repofundstrate.com.

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

Recuadro 2

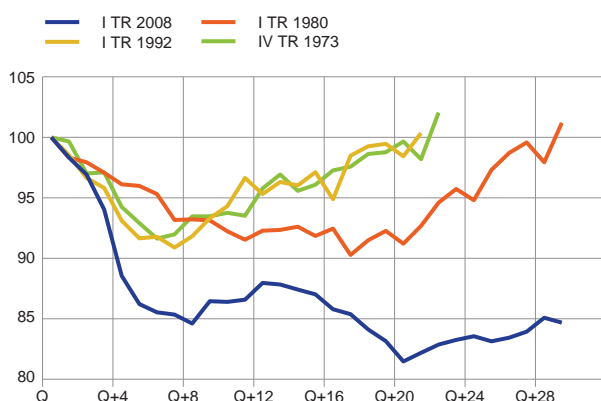
¿Cuáles son las causas de la baja inversión en la zona del euro?

Respuestas de una encuesta a grandes empresas de la zona

Gráfico A

Inversión en la zona del euro en épocas de recuperación

(índice: máximo antes de la crisis=100)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Nota: «TR» se refiere a los niveles máximos anteriores a la crisis en los períodos de tiempo respectivos. Los trimestres posteriores reflejados en el eje de abscisas muestran el número de trimestres que se ha tardado, históricamente, en recuperar dichos máximos, facilitándose una comparación con la crisis reciente.

Pese a que la recuperación económica de la zona del euro continúa, la inversión sigue siendo baja con respecto a los niveles anteriores a la crisis y su crecimiento ha sido muy débil en comparación con los precedentes históricos (véase gráfico A).

En cierta medida, la lenta recuperación de la inversión en la zona del euro refleja la prolongada duración de la crisis, que ha hecho que el producto todavía tenga que repuntar hasta alcanzar el nivel registrado antes de su estallido. Sin embargo, la larga recuperación también es atribuible a otros factores que han contribuido, en distinta medida y durante diferentes períodos, a limitar la inversión en la zona del euro. Estos factores están relacionados con el acceso a la financiación, la mayor preocupación de las empresas como consecuencia de la situación de la demanda, las perspectivas de crecimiento y las mayores restricciones en cada empresa. Todos ellos reducen el incentivo para invertir. En este recuadro

se resumen los resultados de una encuesta específica *ad hoc* llevada a cabo entre las principales empresas de la zona del euro relativa a la situación de la inversión en la zona y sus limitaciones.

En el cuadro A se presentan el desglose y la representatividad de las 74 respuestas recibidas¹.

31 de las empresas encuestadas pertenecen al sector industrial en general (incluidas tres empresas de producción y transformación de productos agrícolas), 13 operan en la construcción y actividades relacionadas, y 30 pertenecen al sector servicios (incluidos el comercio minorista y el transporte, los servicios a empresas y los servicios de consumo). La comparación de su tamaño con los datos de las cuentas nacionales indica que, en conjunto, estas 74 empresas

¹ La encuesta sobre inversión era en formato papel y se envió por correo electrónico directamente a los directores financieros de una muestra de grandes empresas de la zona del euro. La encuesta contenía una mezcla de preguntas abiertas y cerradas relativas a: planes y estrategia de inversión para 2015; planes de inversión actuales y futuros y opiniones sobre las limitaciones existentes y las medidas de política económica que podrían contribuir a respaldar o fomentar una mayor inversión en la zona del euro a más largo plazo.

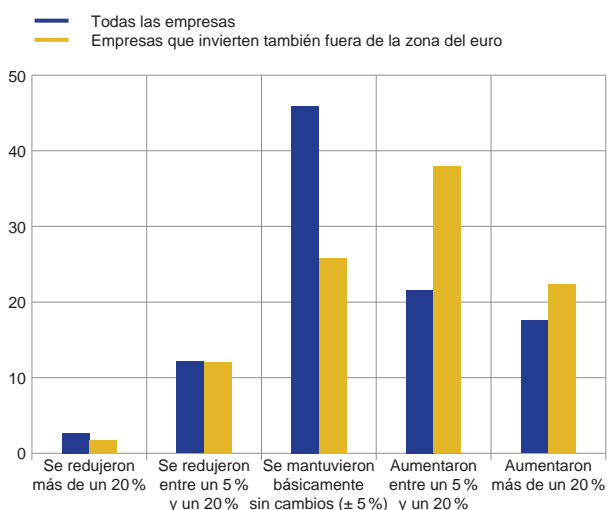
Cuadro A
Estadísticas resumidas de una encuesta *ad hoc* sobre inversión

	Encuestados		Porcentaje de la economía total
Empleo (miles)	3.770		2,5%
Inversión (millones de euros)	35.145		3,0%
Desglose sectorial	Número	Porcentaje del total de encuestados	Porcentaje del valor añadido
Industria, excluida construcción	31	42%	28%
Construcción ¹⁾	13	18%	23%
Servicios	30	41%	49%
<i>De los cuales:</i>			
Entre empresas	11	15%	22%
De empresas a consumidores	19	26%	27%

Fuentes: Encuesta sobre inversión, Eurostat y cálculos del BCE.
Notas: El número de empleados y los presupuestos de inversión para 2014 han sido indicados por los encuestados. El porcentaje del valor añadido corresponde a la economía de las empresas no financieras y excluye al sector financiero, al sector público y al sector agrícola. «Industria, excluida construcción» incluye empresas de transformación de alimentos y productores agrícolas.
1) «Construcción» incluye actividades inmobiliarias.

Gráfico B
Planes de inversión de las grandes empresas en 2015 en comparación con 2014

(porcentaje de empresas encuestadas)



Fuentes: Encuesta sobre inversión y cálculos del BCE.

Cuadro B
Desglose del gasto en inversión por categoría

(porcentaje de empresas encuestadas)

	<30 %	30 %-60 %	>60 %
Gastos de capital	10%	19%	71%
Investigación y desarrollo	72%	22%	7%
Otros (p. ej., activos intangibles)	84%	12%	4%

Fuentes: Encuesta sobre inversión y cálculos del BCE.
Nota: Las filas pueden no sumar el 100% debido al redondeo.

representan alrededor del 2,5% del empleo total y el 3% del gasto total en inversión no residencial del sector privado en 2014.

Según los encuestados, en conjunto, los presupuestos de inversión aumentaron entre 2014 y 2015 (véase gráfico B).

Sin embargo, en un entorno de moderado crecimiento sostenido en toda la zona del euro, cerca de la mitad de los participantes en la encuesta mantuvieron prácticamente sin cambios sus presupuestos de inversión. En cuanto a los más de dos tercios del total de encuestados que también invirtieron fuera de la zona del euro, sus niveles de inversión —sobre todo de las grandes multinacionales que operan en los sectores manufacturero y de la construcción— fueron en general más elevados fuera de la zona (véanse las barras amarillas del gráfico B). Al responder a la pregunta sobre los principales destinos de sus inversiones fuera de la zona del euro, estos encuestados citaron normalmente economías emergentes, así como economías avanzadas no pertenecientes a la zona del euro, lo que sugiere que persiste la preocupación sobre el rendimiento potencial de la inversión en la zona del euro y en la UE a escala más amplia.

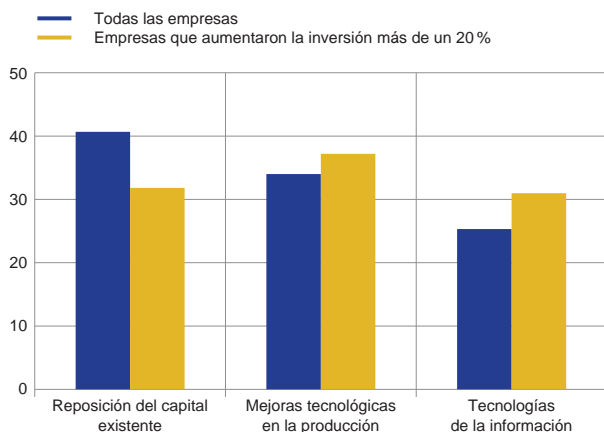
Con diferencia, el mayor porcentaje de los presupuestos de inversión se destinó a gastos de capital y una proporción muy inferior se dedicó a investigación y desarrollo (I+D), o bien a inversión en activos intangibles (véase cuadro B).

En relación con el desglose del gasto en inversión, el 71% de las empresas encuestadas indicaron que dedicaron más del 60% de sus presupuestos de inversión a gastos de capital, mientras que solo un 7% de ellas invirtieron principalmente en I+D o en activos intangibles. En general, las empresas con fuerte inversión en I+D estaban desarrollando nuevas tecnologías para mejorar su capacidad de producción, reaccionar a los exigentes marcos medioambientales o regulatorios o proteger sus derechos de propiedad industrial.

En relación con los gastos de capital, la inversión se centró generalmente en la reposición del capital, más que en mejoras tecnológicas (véase gráfico C).

Gráfico C Desglose de los gastos de capital por tipo de inversión

(porcentaje medio del gasto de las empresas encuestadas)

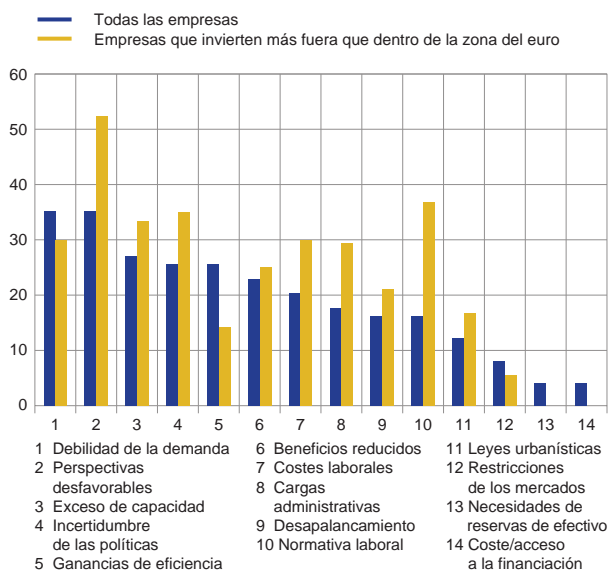


Fuentes: Encuesta sobre inversión y cálculos del BCE.

encuestados, en torno al 41 % del total de gastos de capital se dedicó a reponer *stocks* de capital existentes más que a invertir en tecnologías nuevas o avanzadas. Entre las empresas con un elevado nivel de inversión (véanse las barras amarillas del gráfico C, que reflejan las empresas cuya inversión se incrementó en al menos un 20% en términos interanuales en 2015), la proporción de los gastos de capital dedicados a «mejoras tecnológicas» y equipos de TI fue, en general, algo superior. Sin embargo, en muchos casos, el aumento del gasto en mejoras tecnológicas reflejó la búsqueda de reducción de costes y de mayor crecimiento de la productividad, más que la mejora en el desarrollo de productos o la personalización de la producción.

Gráfico D Limitaciones a la inversión en la zona del euro

(porcentaje de empresas encuestadas)



Los encuestados consideraron en raras ocasiones que las restricciones financieras asociadas a los costes de financiación o al acceso a esta misma constituían limitaciones importantes (véase gráfico D)².

En conjunto, entre las principales limitaciones a la inversión en la zona del euro en el momento presente, se citaron sistemáticamente factores de demanda, en términos de debilidad de la demanda actual y débiles perspectivas de crecimiento. La incertidumbre en torno a las políticas estructurales y fiscales en algunos países de la zona del euro se señaló también como un freno significativo a la inversión. Los encuestados mencionaron asimismo las rigideces estructurales y las restricciones regulatorias, incluidos los elevados costes laborales, la normativa en materia de empleo, los trámites administrativos, las leyes urbanísticas³ y las rigideces de los mercados de productos entre los factores que limitan la inversión en la zona del euro en el momento actual. En cuanto a las limitaciones más fuertes, las empresas que invierten más fuera que dentro de la zona del euro citaron con frecuencia

la regulación del mercado de trabajo, los costes laborales y los trámites administrativos, así como las débiles perspectivas de crecimiento y la incertidumbre de las políticas.

² Mientras que las empresas más pequeñas han citado durante mucho tiempo las mayores dificultades para acceder a la financiación como una limitación a la inversión, la última encuesta sobre el acceso a la financiación de las empresas (SAFE, en sus siglas en inglés) sugiere que estas restricciones se han atenuado notablemente a lo largo de 2015. Véase la encuesta titulada *Survey on the access to finance of enterprises in the euro area — April to September of 2015*, BCE, Frankfurt am Main, diciembre de 2015, disponible en <http://www.ecb.europa.eu>.

³ En general, se refiere a normativa urbanística que limita el número, el tamaño o el alcance de las empresas que operan en un área específica.

En cuanto a los cambios necesarios en las políticas para fomentar un aumento de la inversión en la zona del euro, los encuestados citaron principalmente las reformas centradas en los mercados de trabajo y de productos nacionales y una mayor armonización fiscal. Los participantes en la encuesta indicaron que las políticas destinadas a incrementar la flexibilidad del empleo y a reducir los riesgos (y los costes) asociados a la contratación indefinida son cada vez más necesarias en un entorno de volatilidad más acusada de la demanda. Tres de las ocho recomendaciones señaladas más habitualmente se referían a las reformas del mercado de trabajo, en términos de aumento de la flexibilidad del empleo, reducción de los costes laborales y mayor énfasis en la adquisición de habilidades adicionales. Los encuestados destacaron los elevados costes laborales como factores que afectaban negativamente a la competitividad de la zona del euro y varios de ellos se mostraron a favor de cambios que redujeran, o bien las cargas sociales, o bien los costes de despido, con el fin de ayudar a restablecer la competitividad de la zona del euro y, por ende, fomentar una mayor inversión. Las reformas de los mercados de productos destinadas a incrementar la competencia en la UE y permitir a las empresas beneficiarse de las crecientes economías de escala y de alcance, aumentando así los rendimientos potenciales de la inversión, también se mencionaron con frecuencia. Varios encuestados subrayaron la necesidad de asegurar que los competidores de fuera de la UE estén sujetos a las mismas normas que las empresas de la UE y así evitar que los proveedores y los productores de la UE se encuentren en desventaja. La simplificación de los sistemas fiscales y la armonización de las normativas tributarias también se postularon como un medio para ayudar a las empresas productivas a crecer más rápido para poder beneficiarse de los mercados recientemente ampliados, lo que daría un impulso adicional a la inversión.

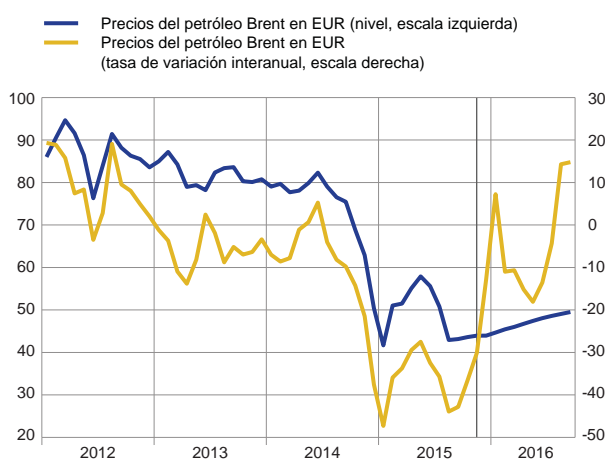
Recuadro 3

El papel de los efectos de comparación en la senda prevista para la inflación medida por el IAPC

A corto plazo, los efectos de comparación tendrán un impacto considerable en la senda prevista para la inflación general medida por el IAPC. Las proyecciones macroeconómicas de diciembre de 2015 elaboradas por los expertos del Eurosistema implican un aumento significativo de la inflación medida por el IAPC a finales de este año y principios del siguiente, seguido de una moderación transitoria hasta mediados de 2016¹. Este perfil refleja esencialmente el impacto de los efectos de comparación sobre la tasa de variación interanual de los precios de la energía, el componente más variable de la inflación medida por el IAPC.

Gráfico A
Precios del petróleo: precios reales y precios de los futuros

(tasas de variación interanual y EUR/barril)



Fuentes: Bloomberg y cálculos del BCE.

Nota: La línea vertical separa los datos reales de los futuros y corresponde al 12 de noviembre de 2015, fecha de cierre de recepción de datos para los supuestos en los que se basan las proyecciones macroeconómicas para la zona del euro de diciembre de 2015 elaboradas por los expertos del Eurosistema.

Los precios del petróleo han registrado fuertes fluctuaciones desde mediados de 2014 que se reflejarán en la tasa de variación interanual suponiendo que los precios del petróleo se mantengan en una senda estable en los próximos meses.

Los precios del petróleo experimentaron una caída entre mediados de 2014 y enero de 2015 y, tras un repunte transitorio entre febrero y mayo de 2015, han vuelto a seguir una trayectoria descendente desde junio de 2015 (véase gráfico A). De cara al futuro, la curva de precios de los futuros del petróleo es relativamente suave, con una pendiente moderadamente ascendente². Esto significa que, si los precios del petróleo mantienen la senda prevista a tenor de los futuros, el perfil esperado de las tasas de variación interanual de los precios de la energía reflejará, principalmente, las anteriores oscilaciones de los precios del petróleo. Así pues, el patrón de la tasa de crecimiento interanual de los precios del petróleo (y de la energía) está determinado por efectos

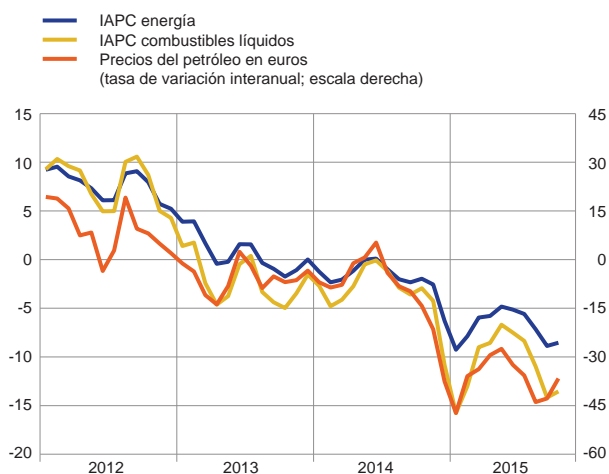
de comparación, es decir, variaciones intermensuales «atípicas» del índice de precios de la energía doce meses antes. Si los impuestos y los márgenes de refinado y distribución no se modifican de forma significativa, la evolución del precio

¹ Véase el artículo titulado «Proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema para la zona del euro de diciembre de 2015», publicado en el sitio web del BCE el 3 de diciembre de 2015.

² Los precios de los futuros del petróleo en dólares estadounidenses se convierten en euros partiendo del supuesto de que el nivel medio del tipo de cambio dólar/euro en las dos semanas que finalizaron el 12 de noviembre de 2015 (es decir, la fecha de cierre de recepción de datos para las proyecciones macroeconómicas de diciembre de 2015 elaboradas por los expertos del Eurosistema) no varía.

Gráfico B Precios del petróleo y tasa de variación de los precios de la energía

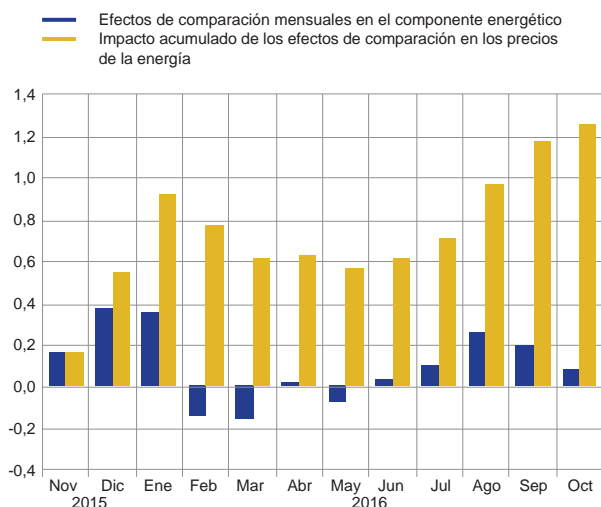
(tasas de variación interanual; datos mensuales)



Fuentes: Bloomberg, Eurostat y cálculos del BCE.

Gráfico C Efectos de comparación derivados de los precios de la energía

(contribuciones en puntos porcentuales a la variación de la inflación general medida por el IAPC)



Fuente: Cálculos del BCE.

del crudo expresado en euros se traduce casi por completo en una evolución parecida de los precios de consumo de los combustibles (que representan la proporción más importante de los precios de consumo de la energía) y se traslada, por consiguiente, a los precios de la energía en su conjunto (véase gráfico B).

La cuantificación de los efectos de comparación lleva implícita cierto grado de incertidumbre.

No existe un procedimiento único para cuantificar el impacto de una variación intermensual «atípica» de los precios registrada doce meses antes sobre la variación interanual de la tasa de inflación. En análisis anteriores presentados en el Boletín del BCE, este impacto se ha calculado para cada mes restando la variación intermensual real de un efecto estacional estimado y una «tendencia», a saber, la tasa media de variación intermensual observada desde mediados de los años noventa³. En el caso de la tasa de variación de los precios de la energía, en el que la serie no muestra efectos estacionales estables, el análisis se reduce a una simple comparación con la tendencia (que refleja el impacto de la subida a largo plazo de los precios del petróleo). Las fluctuaciones observadas en los precios del petróleo desde el otoño de 2014 se traducen en acusados efectos de comparación positivos a finales 2015 y principios de 2016, seguidos de una alternancia de efectos de comparación negativos y positivos que configuran el perfil esperado de crecimiento de los precios de la energía y, por ende, la inflación medida por el IAPC en los próximos doce meses (véase gráfico C), suponiendo que los precios del crudo sigan la senda prevista a tenor de los futuros. El impacto acumulado de los efectos de comparación derivados de la variación de los precios de la energía sobre la inflación general medida por el IAPC se cifra, aproximadamente, en 1,3 puntos porcentuales desde noviembre de 2015

hasta octubre de 2016. La estimación de este impacto es algo menor si se supone que los precios del petróleo no muestran tendencia alguna (es decir, del orden de 0,9 puntos porcentuales en los próximos doce meses)⁴.

³ Véase, por ejemplo, el recuadro titulado «Base effects from the volatile components of the HICP and their impact on HICP inflation in 2014», *Boletín Mensual*, BCE, febrero de 2014. La tendencia se cifra en unos 0,3 puntos porcentuales.

⁴ Como sería el caso cuando se examina la curva, normalmente más bien plana, de los precios de los futuros del petróleo.

En general, el patrón de la inflación general medida por el IAPC previsto para los próximos doce meses viene determinado, en gran medida, por efectos de comparación derivados del componente energético. Estos efectos de comparación implican un fuerte aumento de la inflación hasta enero de 2016 y un ligero descenso transitorio en el primer semestre de 2016, suponiendo que los precios del petróleo realmente se mantengan en la senda prevista a tenor de los futuros.

Recuadro 4

La rigidez a la baja de los salarios y el papel de las reformas estructurales en la zona del euro

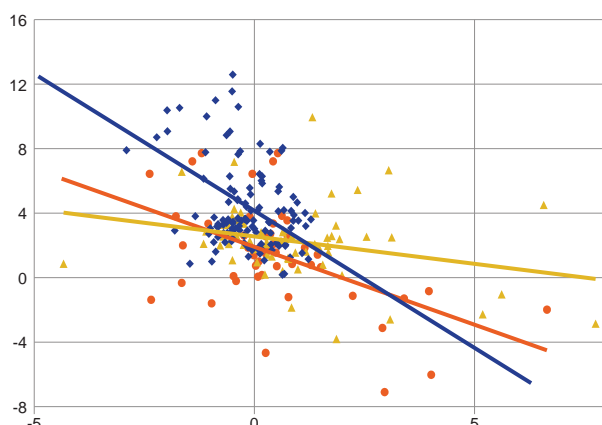
Gráfico A

Variaciones de la remuneración por asalariado y de la tasa de desempleo en los países de la zona del euro

Eje de abscisas: variaciones interanuales de la tasa de desempleo en puntos porcentuales

Eje de ordenadas: tasas de variación interanual de la remuneración por asalariado

- ◆ Período anterior a la crisis (2005-2007)
- ▲ Fase de la Gran Recesión (2008-2010)
- Fase de la segunda recesión (a partir de 2011)
- Período anterior a la crisis (2005-2007)
- Fase de la Gran Recesión (2008-2010)
- Fase de la segunda recesión (a partir de 2011)



Fuente: *Comparisons and contrasts of the impact of the crisis on euro area labour markets*, gráfico 50 (actualizado), Occasional Paper Series, n.º 159, BCE, Fráncfort del Meno, febrero de 2015.

En este recuadro se analiza el papel desempeñado por las reformas estructurales y las instituciones del mercado de trabajo en el ajuste de los salarios en la zona del euro, centrando la atención en la rigidez a la baja de estos últimos.

Además de la posibilidad de que la productividad de los trabajadores pueda resentirse como consecuencia de reducciones salariales, tal como sostiene la teoría de los salarios de eficiencia, la rigidez a la baja de los salarios tiene otras consecuencias macroeconómicas importantes. La evidencia empírica parece respaldar la opinión de que el ajuste del factor trabajo es más lento cuando los salarios son rígidos y que las reformas estructurales pueden facilitar el proceso de ajuste.

La reacción de los salarios a la tasa de desempleo en la zona del euro parece variar significativamente de unos periodos a otros. El gráfico A muestra que,

en el período de fuerte crecimiento del PIB anterior a la crisis, los salarios reaccionaron de forma relativamente intensa a las variaciones de la tasa de desempleo. Sin embargo, en la primera fase de la crisis, es decir, durante la «Gran Recesión», esta

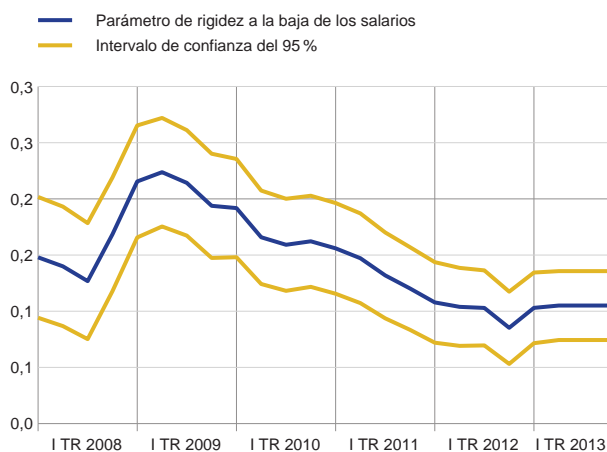
relación se debilitó de forma sustancial, posiblemente exhibiendo rigideces salariales a la baja. La reacción de los salarios al desempleo se intensificó de nuevo en la segunda fase de la crisis (caracterizada por la recesión que se inició hacia finales de 2011), pero siguió siendo notablemente más moderada que en el período que precedió a la crisis.

Las diferentes reacciones de los salarios al desempleo en las distintas fases del ciclo económico parecen explicarse, en parte, por las rigideces a la baja de los salarios que caracterizan a diversos países de la zona del euro. La evidencia de rigidez salarial a nivel microeconómico es relativamente sólida y respalda la conclusión de que recortar los salarios es una tarea

Gráfico B

Trayectoria temporal del parámetro de rigidez a la baja de los salarios en la zona del euro

(regresiones móviles; puntos porcentuales)



Fuente: Anderton y Bonthuis (2015).

Notas: El parámetro indica la medida en que la respuesta del crecimiento de los salarios nominales a variaciones del desempleo se ve atenuada durante las fases de desaceleración económica (basándose en regresiones de panel agrupando los datos de los distintos países de la zona del euro). Cuanto más positivo sea el parámetro, más débil será la respuesta de los salarios al desempleo durante las recesiones. La trayectoria temporal del parámetro se obtiene mediante regresiones móviles.

difícil¹. Esto también se confirma en los resultados de la tercera ronda de la encuesta realizada a nivel de empresas por la red Wage Dynamics Network, divulgados recientemente. A nivel macroeconómico, Heinz y Rusinova (2011)² muestran que los salarios parecen reaccionar con menos intensidad al desempleo si existe una brecha de desempleo positiva, como corrobora un estudio reciente de Anderton y Bonthuis (2015)³, que muestra una menor capacidad de respuesta a la baja de los salarios al desempleo en las fases de desaceleración económica. El gráfico B muestra la trayectoria temporal del parámetro de rigidez salarial estimado por Anderton y Bonthuis (2015), que también parece coherente con la información que se presenta en el gráfico A, dado que ambos señalan la existencia de rigidez a la baja de los salarios que se fue debilitando cuando la crisis se prolongó.

Las instituciones del mercado de trabajo parecen desempeñar un papel importante en el ajuste de los salarios.

El cuadro presenta un resumen de las características de la negociación salarial en los mercados laborales de la zona del euro y confirma la existencia de una heterogeneidad sustancial en las citadas instituciones en los países de la zona. Algunos, como los países bálticos, suelen definirse como «flexibles», dadas la descentralización de su proceso de negociación salarial y una densidad sindical relativamente baja. Sin embargo, muchos otros países de la zona del euro se caracterizan por una fuerte presencia sindical (por ejemplo, Bélgica, Malta y Finlandia) y un alto grado de coordinación de los procesos de negociación salarial (Bélgica, Alemania, Países Bajos, Austria y Finlandia), así como por la fijación de un salario mínimo (Grecia, España, Francia, Letonia, Portugal y Eslovaquia). Todo ello, sumado a unos sistemas de indexación para toda la economía y a una estricta legislación de protección del empleo (véase gráfico C), puede dar lugar a rigideces a la baja de los salarios.

¹ Véase, por ejemplo, J. Babecký, P. Du Caju, T. Kosma, M. Lawless, J. Messina y T. Rõõm, «Downward Nominal and Real Wage Rigidity: Survey Evidence from European Firms», *Scandinavian Journal of Economics*, Wiley Blackwell, vol. 112(4), pp. 884-910, diciembre de 2010. Véase también T. Boeri y J. F. Jimeno, «Unemployment in Europe: What does it take to bring it down?», mayo de 2015 (disponible en <http://economiainfo.com/wp-content/uploads/2015/05/Boeri.pdf>). La evidencia disponible sugiere que el porcentaje de congelaciones salariales parece ser un límite inferior a la estimación del grado de flexibilidad salarial. Por ejemplo, en el Boletín Económico del Banco de España de diciembre de 2014 se indica que, en 2008, el 5% de los salarios en España fueron congelaciones, pero que para 2013, casi una tercera parte de los salarios del sector privado se congelaron.

² F. F. Heinz y D. Rusinova, «How flexible are real wages in EU countries? A panel investigation», *Working Paper Series*, n.º 1360, BCE, Fráncfort del Meno, julio de 2011.

³ R. Anderton y B. Bonthuis, «Downward Wage Rigidities in the Euro Area», *GEP Research Paper Series*, n.º 15/09, Universidad de Nottingham, julio de 2015.

Cuadro

Características de la negociación salarial en los países de la zona del euro en 2014 y evolución desde 2007

País	Densidad sindical	Coordinación de la negociación salarial	Ámbito o ámbitos predominantes en los que se desarrolla la negociación	Fijación de un salario mínimo
Bélgica	55* ↗	5 ↔	5 ↔	3 ↔
Alemania	18* ↘	4 ↔	3 ↔	1 ↔
Estonia	7** ↘	1 ↘	1 ↔	3 ↔
Irlanda	34* ↗	1 ↘	1 ↘	6* ↔
Grecia	22* ↘	2 ↘	2 ↘	8 ↗
España	17* ↗	3 ↘	3 ↔	8 ↗
Francia	8* ↗	2 ↔	3 ↔	8 ↔
Italia	37* ↗	3 ↔	3 ↔	1 ↔
Chipre	45* ↘	2 ↔	2 ↔	7 ↔
Letonia	13** ↘	1 ↔	1 ↔	8 ↗
Lituania	9** ↘	1 ↔	1 ↔	5 ↔
Luxemburgo	33** ↘	2 ↔	2 ↔	7 ↔
Malta	53** ↘	2 ↔	1 ↔	7 ↔
Países Bajos	18* ↘	4 ↔	3 ↔	7 ↔
Austria	27* ↘	4 ↔	3 ↔	2 ↗
Portugal	19** ↘	2 ↔	3 ↔	8* ↔
Eslovenia	21* ↘	3 ↘	3 ↘	7 ↔
Eslovaquia	13* ↘	3 ↗	2 ↔	8 ↗
Finlandia	69* ↘	5 ↗	4 ↗	2 ↘

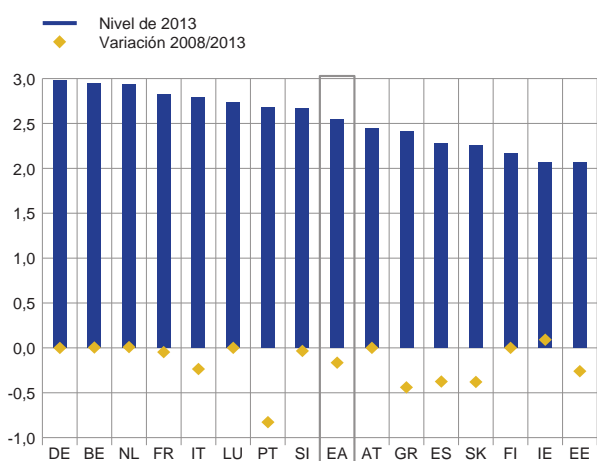
Fuentes: Jelle Visser, ICTWSS: base de datos sobre características institucionales de los sindicatos, fijación de salarios, intervención del Estado y pactos sociales en 51 países entre 1960 y 2014, versión 5.0, Amsterdam Institute for Advanced Labour Studies (AIAS), octubre de 2015, y cálculos del BCE.

Notas: Los datos se refieren a 2014 salvo indicación en contrario (los datos marcados con un asterisco (*) se refieren a 2013 y los marcados con dos asteriscos (**) a 2012). Para más información, véanse los detalles de la codificación en <http://www.uvaaias.net/208>. Las flechas muestran la dirección de los cambios en comparación con 2007. La densidad sindical es la afiliación neta a sindicatos en proporción de los asalariados. La coordinación de la negociación salarial oscila entre 5 (= negociación centralizada) y 1 (=negociación fragmentada, principalmente a nivel de empresa). El ámbito o ámbitos predominantes en los que se desarrolla la negociación oscila entre 5 (= negociación centralizada o a nivel intersectorial) y 1 (= negociación a nivel local o de empresa). La fijación de un salario mínimo oscila entre 0 (=inexistencia de salario mínimo fijado por ley, o de convenios sectoriales o nacionales) y 8 (= salario mínimo fijado por el Gobierno sin una norma fija)

Los países de la zona del euro, especialmente los más afectados por la crisis, pusieron en marcha programas globales de reformas estructurales. Esto se vio confirmado en los cambios en la legislación de protección del empleo (véase gráfico C), en virtud de los cuales los países sometidos a tensiones, principalmente,

Gráfico C

Legislación de protección del empleo



Fuente: OCDE.

Notas: Los países se ordenan de conformidad con su clasificación en 2013. Los datos se basan en indicadores sintéticos que miden la rigidez con que están regulados los mercados de trabajo (por ejemplo, plazos de preaviso, indemnizaciones por despido y uso de contratos temporales). Aunque el indicador no recoge todos los factores que pueden afectar a la regulación, sí proporciona un indicio razonable de las rigideces, que puede compararse entre los distintos países. Cuanto más elevado sea el valor, más estricta es la regulación. La media de la zona del euro la integran los países que son miembros de la OCDE y para los que se dispone de datos.

implementaron reformas del mercado de trabajo.

Entre esas reformas cabe señalar la descentralización de la negociación salarial colectiva potenciando la negociación a nivel de empresa, la menor incidencia de los sistemas de indexación automática de los salarios, un menor número de convenios colectivos, una mayor flexibilidad de la jornada laboral y una reducción de los costes de despido y de contratación (véase también el recuadro 2 del artículo 1).

Las reformas del mercado de trabajo pueden intensificar la capacidad de reacción de los salarios a la holgura de la economía.

Anderton y Bonthuis (2015), por ejemplo, concluyen que, cuando la legislación de protección del empleo es estricta y existe una fuerte cobertura sindical, la capacidad de reacción de los salarios al desempleo puede ser menor. Por consiguiente, las reducciones registradas en estos indicadores durante la crisis también pueden explicar, en parte, la menor rigidez

a la baja de los salarios que se observa en los gráficos A y B⁴. Por ejemplo, Font *et al.* (2015)⁵ explican que la capacidad de reacción de los salarios reales al desempleo en España parece haber aumentado tras las reformas del mercado de trabajo aplicadas en 2012-2013. También concluyen que la prociclicidad de los salarios es menor para los individuos que llevan mucho tiempo empleados, para los que tienen contrato indefinido y para los trabajadores de más edad, que están mejor protegidos frente a ajustes salariales en períodos de desaceleración económica. Además, Martin y Scarpetta (2012)⁶ presentan evidencia de que la normativa del mercado de trabajo afecta a otros canales de propagación, como la reasignación del factor trabajo e incluso la productividad (véase también recuadro 5), que pueden incidir indirectamente en la evolución de los salarios.

Obtener evidencia empírica sólida sobre los efectos de algunos tipos de reforma es una empresa difícil, especialmente cuando se examina la evolución de los datos salariales agregados. Las dificultades surgen, por ejemplo, a la hora de deslizar el impacto de las reformas en los salarios del derivado de los cambios en la composición del empleo y la consolidación fiscal. Por consiguiente, es necesario realizar más análisis para entender plenamente los factores subyacentes que determinaron el ajuste de los salarios en la zona del euro durante la crisis⁷.

Para aumentar la capacidad de resistencia de la economía frente a las perturbaciones, los salarios han de reflejar de forma apropiada las condiciones del mercado de trabajo y la evolución de la productividad, lo que subraya la importancia de acometer reformas encaminadas a lograr una mayor flexibilidad salarial y diferenciación entre trabajadores, empresas y sectores. Además de los factores antes mencionados, la mejora de la eficiencia de las políticas activas del mercado de trabajo, así como una mayor movilidad de los trabajadores dentro y entre los países de la zona del euro, también contribuirá a reducir los desajustes entre la oferta y la demanda de cualificaciones y el desempleo estructural, incrementando, por ende, la capacidad de reacción de los salarios al desempleo.

⁴ Los gráficos A y B muestran un claro descenso en el grado de rigidez a la baja de los salarios a medida que la crisis se prolongó. Ello podría deberse, en parte, a la oleada de reformas del mercado laboral emprendidas en muchos países de la zona del euro durante la crisis (en ocasiones, asociadas a una legislación menos estricta en materia de protección del empleo, etc.), que podrían haber intensificado las presiones a la baja sobre los salarios. No obstante, también pueden haber influido otros factores, como la consolidación fiscal.

⁵ P. Font, M. Izquierdo y S. Puente, «Real wage responsiveness to unemployment in Spain: asymmetries along the business cycle», *IZA Journal of European Labor Studies*, Springer, 4:13, junio de 2015.

⁶ J. P. Martin y S. Scarpetta, «Setting it Right: Employment Protection, Labour Reallocation and Productivity», *De Economist*, Springer, vol. 160(2), pp. 89-116, junio de 2012.

⁷ Para un análisis más detallado de los canales a través de los cuales las reformas de los mercados de trabajo y de productos afectan a la economía, véase el artículo titulado «Avances y posibles efectos de las reformas estructurales en la zona del euro», *Boletín Económico*, número 2, BCE, Fráncfort del Meno, marzo de 2015.

Recuadro 5

Salarios, productividad y competitividad: un análisis granular

Los datos a nivel de empresa, que están disponibles desde hace solo unos años, sugieren que una simple comparación de la evolución media de los salarios y de la productividad puede no ser suficiente para realizar un análisis apropiado de la competitividad de los países¹. Ciertamente, los datos granulares disponibles han puesto de manifiesto la existencia de un grado elevado de heterogeneidad entre las empresas en términos de productividad del trabajo, no solo en los distintos sectores, sino también entre empresas de un mismo sector. Esto significa que, aunque el crecimiento medio anual de los salarios en un país esté alineado con la evolución de la productividad media, puede haber un número considerable de empresas con un crecimiento más reducido de la productividad que sufrirán pérdidas de competitividad. Por lo tanto, es importante analizar si el crecimiento de los salarios refleja la dinámica de la productividad en cada empresa.

Mediante la utilización de datos microagregados, en este recuadro se muestra, en primer lugar, que durante el período anterior a la crisis se produjo un desajuste considerable entre el crecimiento de los salarios y el de la productividad a nivel de empresa en algunas economías de la zona del euro que intensificaron sus pérdidas de competitividad y, en segundo lugar, que la magnitud de este desajuste estuvo relacionada con ciertos aspectos del diseño de las instituciones del mercado de trabajo que influyen en la formación de salarios.

La evolución de los salarios y la de la productividad muestran desajustes en sectores definidos a un elevado nivel de desagregación. El gráfico A muestra la correlación entre el crecimiento medio anual de la productividad y el de los costes laborales por asalariado en los sectores de manufacturas de Alemania, España, Francia e Italia durante el período anterior a la crisis comprendido entre 2001 y 2007². El gráfico B proporciona la misma información para las ramas de servicios³. Durante los años previos a la crisis, el crecimiento de los salarios en España y en Italia fue superior al de la productividad en casi todos los sectores de manufacturas y de

¹ En este recuadro, la competitividad se entiende en su sentido estricto, es decir, como el coste laboral unitario o el coste nominal del trabajo por unidad de producto.

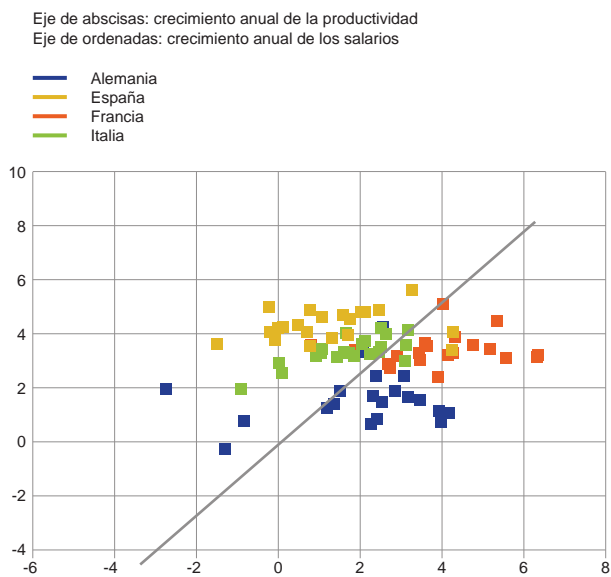
² Los datos utilizados en este recuadro se han obtenido de la Red de investigación sobre competitividad (CompNet), creada por el Sistema Europeo de Bancos Centrales en 2012 con el objetivo de analizar la evolución de la competitividad desde una perspectiva amplia y multidimensional. Uno de los principales resultados del trabajo de la Red es la elaboración de un conjunto de datos microagregados con varios indicadores relacionados con la competitividad para un amplio grupo de Estados miembros/sectores de la UE y número de años. Para más información, véase P. López-García y F. di Mauro, «Assessing European competitiveness: the new CompNet micro-based database», *Working Paper Series*, n.º 1764, BCE, Frankfurt am Main, marzo de 2015.

³ Los datos se refieren a sectores definidos a nivel de dos dígitos con arreglo al sistema de clasificación de las actividades económicas de la NACE Rev.2, que corresponde a unas 20 industrias manufactureras y a unas 30 del sector de servicios.

Gráfico A

Crecimiento de la productividad y de los salarios en sectores de manufacturas desagregados a nivel de dos dígitos de Alemania, España, Francia e Italia; 2001-2007

(tasa media de variación interanual)



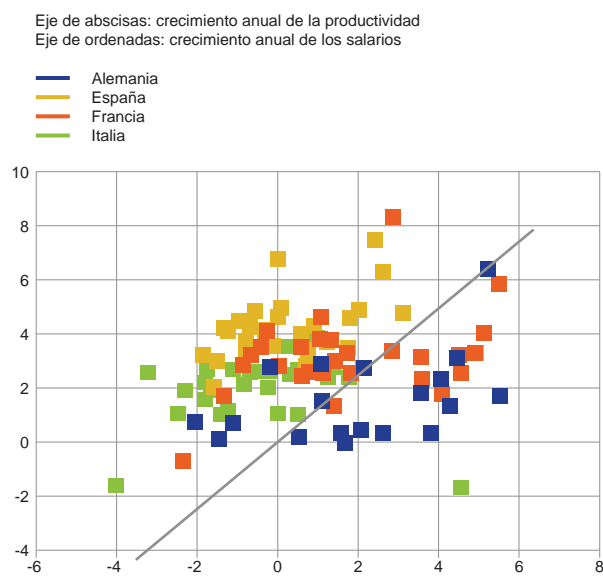
Fuentes: Datos de CompNet y cálculos del autor.

Notas: La tasa de crecimiento de los salarios a escala sectorial se calcula como el crecimiento medio ponderado del coste laboral por asalariado de todas las empresas con un mínimo de 20 empleados que operan en el sector correspondiente. El mismo procedimiento se utiliza para calcular el crecimiento de la productividad sectorial. Los sectores situados encima de la línea de 45 grados son aquellos en los que el crecimiento de los salarios es superior al de la productividad.

Gráfico B

Crecimiento de la productividad y de los salarios en sectores de servicios desagregados a nivel de dos dígitos de Alemania, España, Francia e Italia; 2001-2007

(tasa media de variación interanual)



Fuentes: Datos de CompNet y cálculos del autor.

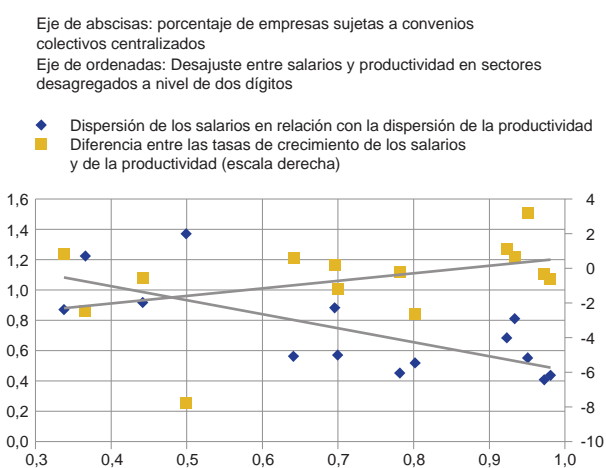
Notas: La tasa de crecimiento de los salarios a escala sectorial se calcula como el crecimiento medio ponderado del coste laboral por asalariado de todas las empresas con un mínimo de 20 empleados que operan en el sector correspondiente. El mismo procedimiento se utiliza para calcular el crecimiento de la productividad sectorial. Los sectores situados por encima de la línea de 45 grados son aquellos en los que el crecimiento de los salarios es superior al de la productividad.

servicios (en los gráficos se muestran por encima de la línea de 45 grados), lo que es acorde con la persistente pérdida de competitividad observada en ambos países. En Francia y, en menor medida, en Alemania, la imagen cambia sustancialmente dependiendo del sector considerado. En las ramas manufactureras, el crecimiento de los salarios fue, en general, acorde con el avance de la productividad o incluso inferior, mientras que no fue ese el caso de un número elevado de empresas del sector servicios, especialmente en Francia.

Dado que las empresas son muy heterogéneas incluso dentro de un mismo sector, la evolución de los salarios debería ser distinta en las empresas que operan en el mismo sector en la medida en que existan diferencias de productividad. Como sugieren los gráficos A y B, la relación entre el crecimiento de la productividad y el de los salarios varía considerablemente de unos sectores a otros, algo que a menudo enmascaran los datos agregados. Por lo tanto, es preferible utilizar la evolución sectorial para analizar el grado de ajuste entre salarios y productividad en los distintos países en lugar de usar medias de países. Con todo, a efectos de la competitividad, lo realmente importante es que el crecimiento de los salarios y el de la productividad estén alineados a nivel de las empresas individuales. Es posible que la evidencia obtenida a escala de sectores sea demasiado agregada para valorar este aspecto, habida cuenta del alto grado de heterogeneidad documentado entre empresas, incluso en sectores definidos a un elevado nivel

de desagregación. Para dar una idea de la magnitud de esta heterogeneidad, según datos de CompNet, las empresas que se encuentran en el 10% superior de la distribución de productividad de un sector manufacturero desagregado a nivel de dos dígitos son tres o cuatro veces más productivas que las situadas en el 10% inferior. Esta dispersión es aún mayor en los servicios, sector en el que algunos países registran una ratio de productividad cinco veces mayor. Considerando este alto grado de heterogeneidad, cabe esperar que haya diferencias en la evolución de la productividad y, por consiguiente, una dinámica salarial distinta en las empresas pertenecientes a un mismo sector. No obstante, se dispone de evidencia de que se producen desajustes debido a la existencia de rigideces en el mercado laboral que son resultado del diseño de las instituciones del mercado de trabajo (véase también el recuadro 4).

Gráfico C
Desajuste entre salarios y productividad, y convenios colectivos centralizados en sectores amplios; 2005-2007



Fuentes: Datos de CompNet, encuesta a las empresas realizada por la *Wage Dynamics Network* en 2007 y cálculos del autor.
Notas: La dispersión se calcula como la diferencia entre los deciles 80 y 20 de la distribución de la variable en un sector determinado. Los datos han sido facilitados por CompNet y se refieren a empresas con al menos un empleado en cuatro países de la zona del euro para los que fue posible cruzarlos con los de la *Wage Dynamics Network*; en concreto, España, Italia, Austria y Portugal. Los dos indicadores de desajuste se refieren al período 2005-2007. El porcentaje de empresas con convenios colectivos centralizados corresponde a 2007.

Las instituciones del mercado de trabajo podrían evitar el ajuste entre el crecimiento de los salarios y el de la productividad a nivel de empresa.

Un ejemplo de estas instituciones son los convenios colectivos firmados en el ámbito sectorial, regional o nacional. En esos convenios, los aumentos salariales se fijan en función del crecimiento medio de la productividad en la región o en el sector en cuestión en el mejor de los casos, o incluso en función del crecimiento de la productividad de las empresas más grandes (y generalmente más productivas). Las empresas con menor crecimiento de la productividad deben respetar esos convenios, que suelen fijar el incremento salarial mínimo. En consecuencia, estas empresas sufrirán pérdidas de competitividad-coste. Si no se aplican medidas compensatorias para mejorar la competitividad-precio y la competitividad-no precio, esto puede hacer que esas empresas tengan que reducir su plantilla para reajustar la productividad laboral y los salarios. El gráfico C muestra la correlación entre dos indicadores del desajuste de los salarios y la productividad en un país y un

sector determinados, y el porcentaje de empresas sujetas a convenios colectivos centralizados (de ámbito nacional, sectorial o regional) en el país y sector correspondientes. El desajuste se calcula, en primer lugar, como la ratio de dispersión de los salarios en relación con la dispersión de la productividad en el sector y, en segundo lugar, como la diferencia entre la mediana de la tasa de crecimiento de los salarios y la mediana de la tasa de crecimiento de la productividad. Ambos indicadores se refieren a empresas que operan en sectores de manufacturas y de servicios⁴. Cuanto más baja es la ratio, mayor es el desajuste

⁴ En ambos casos, el desajuste se mide por sectores desagregados a nivel de dos dígitos y a continuación se agrega a sectores más amplios (industria manufacturera, construcción, comercio al por mayor y al por menor, y otros servicios) utilizando ponderaciones del valor añadido para poder fusionar los datos con los de la Red sobre dinámica salarial (*Wage Dynamics Network*).

—porque ello significaría que los salarios son similares, pese a las considerables diferencias observadas entre las empresas en términos de productividad— y mayor la diferencia entre las tasas de crecimiento de los salarios y de la productividad. Con independencia del indicador del desajuste utilizado, el gráfico C transmite el mismo mensaje: en países o sectores en los que las empresas no fijan los salarios, el desajuste entre el crecimiento de los salarios y el de la productividad es mayor, y también lo será la pérdida de competitividad-coste.

En síntesis, habida cuenta del elevado grado de heterogeneidad observado en los resultados de las empresas de sectores definidos a un elevado nivel de desagregación, lo realmente importante para la competitividad-coste no es el ajuste del crecimiento medio de los salarios y de la productividad, sino la coherencia entre ambos a nivel de empresa. No obstante, esta coherencia puede verse obstaculizada por la manera en que están diseñadas algunas instituciones del mercado de trabajo que no tienen suficientemente en cuenta las particularidades de cada empresa.

Recuadro 6

La creación de consejos de competitividad en el contexto de los esfuerzos encaminados a lograr una auténtica unión económica

El 21 de octubre de 2015, la Comisión Europea adoptó una Comunicación sobre el fortalecimiento del marco de gobernanza de la UE¹ para realizar un seguimiento de las propuestas a corto plazo que figuraban en el Informe de los cinco presidentes². Este recuadro se centra en las propuestas relacionadas específicamente con el fortalecimiento de la unión económica. La unión económica trata de garantizar que, mediante la aplicación de las medidas estructurales necesarias, las políticas económicas nacionales se orienten a reforzar la capacidad de resistencia de las economías nacionales y a contribuir al correcto funcionamiento de la Unión Económica y Monetaria (UEM) en su conjunto³. En su Comunicación, la Comisión anunció mejoras en la aplicación del proceso de coordinación de las políticas económicas en el contexto del Semestre Europeo y formuló una propuesta de Recomendación del Consejo para la creación de consejos nacionales de competitividad en todos los países de la zona del euro⁴.

La Comisión tiene el propósito de dotar de mayor transparencia al proceso de aplicación del Semestre Europeo y de reforzar la «dimensión de la zona del euro» de este proceso, con el fin de promover políticas que garanticen el correcto funcionamiento de la UEM. Al parecer, en la práctica esto se reflejará principalmente en la atribución de un mayor peso a la Recomendación sobre la zona del euro que formulará el Consejo a modo de orientación, junto con el Estudio Prospectivo Anual sobre el Crecimiento, para las recomendaciones específicas por países, que se publicarán en una fase posterior del proceso. La Comisión también anunció que irá sugiriendo progresivamente valores de referencia en distintas áreas para fomentar la implantación de reformas estructurales a nivel nacional, favoreciendo la convergencia hacia estructuras económicas más resistentes. Asimismo, tratará de mejorar la aplicación del procedimiento de desequilibrio macroeconómico a través de una mayor transparencia y de un seguimiento adecuado de los desequilibrios excesivos que se identifiquen. En este sentido, la Comisión ha anunciado que publicará un compendio en el que se explicará en detalle cómo se aplica este procedimiento. Por último, se

¹ Véase la Comunicación de la Comisión Europea titulada «On Steps Towards Completing Economic and Monetary Union», 21 de octubre de 2015.

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 En relación con la unión financiera, fiscal y política, véase el recuadro titulado «La creación del Consejo Fiscal Europeo», *Boletín Económico*, número 7/2015, BCE, 2015.

⁴ También se recomienda a los países de la UE no pertenecientes a la zona del euro que establezcan organismos similares.

promoverá la introducción de reformas de carácter estructural a través de un mejor uso de los fondos estructurales de la UE y de la asistencia técnica de los servicios de la Comisión. Ya se están realizando cambios en el Semestre Europeo, empezando por la reciente publicación de la Recomendación sobre la zona del euro propuesta por la Comisión, del Informe sobre el Mecanismo de Alerta y del Estudio Prospectivo Anual sobre el Crecimiento para 2016. La propuesta de Recomendación del Consejo para la creación de consejos de competitividad deberá ser analizada por este en los próximos meses, lo que ofrece cierto margen para clarificar y reforzar la propuesta de la Comisión.

La propuesta de Recomendación del Consejo refleja la necesidad de imprimir un impulso renovado a las reformas, que en una unión monetaria son esenciales para fortalecer la resistencia de la economía y garantizar una capacidad adecuada de ajuste económico.

La reciente crisis ha puesto de manifiesto que una evolución adversa de la competitividad y las rigideces de carácter estructural incrementan la vulnerabilidad de los países y limitan sus posibilidades de adaptación a perturbaciones. Sin embargo, hasta ahora, el marco de gobernanza económica de la UE no ha llevado a una aplicación suficiente de reformas estructurales a escala nacional. Por este motivo, el Informe de los cinco presidentes hacía un llamamiento a la creación de consejos de competitividad en todos los países de la zona del euro, como propone ahora la Comisión.

Los consejos nacionales de competitividad pueden ayudar a conseguir una mayor adhesión nacional a las reformas estructurales en el ámbito de la competitividad.

A tal efecto, la propuesta de Recomendación del Consejo pretende aumentar la participación de expertos independientes en la formulación de las políticas nacionales y reforzar el diálogo sobre estas políticas entre la UE y los países de la zona del euro. Para que este mecanismo resulte eficaz, la Comisión propone que se garantice la independencia funcional de los consejos de competitividad y se les otorgue un mandato amplio. De conformidad con la propuesta de Recomendación del Consejo, estos organismos deberían aplicar un concepto amplio de competitividad que tenga en cuenta la dinámica de los precios y costes, así como factores distintos de los precios. Estos últimos recogen, en particular, determinantes de la productividad y consideraciones relativas a la innovación y al atractivo de la economía para las empresas de manera más general⁵. Los consejos de competitividad se encargarían de transmitir la información pertinente a las partes implicadas en los procesos de fijación de salarios a nivel nacional, aunque sin interferir en el proceso. Con respecto a su estructura organizativa, la propuesta de Recomendación del Consejo prevé que estos organismos sean independientes del Gobierno. Los consejos de competitividad deberían desarrollar su actividad de forma continuada, publicando sus análisis y recomendaciones en un informe anual. La propuesta de Recomendación también aclara que instituciones nacionales ya existentes podrían asumir las responsabilidades de un consejo de competitividad, siempre que cumplan los requisitos relativos al mandato y la estructura organizativa.

⁵ La Recomendación no establece restricciones respecto a la variedad de datos que vayan a analizarse. En función del tipo de análisis, los datos podrán cubrir la economía agregada, el ámbito sectorial o, cuando sea necesario, empresas individuales.

La propuesta de Recomendación del Consejo prevé que la Comisión coordine las actividades de los consejos de competitividad. Esta coordinación tiene por objeto contribuir a la consecución de los objetivos fijados para la zona del euro en su conjunto; al decidir las medidas que se han de adoptar en el ámbito del marco de gobernanza, la Comisión tendría en cuenta las conclusiones de la red de consejos de competitividad recogidas en su informe anual.

Ciertos aspectos podrían revisarse a fin de reforzar en mayor medida la propuesta de Recomendación del Consejo. Como sugiere la Comisión, los consejos nacionales de competitividad realmente podrían contribuir a entender mejor la evolución de la competitividad y dar nuevo impulso a la aplicación de reformas estructurales, siempre que cuenten con un mandato amplio y sean plenamente independientes. La Recomendación de la Comisión para la creación de estos consejos incluye una serie de salvaguardas importantes en lo que respecta a su independencia. Sin embargo, actualmente no exige de forma explícita que estos consejos puedan comunicar información públicamente, aparte de la publicación de un informe anual, pese a que este sería un elemento esencial de su independencia y de su compromiso con la transparencia. También deberá garantizarse la plena discrecionalidad de los consejos nacionales de competitividad para decidir con qué partes interesadas se comunican, así como en qué momento y con qué frecuencia, de modo que puedan reaccionar a los acontecimientos que se produzcan a nivel nacional y a las iniciativas propuestas por las autoridades nacionales, e influir así en los debates en sus respectivos países. La base jurídica y la experiencia adquirida en la creación de los consejos fiscales nacionales constituyen una referencia importante en este sentido.

Además, la propuesta de Recomendación del Consejo sigue siendo algo imprecisa en lo que respecta a la idea de una red de consejos nacionales de competitividad a escala de la zona del euro. Será necesario garantizar, como sugiere el Informe de los cinco presidentes, que una red de estas características permita el intercambio de buenas prácticas y pueda formular opiniones independientes sobre las medidas que vayan a adoptarse en el contexto del marco de gobernanza macroeconómica de la UE.

En general, los consejos de competitividad podrían dar nuevo impulso a la aplicación de reformas estructurales en los países de la zona del euro, aunque será esencial dotarlos de la estructura adecuada, a nivel tanto nacional como de la zona del euro. Además, la adopción de medidas más ambiciosas será clave para hacer posible una auténtica unión económica. Las propuestas de la Comisión representan un primer paso para seguir avanzando en la mejora del marco de gobernanza. Sin embargo, no se deben olvidar los aspectos a medio y largo plazo del proceso necesario para completar la UEM. Se debería emprender un nuevo proceso de convergencia hacia estructuras económicas más resistentes, acompañado de una mayor cesión de soberanía en materia de política económica y fiscal. Ello debería incluir un cambio gradual, pasando de la coordinación basada en las normas a la toma conjunta de decisiones.

Recuadro 7

La evaluación de los proyectos de planes presupuestarios para 2016

El 17 de noviembre de 2015, la Comisión Europea publicó sus dictámenes sobre los proyectos de planes presupuestarios para 2016 de los países de la zona del euro que no están sujetos a un programa de asistencia financiera¹. Los dictámenes incluyen una evaluación de la medida en que los planes presupuestarios de los Gobiernos cumplen las exigencias del Pacto de Estabilidad y Crecimiento (PEC) y siguen las orientaciones del Consejo Europeo que figuran en las recomendaciones de política fiscal específicas para cada país formuladas en el contexto del Semestre Europeo 2015 y adoptadas por el Consejo de Asuntos Económicos y Financieros de la Unión Europea el 14 de julio de 2015².

En opinión de la Comisión, solo cinco de los 16 proyectos de planes presupuestarios cumplen plenamente el PEC. En sus dictámenes, la Comisión considera que los planes de Alemania, Estonia, Luxemburgo, Países Bajos y Eslovaquia (todos sujetos al componente preventivo del Pacto) «cumplen» las disposiciones del PEC, aunque señala que los Países Bajos se desviarán considerablemente de su objetivo presupuestario a medio plazo (OMP) en 2015-2016 y que Eslovaquia avanzará poco en la reducción de su déficit estructural, que todavía es elevado. A juicio de la Comisión, los proyectos de presupuestos de siete países solo «cumplen en líneas generales»³ las exigencias del PEC: concretamente, los de Bélgica, Irlanda, Letonia, Malta, Eslovenia y Finlandia, que están sometidos al componente preventivo, y Francia, sujeto al procedimiento de déficit excesivo (PDE). Según la Comisión, los planes presupuestarios de cuatro países plantean «riesgo de incumplimiento» del PEC. En este grupo se encuentra España, que todavía está sujeto a un procedimiento de déficit excesivo con plazo de corrección en 2016 y, en el marco del componente preventivo del PEC, Italia, Austria y Lituania, que dejaron de estar sujetos a procedimientos de déficit excesivo en 2012 (Italia) y 2013 (Lituania y Austria). La Comisión insta a los países cuyos planes no cumplan plenamente el PEC a que adopten las medidas necesarias para asegurar que sus presupuestos cumplen sus disposiciones. También existen riesgos de

¹ Los proyectos de planes presupuestarios se presentaron para mediados de octubre de 2015, de conformidad con el Reglamento (UE) n.º 473/2013 (parte de la legislación que conforma el «Two-Pack»). El proyecto de plan presupuestario de España se envió a la Comisión con antelación, el 11 de septiembre de 2015.

² Véase el recuadro titulado «Recomendaciones de política fiscal específicas para cada país en el contexto del Semestre Europeo 2015», *Boletín Económico*, Número 6, BCE, septiembre de 2015.

³ Los dictámenes de la Comisión sobre los países que, a su juicio, «cumplen en líneas generales» el PEC no reflejan plenamente los distintos grados de cumplimiento. De hecho, para tres países sometidos al componente preventivo, —Bélgica, Malta y Eslovenia (que debería quedar sujeto a este componente en caso de derogación del PDE en el plazo fijado, el año 2015)—, el pronóstico de la Comisión indica que existen riesgos evidentes de incumplimiento, ya que el valor de referencia del gasto apunta a una desviación sustancial de las exigencias y el análisis del saldo estructural señala una desviación que se sitúa justo por debajo del umbral que se considera significativo.

incumplimiento del PEC en el caso de Portugal, que no presentó su proyecto de plan presupuestario en el plazo fijado, —mediados de octubre—, por carecer de nuevo Gobierno tras la celebración de elecciones generales. El Eurogrupo pidió que se estableciera un procedimiento sobre cómo abordar la presentación anticipada o con retraso de los proyectos de planes presupuestarios.

La evaluación de los proyectos de planes presupuestarios volvió a poner de manifiesto la mayor complejidad y la falta de transparencia del marco de supervisión presupuestaria, que llevó a que el Eurogrupo, en su declaración del 23 de noviembre de 2015, hiciera un llamamiento explícito a la Comisión para que aumente la transparencia y la previsibilidad del procedimiento.

La complejidad se deriva de la coexistencia de varias normas. En el marco del componente preventivo del PEC, los reglamentos conocidos como «six-pack» que entraron en vigor en 2011, introdujeron, por motivos justificados, el «valor de referencia del gasto público» como un indicador adicional del esfuerzo fiscal. Este indicador se diseñó para asegurar que los ingresos extraordinarios, que mejoran el saldo estructural, no se incluyen como parte del esfuerzo fiscal, sino que se destinan en su totalidad a la reducción de la deuda. Si los indicadores del saldo estructural y los relativos al valor de referencia del gasto envían señales contradictorias sobre el cumplimiento de las exigencias de esfuerzo estructural establecidas en el PEC, la Comisión realiza una «evaluación global» para determinar cuál de los dos indicadores fiscales considera más apropiado utilizar en su evaluación final. Sin embargo, el procedimiento de realización de esta evaluación global sigue sin ser totalmente transparente, haciendo difícil determinar si se aplica de forma coherente. Por otra parte, la «congelación» de las exigencias de ajuste basada en diversas previsiones anteriores de la Comisión podría distorsionar la valoración de si las políticas fiscales cumplen el PEC⁴. Aunque este método se introdujo para asegurar que los Gobiernos dispusieran de orientaciones fiables *ex ante* en vista de la volatilidad de las estimaciones de la brecha de producción y del saldo estructural, puede provocar incoherencias entre países e incluso dar lugar a que se considere que un país que se está desviando significativamente de su OMP ha alcanzado el objetivo y cumple plenamente las normas (como ha sido el caso de los Países Bajos en esta ronda de evaluación de proyectos de planes presupuestarios; véase cuadro).

Además, la cláusula de reformas estructurales y de inversión, introducida por la Comisión en enero de 2015, puede reducir sustancialmente las exigencias de ajuste estructural incluso para países que no han conseguido su OMP y que registran ratios de deuda muy elevadas. Por ejemplo, Italia obtuvo permiso para reducir su exigencia de esfuerzo estructural para 2016 en la primavera de 2015 acogiéndose a la cláusula de reformas estructurales; el proyecto de plan presupuestario prevé una mayor flexibilidad en el contexto de la cláusula de

⁴ Se ha de destacar que la metodología de «congelación» prevé que las exigencias para el año t se fijen basándose en datos de las previsiones de primavera de la Comisión Europea en el año $t-1$. No obstante, las exigencias basadas en la previsión anterior más favorable desde el año $t-1$ prevalecen con respecto a las exigencias sujetas a congelación, por ejemplo, si indican que el país ya ha alcanzado su OMP.

Cuadro Proyectos de planes presupuestarios para 2016

Dictamen de la Comisión sobre cumplimiento del PEC de los proyectos de planes presupuestarios para 2016	Objetivo presupuestario a medio plazo (OMP)	Saldo estructural en 2016 (previsiones de otoño de 2015 de la Comisión Europea)	Ajuste estructural real en 2016 (previsiones de otoño de 2015 de la Comisión Europea)	Compromiso de ajuste estructural en 2016 con arreglo al PEC (puntos porcentuales)
«Cumple»				
Estonia (componente preventivo)	0,0	0,2	-0,1	en el OMP
Alemania (componente preventivo)	-0,5	0,7	-0,2	en el OMP
Luxemburgo (componente preventivo)	0,5	0,9	0,2	en el OMP
Países Bajos (componente preventivo)	-0,5	-1,4	-0,3	-0,2
Eslovaquia (componente preventivo)	-0,5	-2,0	0,0	0,25
«Cumple en líneas generales»				
Bélgica (componente preventivo)	0,75	-2,1	0,4	0,6
Finlandia (componente preventivo)	-0,5	-1,5	0,2	0,5
Letonia (componente preventivo)	-1,0	-1,9	0,2	0,3
Malta (componente preventivo)	0,0	-1,7	0,4	0,6
Francia (plazo fijado en el PDE: 2017)	-0,4	-2,4	0,3	0,8
Irlanda (plazo fijado en el PDE: 2015)	0,0	-2,1	0,8	0,6
Eslovenia (plazo fijado en el PDE: 2015)	0,0	-2,5	0,2	0,6
«Riesgo de incumplimiento»				
Austria (componente preventivo)	-0,45	-1,0	-0,4	0,1
Italia (componente preventivo)	0,0	-1,5	-0,5	0,1
Lituania (componente preventivo)	-1,0	-1,4	-0,2	0,1
España (plazo fijado en el PDE: 2016)	0,0	-2,6	-0,1	1,2
Portugal (plazo fijado en el PDE: 2015) ¹⁾	-0,5	-2,3	-0,5	0,6

Fuentes: Comisión Europea y AMECO.

Notas: En el caso de los países sujetos a un PDE, la Comisión considera que los proyectos de planes presupuestarios «cumplen en líneas generales» las disposiciones del PEC si, con arreglo a la previsión de la Comisión, los objetivos de déficit global se alcanzarán pero el esfuerzo fiscal será notablemente insuficiente en relación con el objetivo recomendado, poniendo en riesgo el cumplimiento de la recomendación formulada en el contexto del PDE. La Comisión considera que los países sometidos a un PDE corren «riesgo de incumplimiento» si la previsión de la Comisión para 2016 (sujeta a confirmación ex post) podría llevar a la aceleración del PDE porque se prevé que no se logren el esfuerzo fiscal recomendado ni el objetivo general de déficit fijado en la Recomendación. Por lo que se refiere a los países sujetos al componente preventivo del PEC, la Comisión considera que los proyectos de planes presupuestarios «cumplen en líneas generales» las disposiciones del PEC si, con arreglo a la previsión de la Comisión, el plan puede dar lugar a una ligera desviación del OMP o de la senda de ajuste hacia su consecución, pero el grado de incumplimiento de la exigencia no representaría una desviación significativa con respecto al ajuste requerido. Las desviaciones de los objetivos fiscales en el contexto del componente preventivo se clasifican como «significativas» si superan el 0,5% del PIB un año o el 0,25% del PIB, en promedio, dos años consecutivos. Al mismo tiempo, se considera que los Estados miembros cumplen el valor de referencia de reducción de la deuda «según sea el caso». A su vez, en el marco del componente preventivo, la Comisión concluye que los proyectos de planes presupuestarios corren «riesgo de incumplimiento del PEC» si la previsión de la Comisión contempla una desviación significativa del OMP o de la senda de ajuste hacia su consecución en 2016, o riesgo de incumplimiento del valor de referencia de reducción de la deuda «según sea el caso».

1) Portugal no presentó un proyecto de plan presupuestario para 2016.

reformas estructurales y de inversión⁵. Por lo tanto, se observan crecientes incoherencias entre las exigencias de ajuste estructural establecidas en el componente preventivo y las impuestas en relación con la regla sobre la deuda en varios países, y la previsión de la Comisión señala desviaciones significativas de las exigencias de cumplimiento de la regla sobre la deuda en los casos de Bélgica y de Italia⁶.

En el caso de los países sujetos al procedimiento de déficit excesivo, se produce una asimetría por considerar que sus planes presupuestarios «cumplen en líneas generales» las disposiciones del PEC si, según las exigencias, su esfuerzo estructural es insuficiente pero, no obstante, se espera que cumplan los objetivos de déficit global. En realidad, esos planes

⁵ La Comisión ha considerado que el proyecto de plan presupuestario de Italia plantea riesgos de incumplimiento del PEC como consecuencia del insuficiente esfuerzo de ajuste estructural con respecto a la recomendación del Consejo de julio de 2015, y examinará la posibilidad de concederle mayor flexibilidad en el marco del PEC en la primavera de 2016.

⁶ Véase el recuadro titulado «Flexibility within the Stability and Growth Pact», *Boletín Económico*, Número 1, BCE, 2015.

plantean riesgos, ya que, si posteriormente se determina que el país ha incumplido los objetivos anuales de déficit global según se establece en la recomendación del Consejo, la Comisión tendría que recomendar la aceleración del PDE.

En general, los dictámenes de la Comisión reflejan la expectativa de que es probable que el esfuerzo de ajuste estructural en 2016 continúe siendo insuficiente para cumplir los compromisos adquiridos en el contexto del PEC en muchos países de la zona del euro. Por un lado, esto se debe a la falta de avances hacia la consecución de los OMP de los países sujetos al componente preventivo del PEC y, por otro, está relacionado con los insuficientes esfuerzos estructurales realizados en el marco de su componente corrector, el procedimiento de déficit excesivo. Se ha de observar que, según las previsiones de otoño de 2015 de la Comisión, y calculado en términos de la variación del saldo estructural, los países sometidos al componente preventivo que se considera que todavía no han alcanzado su OMP relajarán la orientación de su política fiscal un 0,2% del PIB, en promedio, aunque el componente preventivo exigiría un endurecimiento del 0,3% del PIB⁷. Al mismo tiempo, se prevé que los países sujetos a un PDE acometan un ajuste presupuestario del 0,2% del PIB, en promedio, aunque los compromisos adquiridos en el contexto del PEC exigirían un esfuerzo del 0,9% del PIB. Mientras tanto, los países que, según la Comisión, habrán alcanzado el OMP a principios de 2016 tienen previsto relajar la orientación de su política fiscal ligeramente en 2016, un promedio de 0,2 puntos porcentuales del PIB. Esto se debe, en cierta medida, a que Alemania está utilizando parte de las reservas acumuladas para hacer frente a los costes presupuestarios derivados de la actual afluencia de refugiados⁸.

Los insuficientes avances en materia de esfuerzos estructurales son acordes con una orientación general de las políticas fiscales en la zona del euro que se tornará ligeramente expansiva el año que viene. Si se excluye el impacto del ciclo económico y del entorno de tipos de interés reducidos, la variación del saldo primario ajustado de ciclo de la zona del euro pasará a ser negativa en un 0,3% del PIB en 2016, según las previsiones de otoño de 2015 de la Comisión Europea.

Por último, la Comisión subraya que la composición del gasto público sigue sin promover suficientemente el crecimiento. En particular, aunque las medidas adoptadas recientemente en algunos países de la zona del euro para reducir la carga fiscal sobre el trabajo van en la dirección correcta, los avances para lograr que la composición del gasto estimule en mayor medida el crecimiento han sido limitados, y todavía se espera que los gastos de capital disminuyan en porcentaje del PIB.

⁷ Para dos países sujetos al componente preventivo (Bélgica e Italia), las exigencias establecidas en el contexto de la regla sobre la deuda son actualmente la restricción que impera. Según los dictámenes de la Comisión, la brecha en términos de cumplimiento de la regla sobre la deuda en 2016 asciende a 1,5 puntos porcentuales del PIB en el caso de Bélgica y a 3,7 puntos porcentuales del PIB en el de Italia, bastante por encima de las respectivas exigencias de ajuste estructural en términos de convergencia hacia el OMP. La Comisión reconsiderará la necesidad de abrir un PDE por incumplimiento de la citada regla para estos dos países en la primavera de 2016.

⁸ Según la previsión de la Comisión, estos costes serán considerablemente inferiores a los que se desprenden del proyecto de plan presupuestario de Alemania.

El 23 de noviembre de 2015, el Eurogrupo hizo un llamamiento para que los países de la zona del euro cuyos planes presupuestarios conlleven el riesgo de incumplimiento de las exigencias del componente preventivo del PEC adopten medidas adicionales a su debido tiempo, a fin de abordar los riesgos asociados a una convergencia adecuada hacia los OMP y al cumplimiento de la regla sobre la deuda. A su vez, los países sujetos al componente corrector del PEC deberían velar por la corrección de sus déficits excesivos en el plazo fijado y por una convergencia adecuada hacia sus OMP posteriormente, así como, el cumplimiento de la regla sobre la deuda. A este respecto, el Eurogrupo reiteró la importancia de los esfuerzos estructurales y de las medidas de ajuste (de abajo hacia arriba o *bottom-up*) en el marco del componente corrector y reconoció que «la mera consecución de los objetivos globales puede no ser suficiente para asegurar la corrección duradera de los déficits excesivos». En consonancia con estas orientaciones de política fiscal, Italia, Austria y Lituania, en el contexto del componente preventivo del PEC, y España, en el de su componente corrector, se han comprometido a adoptar las medidas necesarias para cerrar las brechas identificadas por la Comisión, garantizando así el cumplimiento de las disposiciones del PEC. Además, el Eurogrupo invitó a los países de la zona del euro cuyos proyectos de planes presupuestarios cumplen en líneas generales las disposiciones del PEC a velar por su cumplimiento en el proceso presupuestario nacional, y acogieron positivamente su compromiso para tomar las medidas que sean necesarias.

El Eurogrupo evaluará el seguimiento de la evaluación de los proyectos de planes presupuestarios y de los compromisos adquiridos por los países en abril de 2016. Se ha de destacar su llamamiento a la Comisión para dotar de una mayor transparencia y previsibilidad al procedimiento de evaluación. Esto es realmente necesario para garantizar que la evaluación de los proyectos de planes presupuestarios sea un mecanismo de alerta temprana eficaz para identificar y abordar desequilibrios fiscales entre los países de la zona del euro.