

# Recuadro 1

## La desaceleración del crecimiento de la productividad del trabajo en Estados Unidos: regularidades empíricas e implicaciones económicas

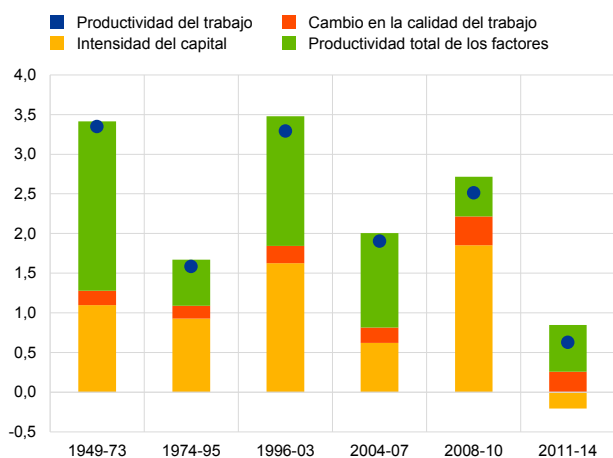
Las perspectivas de crecimiento económico a largo plazo en Estados Unidos son relevantes desde el prisma de la economía de la zona del euro, dado que dicho país es un importante motor de la actividad a nivel mundial. El crecimiento de la productividad del trabajo en Estados Unidos —un determinante clave de las perspectivas de crecimiento a largo plazo— ha sido sorprendentemente débil en los últimos años. Esta evolución se ha observado también en muchas economías avanzadas y emergentes<sup>1</sup>. Por tanto, resulta primordial entender las razones de la reciente desaceleración para valorar las perspectivas de crecimiento de Estados Unidos y, a su vez, de la economía de la zona del euro.

### Regularidades empíricas y explicaciones posibles

**El crecimiento histórico de la productividad del trabajo en Estados Unidos (definido como el producto por hora trabajada) en el sector empresas ha variado**

**Gráfico A**  
Descomposición del crecimiento de la productividad del trabajo

(contribución en puntos porcentuales a la tasa media de variación interanual)



Fuente: US Bureau of Labor Statistics.

Nota: La productividad del trabajo se define como el producto por hora trabajada.

**significativamente (véase gráfico A).** Las fuertes tasas de crecimiento (3,3%) del período 1949-1973 se vieron seguidas por un acusado descenso (hasta el 1,6%) en las dos décadas posteriores. El auge de las tecnologías de la información y las comunicaciones (TIC) en el período 1996-2003 llevó al «milagro de la productividad», en el que se duplicó el crecimiento de la productividad del trabajo. En los años anteriores a la crisis (2004-2007), como las ganancias del auge de las TIC ya se habían agotado en gran medida, el crecimiento de la productividad registró una desaceleración y se situó en el 1,9%. Mientras que la Gran Recesión dio lugar a un repunte de carácter cíclico en el período 2008-2010, este repunte se vio seguido de un crecimiento decepcionante de la productividad laboral. Desde 2011, la productividad del trabajo en Estados Unidos ha crecido, en promedio, solo un 0,5% anual, en comparación con una tasa de crecimiento a largo plazo del 2,5%.

<sup>1</sup> Véanse *The future of productivity*, OCDE, 2015, y *Productivity Brief 2015*, The Conference Board, 2015.

**La descomposición<sup>2</sup> del crecimiento de la productividad del trabajo en Estados Unidos sugiere que la desaceleración puede atribuirse, sobre todo, a la disminución de la contribución de la ratio capital-trabajo (intensidad del capital) y, en menor medida, a un crecimiento más lento de la productividad total de los factores (PTF).** El crecimiento de la PTF ya se estaba ralentizando antes de la crisis financiera mundial en 2008, debido en parte a la pérdida de fuerza del empuje que había experimentado anteriormente gracias a las TIC<sup>3</sup>, pero la desaceleración se vio reforzada por la recesión posterior. En cambio, la contribución de la intensidad del capital aumentó inicialmente durante la recesión, dado que la significativa reducción de las horas totales trabajadas se tradujo en un acusado incremento de la cantidad de capital por hora trabajada. Este aumento fue seguido de un pronunciado descenso, hasta situarse en niveles negativos, en el período 2011-2014. En los últimos años, la contribución de la calidad del trabajo, el tercer componente de la productividad laboral, se ha incrementado en comparación con décadas anteriores, quizá porque la recesión golpeó con más dureza a los trabajadores menos cualificados, aumentando así la eficiencia agregada de los que conservaron su empleo.

**La intensidad del capital ha crecido a la tasa más lenta registrada en más de 60 años, debido en gran medida a la combinación de una acusada desaceleración y débil recuperación posterior de la inversión empresarial y de la recuperación cíclica de las horas trabajadas.** La disminución de la tasa de acumulación de capital parece explicarse sobre todo por las perspectivas poco favorables para la actividad económica y por la incertidumbre acerca de si el crecimiento volverá a situarse de forma sostenida en los niveles alcanzados antes de la recesión. Además, los errores de medición (principalmente, de los deflatores de las TIC) también podrían ser causa, en parte, del débil comportamiento de la inversión durante la reciente expansión, con las consiguientes infravaloraciones del PIB real y del crecimiento de la productividad del trabajo<sup>4</sup>.

**El crecimiento de la PTF viene determinado por múltiples factores.** Algunos de ellos son los recursos invertidos en innovación, la forma en la que la innovación

<sup>2</sup> Según una contabilidad del crecimiento neoclásica, el crecimiento de la productividad laboral puede descomponerse en contribuciones de la intensidad del capital, de la calidad del trabajo y de la PTF. La intensidad del capital se define como los servicios de capital derivados de los *stocks* de activos físicos y de activos de propiedad intelectual, dividido por las horas trabajadas. La calidad (o composición) del trabajo mide el efecto de los cambios en la composición de los trabajadores en términos de edad, formación y género sobre la eficiencia de las horas trabajadas. El crecimiento de la PTF se mide como un residuo de Solow y recoge el aumento de eficiencia (en especial, el aumento de la eficiencia y la intensidad de los *inputs* utilizados en la producción) que obedece a otros factores, como nuevas tecnologías, procesos de producción más eficientes y mejoras organizativas.

<sup>3</sup> Véase J. Fernald, *Productivity and Potential Output before, during and after the Great Recession*, Reserva Federal de San Francisco, *Working Paper Series*, n.º 2012-18, 2012.

<sup>4</sup> Algunas causas fundamentales de los posibles errores de medición son el cambio en la inversión en ordenadores, que pasa de bienes producidos internamente a bienes importados, junto con medidas menos efectivas para medir el aumento de la calidad de los productos importados, así como el efecto de un cambio en la estrategia de fijación de precios de las unidades de microprocesadores por parte de Intel, que se tradujo en sesgos en la metodología de equiparación de modelos. Véanse D. Byrne y E. Pinto, «The recent slowdown in high-tech equipment price declines and some implications for business investment and labor productivity», *FEDS Notes*, 2015, y J. Hatzius y K. Dawsey, «Doing the Sums on Productivity Paradox 2.0.», *Goldman Sachs US Economics Analyst*, Issue 15/30, 2015.

se transmite y se comercializa en el resto de la economía, el dinamismo de las empresas y del mercado de trabajo, que marca a qué velocidad se adoptan las nuevas innovaciones, cuánto tiempo sobreviven las empresas ineficientes y con qué facilidad los trabajadores se mueven a su uso más productivo, y la posible asignación ineficiente de los recursos mediante aumentos excesivos de los precios de los activos y del crédito.

**La desaceleración del crecimiento de la PTF podría ir asociada a un menor dinamismo de la actividad empresarial, que puede haber ralentizado la velocidad y el grado de transmisión de la innovación dentro de la economía.**

Dado que el gasto en investigación y desarrollo y el número de solicitudes de

patente se han mantenido bien en los últimos años,

es improbable que el descenso de los recursos

invertidos en innovación sea uno de los principales

factores de la desaceleración del crecimiento de la

PTF, tal y como corrobora el número creciente de

avances tecnológicos en campos científicos como

la robótica y la impresión en 3D. Por el contrario,

aunque la economía estadounidense es conocida

por su dinamismo —tanto por la facilidad para crear

y cerrar empresas como por la flexibilidad de su

mercado de trabajo—, existe cierta evidencia de que

este dinamismo ha disminuido en los últimos años.

En concreto, la tasa de creación de nuevas empresas

disminuyó significativamente durante la última

recesión y no se ha recuperado desde entonces

(véase gráfico B), lo que podría ser atribuible, en

parte, a unas condiciones más restrictivas aplicadas

a la concesión de crédito a las pequeñas empresas

y al menor apetito por el riesgo. La tasa de quiebras

de empresas también ha descendido. La reducción de las tasas de creación

y cierre de empresas podría señalar que se está impidiendo que los recursos

se reasignen a su uso más productivo.

**Además, la excesiva acumulación de deuda de los hogares durante el boom de la vivienda anterior a la crisis financiera puede haber lastrado el crecimiento de la PTF en la fase de recuperación, debido a una asignación ineficiente de los recursos.**

La deuda de los hogares fue excesiva en Estados Unidos durante gran parte del período posterior a 2003, lo que dio lugar a un

prolongado período de desapalancamiento de este sector<sup>5</sup>. Durante esta época

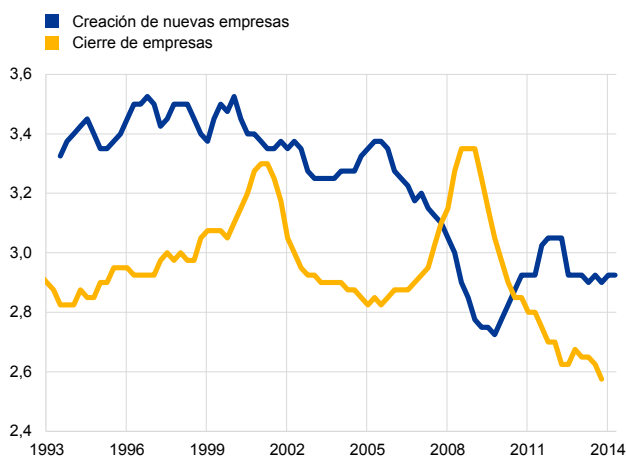
de endeudamiento excesivo de las familias, el sector de la vivienda podría haber

atraído excesivos recursos y reducido el crecimiento de la PTF.

**Gráfico B**

**Dinamismo económico medido por las tasas de creación y cierre de empresas**

(en porcentaje del número medio de establecimientos durante el año anterior y el año en curso; media móvil de cuatro años)



Fuente: Bureau of Labor Statistics.

<sup>5</sup> Véase B. Albuquerque, U. Baumann y G. Krustev, «US household deleveraging following the Great Recession – a model-based estimate of equilibrium debt», *The B.E. Journal of Macroeconomics*, vol. 15, Issue 1, 2014.

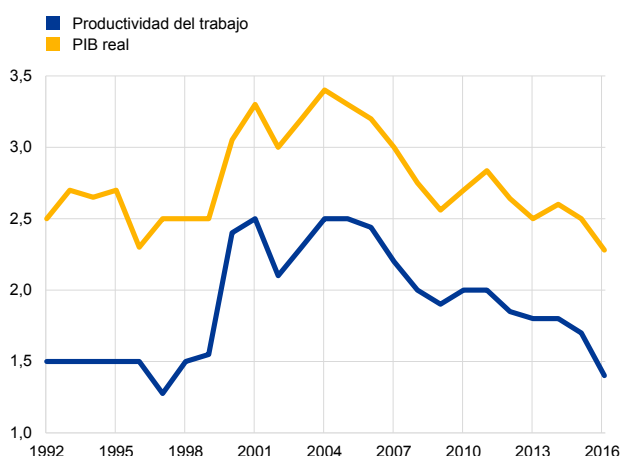
## Implicaciones para el crecimiento del producto potencial y el crecimiento salarial

**Aunque los analistas han revisado sucesivamente a la baja sus estimaciones de crecimiento de la productividad del trabajo a diez años, estas estimaciones se sitúan por encima de los bajos niveles actuales, lo que indicaría un cierto repunte.** La mediana de las previsiones de crecimiento del PIB real y de la productividad del trabajo a largo plazo según la encuesta a expertos en previsión económica (EPE) se ha revisado a la baja desde 2004, situándose las estimaciones más recientes en el 2,3% y el 1,4%, respectivamente (véase gráfico C), frente a la tasa de crecimiento del 0,5% de la productividad laboral desde 2011. Ello es coherente con la interpretación de que, aunque algunos factores de la desaceleración del crecimiento de la productividad, como el dinamismo de las empresas, podrían resultar ser un tanto persistentes y recuperarse solo gradualmente, es previsible que los factores cíclicos, en especial los relacionados con la inversión en capital, se corrijan con mayor rapidez.

**Gráfico C**

Mediana de las previsiones de crecimiento de la productividad del trabajo y del PIB real a diez años

(tasas de variación interanual)

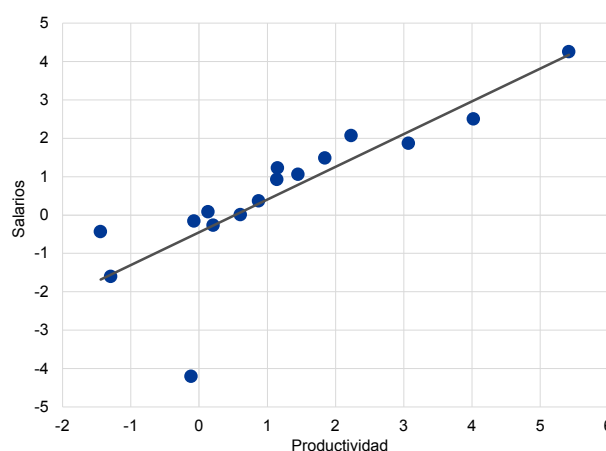


Fuente: Survey of Professional Forecasters, Federal Reserve Bank of Philadelphia.

**Gráfico D**

Crecimiento de los salarios reales y de la productividad en distintas ramas de actividad

(tasas de variación interanual; media del período: 1999-2014)



Fuentes: Bureau of Economic Analysis y cálculos del BCE.  
Notas: El gráfico considera 16 ramas de actividad, según la clasificación del NAICS.  
Los salarios reales se calculan utilizando un deflactor del valor añadido.

**En línea con la previsión de menor crecimiento de la productividad en comparación con las medias históricas, los salarios reales podrían crecer también algo más lentamente que en el pasado.** A largo plazo, si no hay cambios

en la participación de las rentas del trabajo en el PIB, se espera que los salarios reales crezcan básicamente en línea con el crecimiento de la productividad del trabajo<sup>6</sup>. En Estados Unidos, considerando distintas ramas de actividad, se evidencia una correlación positiva entre la variación del salario real por empleado y el crecimiento medio de la productividad del trabajo en el período 1999-2014 (véase gráfico D), siendo la tasa

<sup>6</sup> Véase también L. Barro y J. Faberman, «Wage Growth, Inflation and the Labor Share», *Chicago Fed Letter*, n.º 349, 2015.

de crecimiento de los salarios reales inferior o similar a la de la productividad laboral en la mayoría de las ramas. En el período más reciente (2011-2014), tanto el crecimiento de los salarios reales como el de la productividad del trabajo han sido tenues.

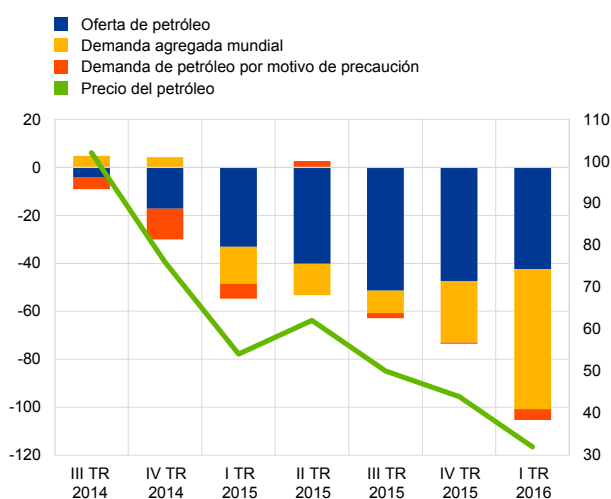
## Recuadro 2

# Tendencias actuales de los precios del petróleo

**Los precios del petróleo han caído un 70 % desde julio de 2014.** Desde una perspectiva de más largo plazo, el descenso de estos precios puede explicarse por las cuantiosas inversiones efectuadas anteriormente y por las innovaciones tecnológicas que hicieron que la producción de petróleo aumentara en una época de debilitamiento del crecimiento. Los avances tecnológicos dieron pie a la revolución del petróleo no convencional (*shale oil*) en Estados Unidos, y varios años de precios elevados del crudo, en un contexto de fuerte crecimiento de las economías emergentes, favorecieron inversiones a gran escala en el sector petrolífero. Como consecuencia del considerable retardo existente entre la inversión y la producción, la oferta resultante llegó al mercado cuando la demanda de petróleo había dejado de aumentar. Aunque la oferta de petróleo no convencional empezó a incrementarse y el crecimiento de la demanda mundial comenzó a ralentizarse ya en 2010 (por ejemplo, en China), las perturbaciones de oferta observadas en los principales países

**Gráfico A**  
Descomposición de los precios del petróleo basada en modelos

(escala izquierda: contribuciones acumuladas de los diferentes *shocks* del petróleo en puntos porcentuales, julio 2014 = 0; escala derecha: precios del petróleo en dólares corrientes por barril)



Fuente: Cálculos de los expertos del BCE.

Notas: La observación más reciente corresponde a enero de 2016. Las descomposiciones históricas se han normalizado para comenzar en cero en julio de 2014, cuando los precios del Brent empezaron a disminuir. Una contribución negativa indica que un «shock del petróleo» específico contribuyó a la caída de los precios del crudo, y viceversa. El «shock de oferta del petróleo» indica los cambios exógenos en la producción de petróleo, el «shock de demanda agregada mundial» recoge los cambios en los precios del petróleo derivados de forma endógena por la evolución del crecimiento económico mundial, y el «shock de demanda de petróleo por motivo de precaución» captura los cambios en las expectativas sobre el equilibrio entre la oferta y la demanda de petróleo reflejado en las existencias de petróleo. La descomposición se basa en L. Kilian y D.P. Murphy, «The role of inventories and speculative trading in the global market for crude oil», *Journal of Applied Econometrics*, 29(3), 2004, pp. 454-478, utilizando datos sobre los precios del petróleo, la producción mundial de petróleo y una variable proxy de las existencias mundiales de petróleo y la actividad económica mundial.

productores de petróleo (Libia, Irán, Rusia e Irak) vinculadas a las tensiones geopolíticas sostuvieron los precios del petróleo durante varios años antes de que cayeran bruscamente en el verano de 2014. La decisión estratégica adoptada por la Organización de Países Exportadores de Petróleo (OPEP) en su reunión de noviembre de 2014 de no compensar el descenso de los precios con un recorte de la producción hizo que los precios disminuyeran de nuevo.

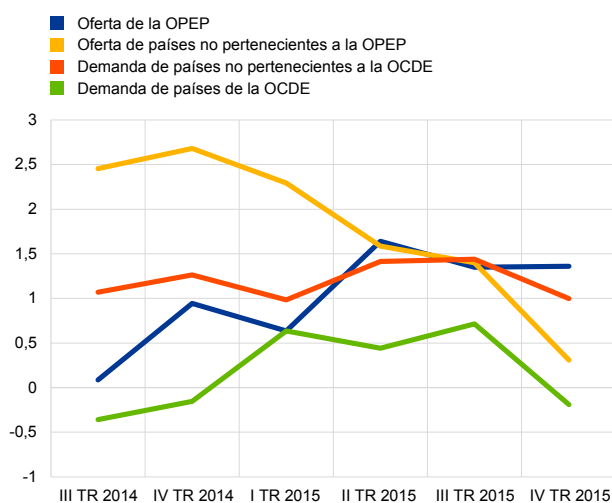
**Mientras que tanto factores de demanda como de oferta han impulsado la caída de los precios del petróleo observada desde 2014, los modelos muestran que gran parte del descenso inicial puede explicarse por aumentos de la oferta.** No obstante, más recientemente, la demanda ha sido el factor dominante (véase gráfico A). Según los cálculos de los expertos del BCE, alrededor del 60 % del retroceso de 2014 estuvo determinado por factores de oferta. Después de repuntar en los dos primeros trimestres de 2015, los precios del petróleo volvieron a disminuir, con los factores de demanda desempeñando un papel cada vez más importante. Esto es reflejo, en gran parte, de la desaceleración de la demanda agregada, aunque las expectativas de bajada de los precios asociadas al crecimiento de las economías emergentes

y la decisión de la OPEP de no reducir la oferta (como indica el *shock* de demanda por motivo de precaución) también contribuyeron al reciente retroceso. La oferta de los países de la OPEP ha mostrado una tendencia al alza desde mediados de 2014, mientras que la demanda de los países no pertenecientes a la OCDE se mantuvo sólida durante 2015. La demanda de petróleo de los países de la OCDE descendió a finales de 2015, principalmente como consecuencia de las suaves temperaturas invernales en Estados Unidos y en Europa, así como del deterioro del clima económico en importantes economías emergentes (véase gráfico B).

**Deberá transcurrir un tiempo antes de que el actual exceso de oferta pueda ser absorbido.** La llegada del petróleo no convencional de Estados Unidos y la exploración de crudo de fuentes no convencionales más en general es un cambio estructural de la oferta que podría hacer que los precios del petróleo permanezcan en niveles más bajos durante más tiempo. Un exceso de oferta de casi 1,4 millones de barriles diarios, en promedio, durante 2014-2015, ha hecho que las existencias de crudo de los países de la OCDE alcancen máximos históricos (véase gráfico C)<sup>1</sup>.

**Gráfico B**  
Oferta y demanda mundiales de petróleo

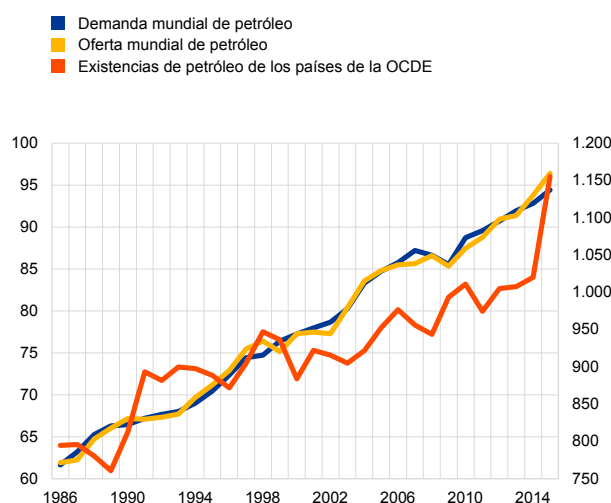
(millones de barriles al día; tasas de variación interanual)



Fuente: Agencia Internacional de la Energía.

**Gráfico C**  
Demanda, oferta y existencias de petróleo

(escala izquierda: demanda y oferta mundiales de petróleo en millones de barriles al día – variable flujo; escala derecha: existencias de petróleo de la OCDE en millones de barriles – variable de stock)



Fuente: Agencia Internacional de la Energía.

Nota: Datos anuales; la observación más reciente corresponde a 2015.

**No obstante, se espera que con el tiempo se produzca un reequilibrio.** Un límite inferior teórico de los precios del petróleo está vinculado al nivel del coste marginal de producción del petróleo no convencional de Estados Unidos, que se estima que, en promedio, es de unos 35 dólares estadounidenses por barril<sup>2</sup>.

<sup>1</sup> En 2014-2015, en promedio, la demanda mundial de petróleo fue de unos 93,6 millones de barriles al día, y la oferta, de 95 millones de barriles diarios. El exceso de oferta se situó en torno al 1,5 % de la demanda diaria mundial de crudo.

<sup>2</sup> Arthur D. Little, *Where now for oil?*, Viewpoint, 2015.

**Con todo, algunos tipos de producción de petróleo, como la de petróleo no convencional en Estados Unidos, han continuado creciendo durante el año pasado, pese a que los precios del crudo están por debajo de sus respectivos costes marginales estimados.** De hecho, además de estos costes marginales de producción, otros factores desempeñan un papel. En primer lugar, los costes marginales difieren considerablemente en función del tipo de petróleo y del yacimiento, lo que hace que estos promedios solo sean un indicador aproximado de cuándo se vería afectada la producción. En segundo lugar, es importante tener en cuenta la deflación de costes<sup>3</sup> y la mayor eficiencia de la producción, es decir, los costes marginales pueden disminuir como consecuencia del avance de la productividad. Sin embargo, se dispone de evidencia de que el número de pozos de extracción en Estados Unidos se ha reducido, indicando que la oferta descenderá con el tiempo<sup>4</sup>.

**La actual curva de futuros indica que se espera que el precio del petróleo permanezca en una banda de entre 30 y 45 dólares estadounidenses por barril durante los dos próximos años.** En relación con esa proyección, los riesgos a la baja de los precios del petróleo por el lado de la oferta están asociados a nuevos aumentos de la producción mundial de crudo derivados de un incremento de la producción iraní más intensa de lo previsto y de la continuada capacidad de resistencia de la producción de los países que no son miembros de la OPEP, en particular del petróleo no convencional de Estados Unidos. En cuanto a la demanda, una desaceleración mayor de lo esperado en las economías emergentes podría afectar negativamente a la demanda de crudo. Los principales riesgos al alza son recortes de la producción más pronunciados de lo previsto como consecuencia de las tensiones geopolíticas, y mayores retrocesos de la oferta si los precios del crudo se mantienen en niveles persistentemente reducidos. A partir de 2017, aunque todavía prevalezcan los principales riesgos a la baja, los riesgos se inclinarán de manera creciente al alza, ya que un fuerte recorte de la inversión podría traducirse en un ajuste más rápido del equilibrio entre la oferta y la demanda de lo que refleja actualmente la curva de futuros, una vez que la actividad económica mundial se dinamice.

<sup>3</sup> La deflación de costes es una disminución general del coste de producción del petróleo que, por ejemplo, puede tener su origen en ganancias de eficiencia en la producción o en los menores costes de servicios (como reducción de los precios de los servicios de contratistas para la perforación de pozos realizados o de labores de apoyo como prospección, cementación, revestimiento y tratamiento de pozos).

<sup>4</sup> Hughes Baker, 2016 (<http://phx.corporate-ir.net/phoenix.zhtml?c=79687&p=irol-rigcountsoverview>).



## Recuadro 3

### Situación de liquidez y operaciones de política monetaria en el período comprendido entre el 28 de octubre de 2015 y el 26 de enero de 2016

**En este recuadro se describen las operaciones de política monetaria del BCE realizadas durante el séptimo y el octavo períodos de mantenimiento de reservas de 2015, comprendidos entre el 28 de octubre y el 8 de diciembre de 2015 y entre el 9 de diciembre de 2015 y el 26 de enero de 2016, respectivamente.** Durante el período analizado, los tipos de interés aplicados a las operaciones principales de financiación (OPF) y a la facilidad marginal de crédito se mantuvieron sin variación en el 0,05 % y el 0,30 %, respectivamente. Sin embargo, el tipo de interés de la facilidad de depósito se redujo en 10 puntos básicos, desde el –0,20 % hasta el –0,30 %, con efectos a partir del 9 de diciembre de 2015<sup>1</sup>. El 16 de diciembre se liquidó la sexta operación de financiación a plazo más largo con objetivo específico (TLTRO, por sus siglas en inglés), por un importe de 18,3 mm de euros, frente a los 15,5 mm de euros liquidados en la TLTRO anterior, en septiembre. Con ello, el importe total adjudicado en las seis primeras TLTRO ascendió a 417,9 mm de euros<sup>2</sup>. Además, el Eurosistema continuó adquiriendo valores públicos, bonos garantizados y bonos de titulización de activos como parte de su programa de compra de activos (APP, por sus siglas en inglés), al ritmo previsto de 60 mm de euros al mes. En diciembre de 2015, el Consejo de Gobierno decidió ampliar el plazo del APP: está previsto que las compras de activos continúen hasta el final de marzo de 2017 o hasta que se observe un ajuste sostenido de la senda de inflación hacia el objetivo de lograr tasas de inflación inferiores, aunque próximas, al 2 % a medio plazo. Además, el Consejo de Gobierno decidió reinvertir los pagos de principal de los valores adquiridos en el marco del APP durante el tiempo que sea necesario<sup>3</sup>.

#### Necesidades de liquidez

**En el período de referencia, las necesidades de liquidez diarias del sistema bancario, definidas como la suma de los factores autónomos y las exigencias**

<sup>1</sup> Las OPF continuaron realizándose mediante el procedimiento de subasta a tipo de interés fijo con adjudicación plena. El mismo procedimiento continuó utilizándose en las operaciones de financiación a plazo más largo (OFPML) a tres meses. El tipo de interés de cada 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.

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

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

**de reservas, se situaron, en promedio, en 706,5 mm de euros, lo que representa un incremento de 60,1 mm de euros con respecto al período de referencia anterior (es decir, el quinto y el sexto períodos de mantenimiento del año).** Las mayores necesidades de liquidez fueron atribuibles, casi en exclusiva, al aumento de 59,9 mm de euros registrado en la media de los factores autónomos, que alcanzaron la cifra de 593,3 mm de euros (véase cuadro).

**El incremento observado en la media de los factores autónomos fue resultado, principalmente, del aumento de la media de los factores de absorción de liquidez —billetes en circulación, depósitos de las Administraciones Públicas y otros factores autónomos—.** Otros factores autónomos se situaron, en promedio, en 563 mm de euros, 20,5 mm de euros más que en el período de análisis anterior, lo que refleja fundamentalmente un incremento de las cuentas de revalorización trimestral. Los billetes en circulación aumentaron sobre todo durante el período vacacional de invierno, siguiendo así su patrón estacional habitual. Los billetes alcanzaron una media de 1.065,3 mm de euros, lo que representa un alza de 11,4 mm de euros en comparación con el período de referencia anterior. Además, el importe medio de los depósitos de las Administraciones Públicas también contribuyó al incremento de las necesidades de liquidez, habiendo registrado un avance medio de 8,3 mm de euros, hasta situarse en 87,6 mm de euros. El ligero aumento de estos depósitos muestra que, mientras que algunos Tesoros estaban dispuestos a aceptar tipos de interés más bajos en el mercado, la mayoría sigue teniendo escasas alternativas para colocar su efectivo en el mercado. La rebaja adicional del tipo de interés aplicado a la facilidad de depósito, hasta el  $-0,30\%$ , incrementó el coste para los Tesoros de colocar depósitos en el Eurosistema. Por otra parte, los elevados niveles de exceso de liquidez tienden a acercar incluso más los tipos del mercado monetario al tipo de interés de la facilidad de depósito.

**Los factores de inyección de liquidez disminuyeron durante el período como consecuencia de la reducción de los activos exteriores netos y de los activos netos denominados en euros.** El descenso de 11,4 mm de euros en los activos exteriores netos fue principalmente resultado de un efecto de pérdida de valor de fin de trimestre procedente del tercer y del cuarto trimestres de 2015. Esta depreciación de los activos exteriores netos obedeció, sobre todo, a la disminución del valor del oro en dólares estadounidenses, que solo se vio parcialmente compensada por una depreciación del euro en el cuarto trimestre. Además, los activos netos denominados en euros se situaron, en promedio, en 511,0 mm de euros, 8,3 mm de euros por debajo del importe del período de referencia anterior. Los activos netos denominados en euros descendieron como consecuencia de la caída de los activos financieros mantenidos por el Eurosistema con fines distintos de la política monetaria, así como del ligero aumento de los pasivos mantenidos por entidades de fuera de la zona del euro en los bancos centrales nacionales. Estas entidades habían aumentado sus tenencias, pese a la rebaja adicional del tipo de interés de la facilidad de depósito, lo que eleva el coste de los depósitos en los bancos centrales nacionales. El incremento podría deberse al hecho de que hubiera menos oportunidades de encontrar alternativas atractivas en el mercado.

**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. La volatilidad se mantuvo básicamente sin cambios con respecto al período de referencia anterior, mientras que el nivel de los factores autónomos mantuvo una tendencia al alza.

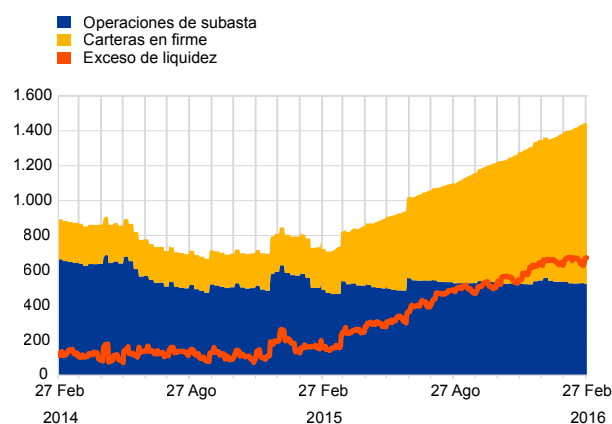
**El error medio absoluto de las previsiones semanales de los factores autónomos aumentó en 0,8 mm de euros, hasta la cifra de 7,2 mm de euros en el período analizado, y se debió, principalmente, a los errores de predicción relacionados con los depósitos de las Administraciones Públicas.** En un entorno de crecientes niveles de exceso de liquidez y de tipos de interés a corto plazo del mercado monetario cada vez más negativos, se hizo más difícil anticipar la actividad inversora de los Tesoros.

### 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 176,5 mm de euros, hasta situarse en 1.306,9 mm de euros (véase gráfico).** Este aumento se debió, exclusivamente, a las compras simples relacionadas sobre todo con el programa de compras de valores públicos, mientras que las operaciones de subasta se mantuvieron prácticamente sin variación durante el período de referencia.

**La liquidez media proporcionada mediante operaciones de subasta se redujo en 0,9 mm de euros durante el período analizado, situándose en 532,5 mm de euros. El aumento de la liquidez media inyectada mediante las TLTRO se vio contrarrestado con creces por el descenso de las operaciones regulares.**

Más concretamente, la liquidez inyectada por las OPF y las OFPML a tres meses se redujo en 2,2 mm de euros y 18,3 mm de euros, respectivamente. El saldo vivo de las TLTRO se incrementó en 19,6 mm de euros durante el período de referencia, produciéndose el mayor aumento en el octavo período de mantenimiento, debido a los fondos obtenidos en la TLTRO adjudicada en diciembre de 2015.

**La liquidez media proporcionada a través de carteras en firme aumentó en 177,4 mm de euros, hasta situarse en 774,4 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 aumentó en 156,5 mm de euros, 25,2 mm de euros y 3,3 mm de euros, respectivamente. 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 ascendió a 7,8 mm de euros.

### Exceso de liquidez

**Como consecuencia de las citadas inyecciones de liquidez, el exceso medio de liquidez aumentó en 116,4 mm de euros y se situó en 600,3 mm de euros en el período analizado (véase gráfico).** La mayor parte de dicho aumento se produjo en el octavo período de mantenimiento, cuando el exceso medio de liquidez se incrementó en 86,5 mm de euros, debido a las compras continuadas y a que los factores autónomos fueron solo ligeramente más altos. En el séptimo período de mantenimiento, el exceso medio de liquidez registró un avance menos intenso, de 49,0 mm de euros. Este avance relativamente limitado fue atribuible sobre todo al incremento de los factores autónomos, que absorbió parcialmente el aumento de las adquisiciones en el marco del APP.

**El aumento del exceso de liquidez quedó reflejado fundamentalmente en un incremento de 81,0 mm de euros de los saldos medios en cuenta corriente, que se situaron en 527,9 mm de euros durante el período analizado.** Este incremento fue menos acusado en el séptimo período de mantenimiento, en el que el promedio fue de 28,5 mm de euros, frente a los 63,3 mm de euros del octavo período de mantenimiento. El recurso medio a la facilidad de depósito también se incrementó, aunque en menor medida, con un alza de 35,3 mm de euros, hasta alcanzar la cifra de 185,7 mm de euros.

### Evolución de los tipos de interés

**Durante el período de referencia, los tipos de interés del mercado monetario siguieron cayendo como consecuencia de la reducción, hasta el -0,30%, del tipo de interés aplicado a la facilidad de depósito.** En el mercado de operaciones sin garantías, el eonia se situó, en promedio, en el -0,184 %, por debajo del nivel medio del -0,130 % del período de referencia anterior. Aunque el eonia se mantuvo prácticamente sin variación en el séptimo período de mantenimiento, la rebaja de 0,10 puntos porcentuales en el tipo de interés de la facilidad de depósito con efectos a partir del octavo período de mantenimiento se transmitió casi íntegramente al eonia, que cayó 0,091 puntos porcentuales. En el contexto de aumento continuado del exceso de liquidez, la transmisión a los tipos de interés de mercado fue fluida. Además, los tipos de interés a un día en el segmento de operaciones con garantías retrocedieron en línea con el tipo de interés de la facilidad de depósito hasta alcanzar niveles aún más próximos a este. Los tipos repo medios a un día del mercado GC Pooling<sup>4</sup> descendieron hasta situarse en el -0,246 % y en el -0,238 % para las cestas estandarizadas y ampliadas de activos de garantía, respectivamente, lo que supone una disminución de 0,059 y 0,055 puntos porcentuales en relación con el período de referencia anterior.

<sup>4</sup> El mercado GC Pooling permite negociar acuerdos de recompra con cestas estandarizadas de activos de garantía en la plataforma Eurex.

## Cuadro

	Situación de liquidez del Eurosistema							
	28 de octubre de 2015 a 26 de enero de 2016		22 de julio a 27 de octubre de 2015		Octavo período de mantenimiento		Séptimo período de mantenimiento	
Pasivo - Necesidades de liquidez (medias; mm de euros)								
Factores autónomos de liquidez	1.715,8	(+40,1)		1.675,7	1.720,1	(+9,3)	1.710,8	(+18,0)
Billetes en circulación	1.065,3	(+11,4)		1.053,9	1.072,8	(+16,3)	1.056,5	(+4,1)
Depósitos de las AAPP	87,6	(+8,3)		79,3	82,5	(-11,1)	93,5	(-1,6)
Otros factores autónomos	563,0	(+20,5)		542,5	564,8	(+4,0)	560,8	(+15,6)
Instrumentos de política monetaria								
Cuentas corrientes	527,9	(+81,0)		446,9	557,1	(+63,3)	493,8	(+28,5)
Exigencias de reservas mínimas	113,2	(+0,2)		113,0	113,3	(+0,2)	113,1	(-0,2)
Facilidad de depósito	185,7	(+35,3)		150,4	196,6	(+23,5)	173,1	(+20,3)
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	1.122,9	(-19,6)		1.142,5	1.123,7	(+1,9)	1.121,9	(-13,9)
Activos exteriores netos	611,9	(-11,4)		623,2	611,6	(-0,6)	612,2	(-6,9)
Activos netos denominados en euros	511,0	(-8,3)		519,3	512,1	(+2,5)	509,7	(-7,0)
Instrumentos de política monetaria								
Operaciones de mercado abierto	1.306,9	(+176,5)		1.130,4	1.350,3	(+94,2)	1.256,1	(+80,6)
Operaciones de subasta	532,5	(-0,9)		533,4	538,5	(+13,1)	525,4	(-6,9)
OPF	69,1	(-2,2)		71,3	71,6	(+5,5)	66,1	(-4,1)
OFPML a tres meses	55,3	(-18,3) )		73,6	51,6	(-8,0)	59,7	(-9,5)
OFPML con objetivo específico (TLTRO)	408,1	(+19,6)		388,5	415,3	(+15,7)	399,6	(+6,7)
Carteras en firme	774,4	(+177,4)		597,0	811,8	(+81,0)	730,7	(+87,6)
Primer programa de adquisiciones de bonos garantizados	20,6	(-1,6)		22,2	20,5	(-0,3)	20,8	(-1,1)
Segundo programa de adquisiciones de bonos garantizados	9,8	(-0,8)		10,5	9,6	(-0,3)	9,9	(-0,4)
Tercer programa de adquisiciones de bonos garantizados	140,2	(+25,2)		114,9	144,4	(+9,2)	135,2	(+12,9)
Programa para los mercados de valores	123,1	(-5,4)		128,5	122,9	(-0,5)	123,3	(-3,8)
Programa de compras de bonos de titulación de activos	15,2	(+3,3)		11,9	15,5	(+0,5)	15,0	(+1,8)
Programa de compras de valores públicos	465,5	(+156,5)		308,9	498,8	(+72,3)	426,5	(+78,3)
Facilidad marginal de crédito	0,1	(-0,2)		0,4	0,2	(+0,1)	0,1	(-0,0)
Otra información relativa a la liquidez (medias; mm de euros)								
Necesidades de liquidez agregadas	706,5	(+60,1)		646,5	710,1	(+7,7)	702,4	(+31,7)
Factores autónomos*	593,3	(+59,9)		533,5	596,8	(+7,5)	589,3	(+31,8)
Exceso de liquidez	600,3	(+116,4)		483,9	640,2	(+86,5)	553,7	(+49,0)
Evolución de los tipos de interés (porcentajes)								
OPF	0,05	(+0,00)		0,05	0,05	(+0,00)	0,05	(+0,00)
Facilidad marginal de crédito	0,30	(+0,00)		0,30	0,30	(+0,00)	0,30	(+0,00)
Facilidad de depósito	-0,25	(-0,05)		-0,20	-0,30	(-0,10)	-0,20	(+0,00)
Eonia medio	-0,184	(-0,055)		-0,130	-0,227	(-0,091)	-0,135	(+0,003)

Fuente: BCE.

\* El valor total de los factores autónomos incluye «partidas en curso de liquidación».

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).

## Recuadro 4

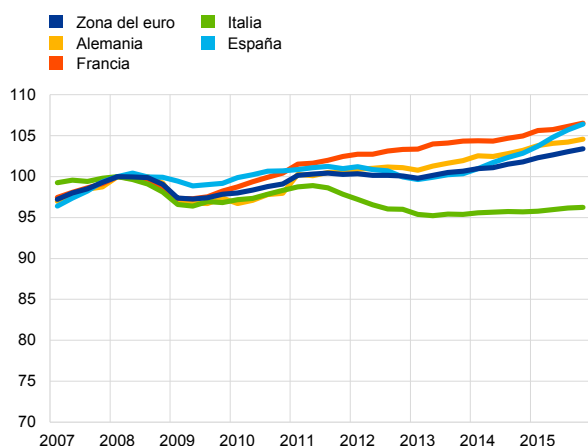
### Factores determinantes de la actividad relativamente intensa de los servicios en la zona del euro

**El sector servicios ha sido uno de los motores de la recuperación actual de la zona del euro desde el primer trimestre de 2013, lo que induce a plantearse qué factores concretos explican la actividad relativamente intensa de los servicios<sup>1</sup>.** Los servicios totales (de mercado y de no mercado) representan alrededor de tres cuartas partes del total del valor añadido de la zona del euro. El valor añadido de los servicios totales en términos reales ha crecido de manera sostenida desde el mínimo registrado en el primer trimestre de 2013 y ha alcanzado máximos históricos (véase gráfico A). Los servicios de mercado han supuesto prácticamente el 90 % del crecimiento total del valor añadido del sector en la zona de euro desde el primer trimestre de 2013. En cambio, en 2015 el valor añadido de la industria (incluida la construcción) en la zona del euro todavía se encontraba casi un 10 % por debajo del máximo registrado a principios de 2008 (véase gráfico B).

**Gráfico A**

Valor añadido de los servicios totales en la zona del euro y en sus cuatro países de mayor tamaño

(I TR 2008 = 100; volúmenes encadenados ajustados de efectos de calendario y estacionales)

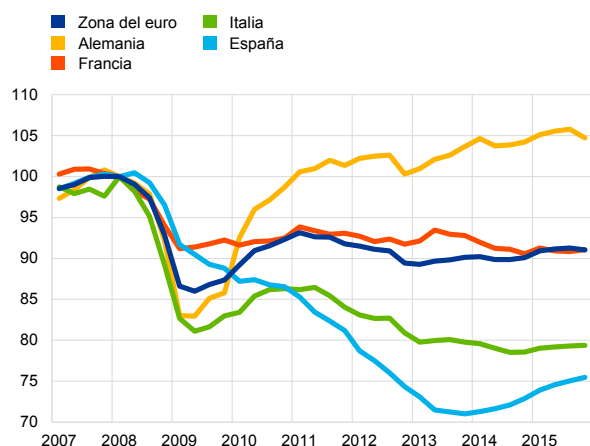


Fuente: Eurostat.

**Gráfico B**

Valor añadido de la industria en la zona del euro y en sus cuatro países de mayor tamaño

(I TR 2008 = 100; volúmenes encadenados ajustados de efectos de calendario y estacionales)



Fuente: Eurostat.

Si se consideran los países de mayor tamaño de la zona del euro, se observa un panorama similar, con las excepciones de que el valor añadido de los servicios totales en Italia es comparativamente bajo y de que el valor añadido de la industria en Alemania se ha situado en máximos históricos en los últimos trimestres.

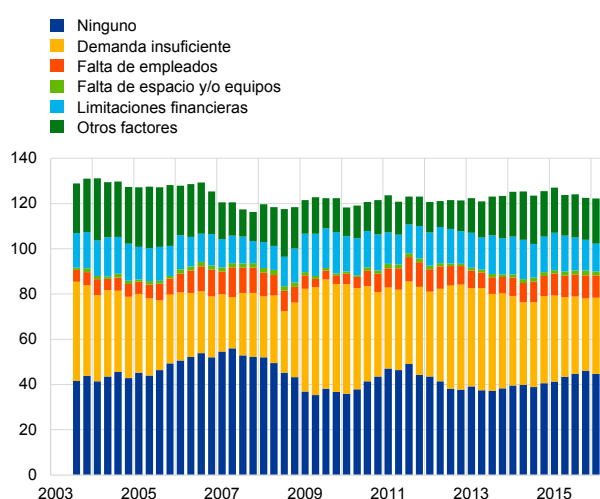
<sup>1</sup> Para una descripción más detallada de la evolución de los distintos sectores de la zona del euro, véase el artículo titulado «Euro area sectoral activity since 2008», *Boletín Mensual* de mayo de 2014.

**La encuesta trimestral de opinión empresarial de la Comisión Europea sobre el sector servicios de la zona del euro permite conocer los factores que están estimulando o dificultando la actividad de los servicios de mercado.** En la encuesta se incluye la siguiente pregunta: «¿Cuáles son los principales factores que limitan actualmente el crecimiento de su empresa?», para la que se ofrecen como posibles respuestas «ninguno», «demanda insuficiente», «falta de empleados», «falta de espacio y/o equipos», «limitaciones financieras» y «otros factores», y se indica a los encuestados que seleccionen cuantas opciones sean aplicables en su caso. Estos factores se expresan como porcentaje del número total de encuestados.

**A pesar de haber aumentado, la demanda sigue siendo el principal factor limitador de la actividad citado por las empresas de servicios de mercado de la zona del euro, aunque también se aprecia una reducción de las limitaciones financieras en comparación con el mismo período del año**

**Gráfico C**  
Factores que limitan la actividad de los servicios en la zona del euro

(en porcentaje del número total de encuestados)



Fuente: Comisión Europea.

Nota: Los porcentajes suman más del 100 %, ya que las empresas pueden citar más de un factor limitador de la actividad.

**anterior.** En la recuperación actual, aproximadamente la mitad de todas las empresas de servicios señala que su actividad no se ve afectada por ningún tipo de restricción, como apunta el indicador relativo a la ausencia de factores que limitan la actividad, que se situó en el 45 % en enero de 2016 (véase gráfico C). Aun así, dicho indicador ha aumentado de manera sostenida desde el cuarto trimestre de 2012. Este resultado refleja la evolución de la tasa de utilización de la capacidad productiva en las ramas de los servicios, que también ha registrado un crecimiento continuado desde el cuarto trimestre de 2012. En enero de 2016, un tercio de las empresas participantes en la encuesta señaló una «demanda insuficiente». Así pues, la falta de demanda continúa siendo el principal impedimento para la actividad de los servicios de mercado, aunque la importancia de este factor ha disminuido en el último año. Las categorías «ninguno» y «demanda insuficiente» fueron, con diferencia, las dos respuestas más frecuentes de las empresas de servicios (como suele ser habitual, y al igual que

en el caso de las empresas manufactureras y constructoras). La tercera respuesta más repetida en la encuesta de enero de este año, con una incidencia del 20 %, fue «otros factores», que se citó con mayor frecuencia que en la recesión del período comprendido entre 2011 y 2013. Las empresas de servicios se han beneficiado de la mejora de las condiciones financieras, ya que, en enero, un 12 % de estas empresas indicó que las «limitaciones financieras» eran un factor limitador de su actividad, frente a un 16 % en el año anterior. Esta mejora de cuatro puntos porcentuales fue similar a la que registró el indicador de demanda durante el mismo período. Para completar el panorama, un 10 % de las empresas de servicios mencionó la «falta de empleados», mientras que solo alrededor de un 2 % señaló la «falta de espacio y/o equipos».



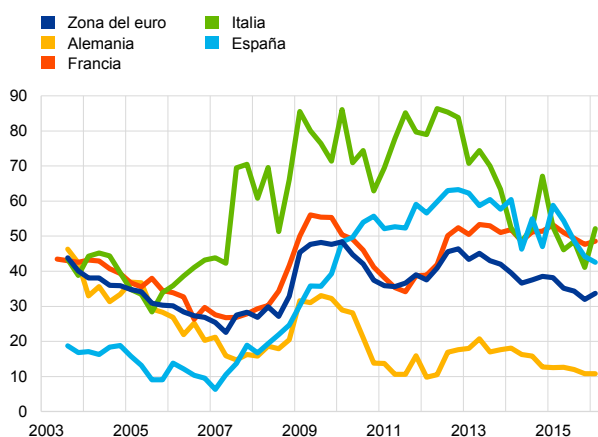
### Las limitaciones a la actividad de los servicios en la zona del euro señaladas en la encuesta ocultan diferencias significativas entre los distintos países.

Entre los cuatro países de mayor tamaño de la zona del euro, el factor «demanda insuficiente» desempeña un papel muy reducido en Alemania, pero más significativo en los otros tres países, donde alrededor de la mitad de las empresas de servicios citaron la falta de demanda (véase gráfico D). Otro de los factores que prácticamente no tuvo influencia en Alemania en enero de este año fueron las «limitaciones financieras», mientras que una cuarta parte de las empresas de servicios italianas señaló que las condiciones financieras seguían dificultando su actividad (véase gráfico E). La importancia de este factor ha ido disminuyendo en

#### Gráfico D

Indicador de demanda insuficiente en los servicios en la zona del euro y en sus cuatro países de mayor tamaño

(en porcentaje del número total de encuestados)



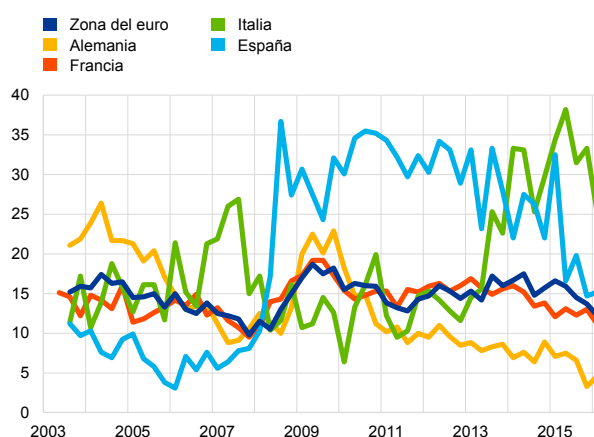
Fuente: Comisión Europea.

Nota: Las observaciones más recientes corresponden al primer trimestre de 2016.

#### Gráfico E

Indicador de limitaciones financieras en los servicios en la zona del euro y en sus cuatro países de mayor tamaño

(en porcentaje del número total de encuestados)

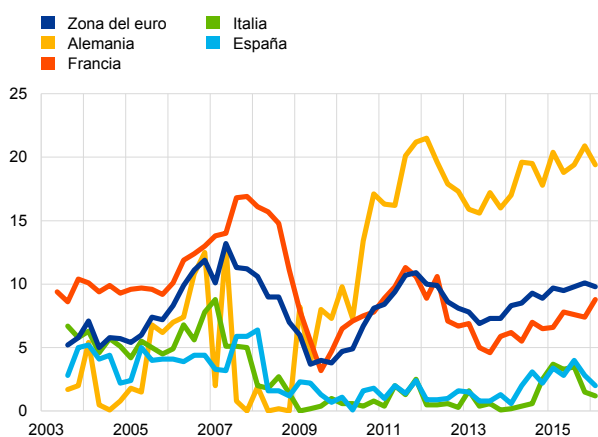


Fuente: Comisión Europea.

#### Gráfico F

Indicador de falta de empleados en los servicios en la zona del euro y en sus cuatro países de mayor tamaño

(en porcentaje del número total de encuestados)



Fuente: Comisión Europea.

España desde enero de 2015, cuando se situaba en un nivel similar al de Italia. En cambio, una de cada cinco empresas de servicios alemanas indicó que la «falta de empleados» era una de las causas que limitaba la actividad del sector, mientras que este indicador se mantiene en niveles bajos tanto en Italia como en España (véase gráfico F).

### También se aprecian diferencias significativas dentro del sector servicios a un nivel más desagregado.

En los últimos trimestres, cerca de la mitad de las empresas dedicadas al almacenamiento y actividades anexas al transporte, a actividades inmobiliarias, y a programación, consultoría y otras actividades informáticas, ha señalado en las encuestas la ausencia de factores limitadores de la



actividad en el sector. Esta información sugiere que la actual recuperación se está viendo impulsada, en especial, por estas ramas de servicios de mercado. En efecto,

### Gráfico G

#### Contribuciones al crecimiento del valor añadido de los servicios totales en la zona del euro

(tasa de variación intertrimestral; contribuciones en puntos porcentuales)



Fuente: Eurostat.

desde el primer trimestre de 2013, una tercera parte del crecimiento del valor añadido total del sector servicios en la zona del euro procede de los servicios de comercio, transporte y hostelería, y casi una cuarta parte, de actividades profesionales, administrativas y servicios auxiliares (véase gráfico G). La contribución de las actividades inmobiliarias y de los servicios TIC al incremento del valor añadido total del sector servicios en la zona del euro ha sido de dos dígitos desde el primer trimestre de 2013. En enero, las encuestas indicaron que las restricciones financieras afectaban particularmente a las empresas de telecomunicaciones (a una de cada cinco) y la falta de empleados, a las empresas de actividades relacionadas con el empleo (a un 40% de las empresas, el nivel más elevado desde que empezaron los registros en el tercer trimestre de 2003; estas actividades se refieren a los servicios de las agencias de colocación y las agencias de trabajo temporal, así como a otros servicios de provisión de recursos humanos).

**En general, la debilidad de la demanda sigue siendo el principal factor que frena la actividad de los servicios en la zona del euro, aunque por países y subsectores también influyen otros aspectos.** Por ejemplo, entre los factores limitadores de la actividad en este sector, las empresas de servicios de mercado citan con relativa frecuencia las restricciones financieras en Italia y la falta de empleados en Alemania.

## Recuadro 5

### El impacto del descenso de los precios del petróleo sobre el superávit por cuenta corriente de la zona del euro

**En este recuadro se describe el impacto del reciente descenso de los precios del petróleo en las balanzas por cuenta corriente de la zona del euro y de los distintos países que la integran<sup>1</sup>.** Los precios del petróleo empezaron a descender gradualmente en 2012, antes de que la caída se acelerara de forma acusada en la segunda mitad de 2014. Entre mediados de 2014 y finales de 2015, el precio del crudo se redujo en torno a un 55 % en dólares estadounidenses y a un 45 % en euros. Habida cuenta de que la zona del euro es un importador neto de petróleo, una caída de los precios de esta materia prima equivale a una mejora de la relación real de intercambio. Además, debido a que la demanda de petróleo es relativamente inelástica a los precios, una disminución de los precios del crudo suele ir asociada a una mejora del saldo energético y de la balanza por cuenta corriente de la zona del euro, y lo mismo puede decirse de los distintos países de la zona del euro, todos

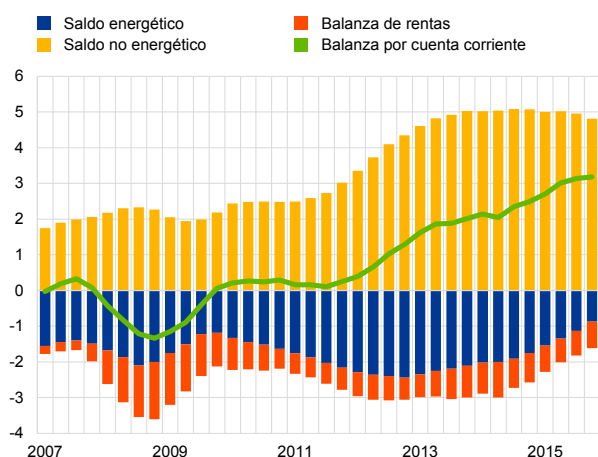
ellos importadores netos de petróleo en la actualidad<sup>2</sup>. Habitualmente, el efecto directo de una caída de los precios del petróleo sobre la balanza por cuenta corriente se ve contrarrestado solo en parte por efectos indirectos, como una mayor demanda de importaciones no energéticas derivada del aumento de la actividad económica interna y la reducción de las exportaciones de bienes y servicios de la zona del euro a países exportadores de petróleo.

**El saldo energético de la zona del euro ha registrado una mejora equivalente a casi el 1 % del PIB desde mediados de 2014, lo que explica el incremento del superávit por cuenta corriente, desde alrededor del 2 % hasta justo por encima del 3 % del PIB (véase gráfico A).** La reducción de la factura energética está básicamente en línea con el efecto automático de un descenso de los precios del crudo de la magnitud observada si las importaciones netas

#### Gráfico A

Desagregación de la balanza por cuenta corriente de la zona del euro

(en porcentaje del PIB; medias de cuatro trimestres; datos sin desestacionalizar)



Fuentes: Eurostat y BCE.

Notas: La descomposición de las exportaciones e importaciones en componentes energéticos y no energéticos se basa en las estadísticas sobre comercio exterior de Eurostat. El componente no energético incluye servicios. La observación más reciente corresponde al cuarto trimestre de 2015.

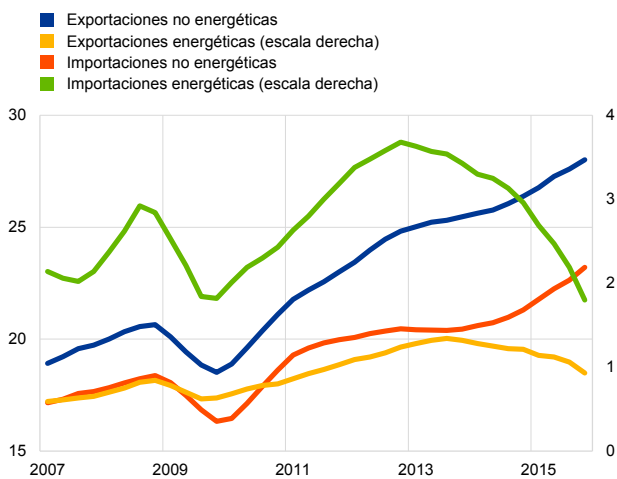
<sup>1</sup> Para más información sobre el impacto del descenso del precio del petróleo sobre la inflación y la actividad económica, véase el recuadro titulado «The recent oil price decline and the euro area economic outlook», *Boletín Económico*, Número 1, BCE, 2015.

<sup>2</sup> En este recuadro, el saldo energético se corresponde con el capítulo 33 de la Clasificación Uniforme para el Comercio Internacional (CUCI), esto es, «petróleo, productos derivados del petróleo y productos conexos». Algunos países con industrias de refino de petróleo, como Grecia y los Países Bajos, registran simultáneamente abultadas importaciones y exportaciones brutas dentro de este capítulo.

reales se mantienen sin variación. Entre los demás componentes de la balanza por cuenta corriente, la balanza de rentas solo mejoró ligeramente durante este período, mientras que el saldo no energético se mantuvo relativamente estable<sup>3</sup>. En cambio, las mejoras de la balanza por cuenta corriente registradas en años

**Gráfico B**  
Desagregación de las importaciones y exportaciones de la zona del euro

(en porcentaje del PIB, medias de cuatro trimestres; datos sin desestacionalizar)



Fuentes: Eurostat y BCE.

Notas: La desagregación de las exportaciones e importaciones en componentes energéticos y no energéticos se basa en las estadísticas sobre comercio exterior de Eurostat. El componente no energético incluye servicios. La observación más reciente corresponde al cuarto trimestre de 2015.

anteriores se debieron sobre todo a los avances del saldo no energético resultantes del proceso de reequilibrio externo en la zona del euro. De hecho, desde una perspectiva de más largo plazo, el grueso del ajuste de la balanza por cuenta corriente de alrededor del 4,5 % del PIB desde 2008 se explica por el crecimiento de las exportaciones de la zona del euro como consecuencia del fortalecimiento de la demanda mundial y de las ganancias de competitividad, así como por una contracción de las importaciones en las primeras fases de dicho período.

**Durante el pasado año, las importaciones no energéticas de la zona del euro repuntaron y crecieron a un ritmo algo más rápido que las exportaciones no energéticas (véase gráfico B).**

El valor de las importaciones de bienes y servicios de la zona del euro, excluido el petróleo, se vio impulsado por la recuperación en curso de la demanda interna en la zona.

**El reciente descenso de los precios del petróleo también dio lugar a una mejora significativa de la balanza por cuenta corriente en muchos países de la zona del euro (véase gráfico C).** Entre 2014 y 2015, el déficit energético se redujo en todos los países de la zona del euro en un rango comprendido entre el 1,4 % del PIB en el caso de Chipre y el 0,1 % del PIB en el de Lituania. En muchos países de la zona del euro, la mejora del saldo energético fue el factor que más influyó en la evolución de la balanza por cuenta corriente en 2015. En particular, el incremento del superávit por cuenta corriente de Alemania durante este período también se explica fundamentalmente por la reducción del déficit energético.

**En síntesis, el reciente descenso de los precios del petróleo ha incrementado el superávit de la balanza por cuenta corriente de la zona del euro en casi el 1 % del PIB.** La trayectoria implícita en los mercados de futuros apunta actualmente a un aumento gradual de los precios del petróleo en los próximos años<sup>4</sup>, que, de materializarse, podría revertir parcialmente las mejoras de la balanza por cuenta corriente de la zona del euro relacionadas con el petróleo a medio plazo (véase recuadro 2).

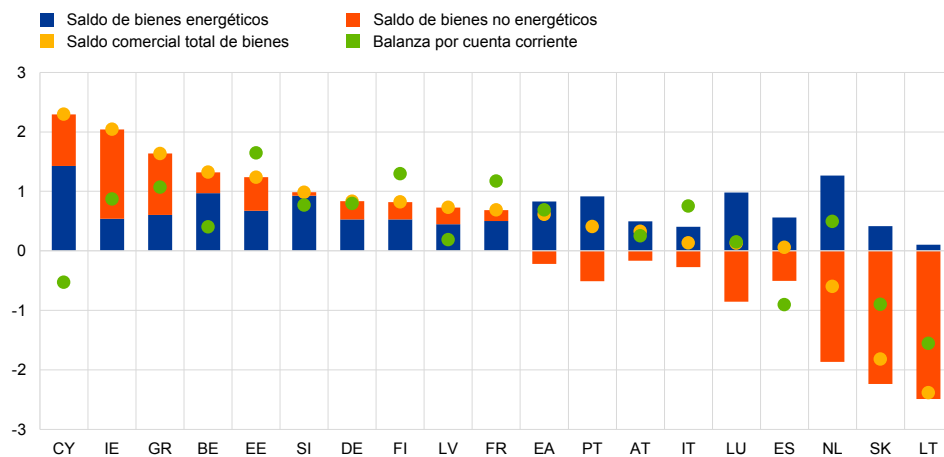
<sup>3</sup> La balanza de rentas incluye rentas primarias (fundamentalmente, rentas netas de inversión) y rentas secundarias (pagos netos de transferencias).

<sup>4</sup> Véase «Proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE para la zona del euro de marzo de 2016», disponible en <http://www.ecb.europa.eu/pub/projections/html/index.en.html>.

### Gráfico C

Desagregación de las variaciones en el saldo comercial de bienes y de las variaciones en la balanza por cuenta corriente entre 2014 y 2015

(en porcentaje del PIB)



Fuentes: Eurostat y BCE.

Notas: El saldo comercial de bienes se ha obtenido de las estadísticas de comercio exterior de Eurostat. Para los países de la zona del euro, la variación medida es la registrada entre la media de los cuatro trimestres transcurridos hasta el tercer trimestre de 2015 y la cifra anual de 2014. La observación más reciente corresponde al tercer trimestre de 2015 para los países de la zona del euro y al cuarto trimestre de 2015 para la zona del euro.

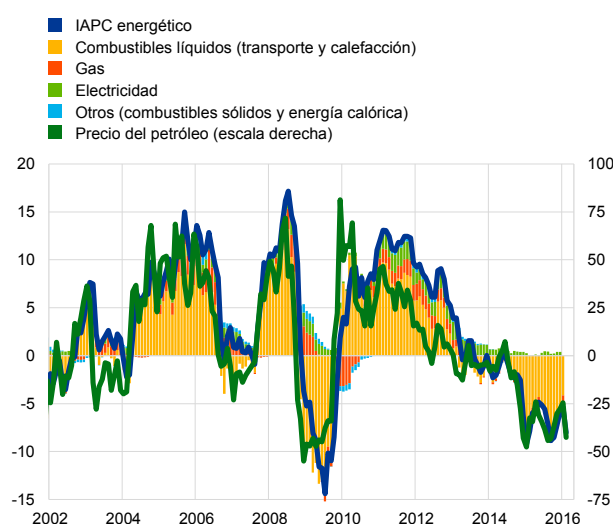
## Recuadro 6

### Los precios del petróleo y los precios de consumo de la energía en la zona del euro

**El importante impacto negativo actual de los precios de la energía sobre la inflación medida por el IAPC general refleja fundamentalmente el efecto**

**Gráfico A**  
Precios del petróleo y componentes energéticos del IAPC

(tasas de variación interanual; contribuciones en puntos porcentuales)



Fuentes: Eurostat, Bloomberg, BPI y cálculos del BCE.

Nota: Las observaciones más recientes corresponden a febrero de 2016 (estimación preliminar del IAPC; desglose no disponible).

**de las variaciones del precio del petróleo en euros**

(véase gráfico A). Sin embargo, no hay una relación biunívoca rigurosa, aunque es bastante estrecha, entre las variaciones de los precios del crudo y los precios de consumo totales de la energía. En concreto, la intensidad y la distribución en el tiempo de esta relación varían según los principales componentes energéticos<sup>1</sup>. Con el trasfondo de las acusadas caídas que han experimentado recientemente los precios del petróleo, en este recuadro se analizan algunos factores relevantes que pueden influir en los movimientos coincidentes de los precios del petróleo y de los precios de consumo de la energía en la zona del euro en términos del grado de automatismo, la magnitud y la distribución en el tiempo. Habida cuenta de que estos factores pueden ser diferentes en los distintos componentes de precios de la energía, se consideran por separado para los combustibles líquidos, el gas y la electricidad.

**Las variaciones de los precios de consumo de los combustibles líquidos reflejan una transmisión directa, completa y rápida de los movimientos de los precios del crudo.**

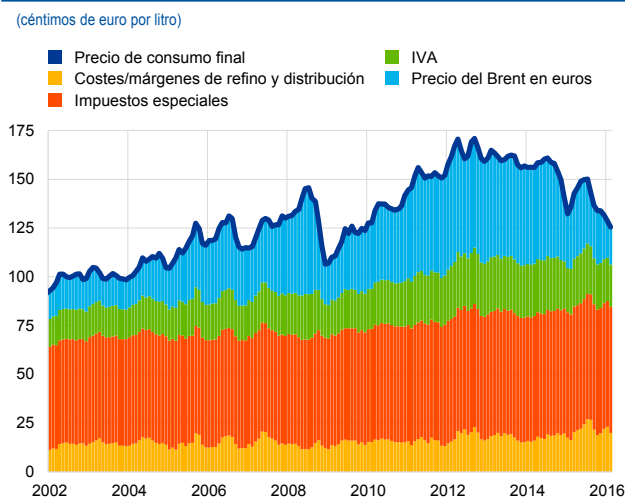
Esta transmisión suele poder detectarse en unas pocas semanas<sup>2</sup>. A muy corto plazo, los costes y los márgenes de refino y distribución tienden a amortiguar ligeramente los movimientos de los precios del crudo, pero su evolución es más estable e independiente en horizontes a más largo plazo. Por ejemplo, los costes y márgenes de la gasolina y los de refino y distribución han aumentado ligeramente desde la segunda mitad de 2015, pero estas variaciones se han visto dominadas por las fluctuaciones muy acusadas que han experimentado los precios

<sup>1</sup> Véase el informe sobre cuestiones estructurales de 2010 (*2010 Structural Issues Report*) titulado «Energy markets and the euro area macroeconomy» [publicado también como Documento Ocasional (*ECB Occasional Paper Series*, N.º 113)]. Véase, en particular, la sección 3.2, titulada «Direct first-round effects».

<sup>2</sup> En promedio, en la zona del euro, aproximadamente el 75 % de las variaciones se transmite en tres semanas, y más del 90 % en cinco semanas. Véase A. Meyler, «The pass through of oil prices into euro area consumer liquid fuel prices in an environment of high and volatile oil prices», *Energy Economics*, vol. 31, número 6, noviembre de 2009, pp. 867-881.

del crudo (véase gráfico B). Los impuestos indirectos representan una parte significativa del precio final de consumo de los combustibles líquidos. Los impuestos

**Gráfico B**  
Descomposición de los precios de consumo de la gasolina



Fuentes: BPI, Bloomberg, Boletín Petrolífero de la Comisión Europea y cálculos del BCE.

especiales se fijan en céntimos de euro por litro y no presentan relación con los precios del petróleo. Los impuestos sobre el valor añadido son un porcentaje del precio, incluidos los impuestos especiales, y, por lo tanto, varían en paralelo a los precios del petróleo. En general, el descenso de alrededor del 25 % de los precios de consumo de los combustibles líquidos en la zona del euro registrado desde julio de 2014 refleja la transmisión prácticamente completa de la pronunciada caída (más del 60 %) de los precios del crudo en euros<sup>3</sup>.

**Los precios de consumo del gas están determinados en gran medida por los precios mayoristas, que no necesariamente se mueven en paralelo a los precios del petróleo.** Tradicionalmente, en Europa, los precios mayoristas del gas (en particular, los precios en frontera) estaban vinculados a los precios

del petróleo por contratos a largo plazo con un retardo de entre tres y seis meses, aproximadamente. No obstante, a medida que los mercados al contado se han ido desarrollando en Europa, este vínculo ha perdido fuerza, lo que implica un posible debilitamiento de la relación entre la evolución de los precios de consumo del gas y los precios del crudo. La proporción de la de formación de los precios del gas en los mercados mayoristas vinculada al petróleo se redujo del 80 % al 30 % entre 2005 y 2014<sup>4</sup>. Pese a esta desvinculación, los precios mayoristas del gas han caído a la par que los del petróleo en los últimos años (véase gráfico C). Con todo, esto es más bien un reflejo del equilibrio entre la oferta y la demanda de gas en Europa que un vínculo automático con las variaciones de los precios del crudo<sup>5</sup>. Los costes y márgenes de las redes y la distribución de gas, así como los impuestos, generan una brecha entre los precios mayoristas y los precios de consumo del gas, como es el caso de los precios de los combustibles líquidos<sup>6</sup>. Los movimientos de los precios mayoristas del gas suelen transmitirse con un breve retardo de tres a seis meses. El retardo en la transmisión significa también que los costes y márgenes de distribución

<sup>3</sup> El elevado porcentaje de impuestos especiales hace que la elasticidad de los precios de consumo a los precios del petróleo (es decir, la variación porcentual del precio de consumo en respuesta a una variación porcentual determinada del precio del petróleo) sea relativamente reducida/elevada con niveles reducidos/elevados de los precios del petróleo.

<sup>4</sup> Véase el documento de la Unión Internacional del Gas titulado *Wholesale Gas Price Survey* – Edición 2015. Véase también el informe de la Comisión Europea titulado *Quarterly Report on European Gas Markets*, volumen 8, número 3, tercer trimestre de 2015.

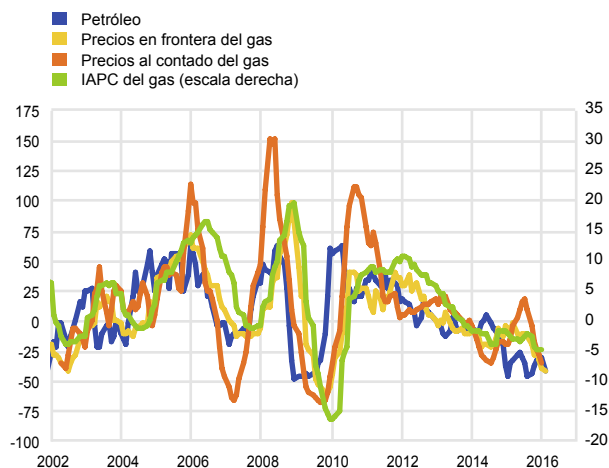
<sup>5</sup> Debido a los costes de transporte del gas (que requieren instalaciones de licuefacción y regasificación), las oportunidades de arbitraje internacional (como con el gas de Estados Unidos) son relativamente limitadas y solo son ventajosas cuando los diferenciales de precios son bastante elevados.

<sup>6</sup> En promedio, en 2014 y 2015 los precios mayoristas representaron aproximadamente el 40 % de los precios de consumo del gas, los costes y márgenes de distribución en torno al 33 %, y los impuestos algo más del 25 %, según cálculos de los expertos del BCE obtenidos a partir de datos de Eurostat y de Haver Analytics.

### Gráfico C

#### Precios del petróleo, precios mayoristas del gas y precios de consumo del gas

(tasas de variación interanual)

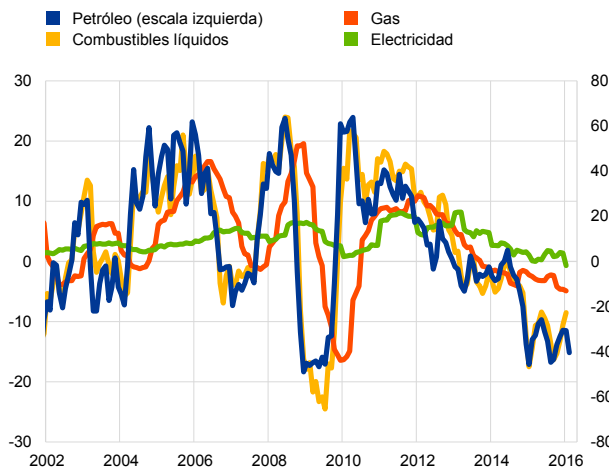


Fuentes: Eurostat, Bloomberg, BPI, Haver Analytics y cálculos del BCE.

### Gráfico D

#### Precios del petróleo y componentes de los precios de consumo de la energía

(tasas de variación interanual)



Fuentes: Eurostat, Bloomberg, BPI y cálculos del BCE.

Nota: Las observaciones más recientes corresponden a febrero de 2016 (petróleo) y enero de 2016 (componentes energéticos del IAPC).

inicialmente tienden a disminuir cuando los precios mayoristas están aumentando, y viceversa, pero para revertir posteriormente. Desde julio de 2014, los precios mayoristas del gas en la zona del euro han descendido un 33 %, y los precios de consumo, aproximadamente un 5 %<sup>7</sup>.

#### Los precios de consumo de la electricidad tienen un débil vínculo directo con la evolución de los precios del petróleo, reflejando las diferentes formas de producción de la electricidad.

Los principales métodos de generación de electricidad en la zona del euro son los combustibles fósiles, como gas o carbón/lignito; la explotación de fuentes de energía renovables, como la energía hidroeléctrica, solar o eólica; y la fisión nuclear. El petróleo rara vez se utiliza para generar electricidad, aunque, debido a los movimientos coincidentes del gas y del petróleo, se ha observado cierta correlación con los precios de la electricidad, pero es mucho más frágil y presenta un retardo mayor que en el caso de los combustibles líquidos o el gas (véase gráfico D). Además, esto sucede principalmente en países en los que el gas es el origen de una parte relativamente elevada de la electricidad generada. En la zona del euro en 2014 (el año más reciente para el que se dispone de datos de Eurostat), casi el 40 %, en promedio, de los precios de consumo de la electricidad correspondió a costes energéticos y de suministro, en torno al 25 % a costes de red, y el resto —aproximadamente el 33 %—, a impuestos y tasas. Desde julio de 2014, los precios de consumo de la electricidad en la zona del euro han aumentado (alrededor de un 1 %), pero disminuyeron marginalmente en términos interanuales a principios de 2016.

#### En general, la actual tasa de variación negativa de los precios de consumo de la energía refleja

#### el impacto de las caídas de los precios del petróleo, principalmente a través de los precios de consumo de los combustibles líquidos.

Los precios de consumo de los combustibles líquidos (transporte y calefacción) —que representan aproximadamente la mitad del componente energético— presentan el vínculo más directo, más estrecho y más rápido con los precios del petróleo. Los precios de consumo del gas y, en particular, de la electricidad suelen tener un vínculo menos

<sup>7</sup> Los precios de consumo del gas han disminuido en todos los países de la zona del euro, con algunas diferencias en cuanto a su magnitud, debido, en parte, a modificaciones de la regulación nacional.

directo y más débil, y responden con un retardo mayor. Tomando como base los precios del petróleo, del gas y de la electricidad, así como los de los mercados de futuros, es probable que los precios de consumo de la energía —no solo los de los combustibles líquidos, sino también los del gas— continúen teniendo un impacto negativo sobre la inflación en 2016, mientras que los precios de consumo de la electricidad probablemente se mantengan moderados.



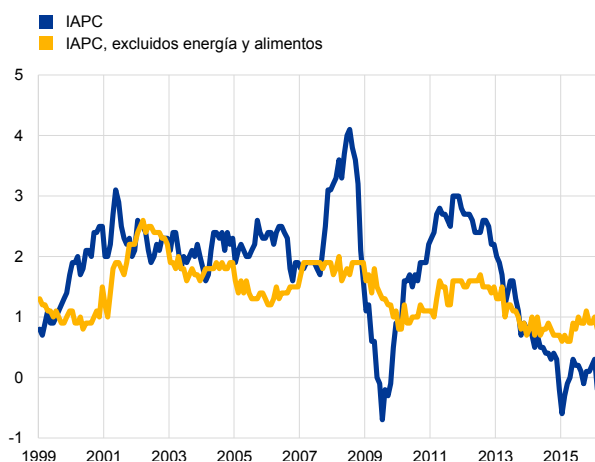
## Recuadro 7

### La relación entre el IAPC y el IAPC, excluidos la energía y los alimentos

**Gráfico A**

Inflación medida por el IAPC e inflación medida por el IAPC, excluidos la energía y los alimentos, en la zona del euro

(tasas de variación interanual)



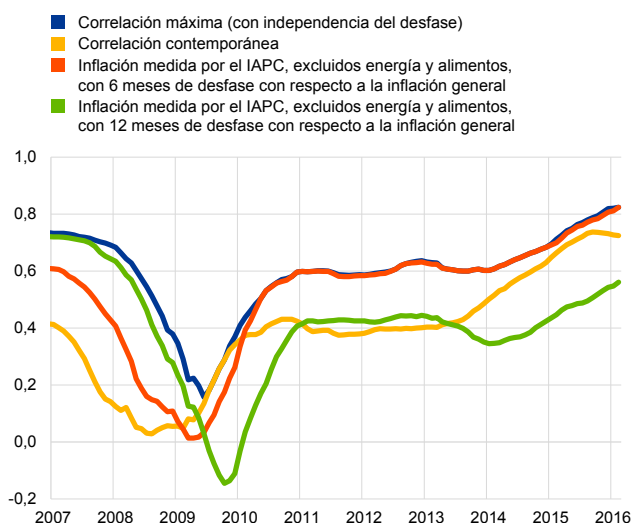
Fuente: Eurostat.

Nota: Las observaciones más recientes corresponden a febrero de 2016.

**Gráfico B**

Correlaciones y estructura de desfases entre la inflación general y la inflación medida por el IAPC, excluidos la energía y los alimentos

(coeficiente de correlación)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Nota: Las correlaciones se calculan para una ventana móvil de ocho años; los resultados son cualitativamente similares al contemplar otros horizontes, como una ventana móvil de cinco años.

Mientras que la inflación medida por el IAPC de la zona del euro ha sido muy baja o incluso negativa desde finales de 2014, la inflación medida por el IAPC, excluidos la energía y los alimentos, ha rondado niveles próximos al 1 % durante el mismo período (véase gráfico A). Ya existen precedentes de una gran diferencia entre la inflación general y la inflación medida por el IAPC, excluidos la energía y los alimentos, aunque en el pasado ha sido más habitual la pauta contraria (en la que la inflación general es más alta). Al situarse la inflación general por debajo del IAPC, excluidos la energía y los alimentos, desde 2014, se ha reavivado el interés por la relación entre ambas medidas de inflación y por el papel de esta última en el análisis económico de la estrategia de política monetaria del BCE.

El IAPC, excluidos la energía y los alimentos, y la inflación general suelen presentar un grado de correlación bastante alto, mostrando la primera un desfase con respecto a la segunda. El desfase con el que la inflación medida por el IAPC, excluidos la energía y los alimentos, está más estrechamente correlacionada con la inflación general se ha reducido desde la crisis financiera. Para ilustrarlo, el gráfico B muestra que, tras la crisis, el grado de correlación con un desfase de seis meses (línea roja) era más elevado que con un desfase de doce meses (línea verde). El hecho de que la inflación medida por el IAPC, excluidos la energía y los alimentos, vaya desfasada a corto plazo con respecto a la inflación general está relacionado principalmente con las diferentes velocidades de transmisión de las perturbaciones de los precios de las materias primas a los distintos componentes del IAPC. Por ejemplo, una perturbación de los precios del petróleo se transmite casi de inmediato al componente energético del IAPC y, por ende, al IAPC general, pero se traslada con un desfase al resto de componentes del IAPC, vía efectos

indirectos y, posiblemente, de segunda vuelta. El desfase más corto con el que se ha producido la correlación máxima en los últimos años puede que indique una transmisión algo más rápida, aunque también podría simplemente reflejar la simultaneidad en el momento y la dirección de las perturbaciones de los precios del petróleo y de otras perturbaciones que afectan a los componentes no energéticos del IAPC.

**La inflación medida por el IAPC, excluidos la energía y los alimentos, es deficiente como indicador predictivo de la evolución de la inflación general para horizontes cortos, pero puede aportar mayor información que la propia inflación general con respecto a las tendencias inflacionistas a medio plazo.**

Esta peor capacidad predictiva a corto plazo de la inflación medida por el IAPC, excluidos la energía y los alimentos, se debe al desfase que presenta con respecto a la inflación general. El cuadro muestra la raíz del error cuadrático medio (RECM) de las predicciones de la inflación general a 3, 6, 12 y 24 meses vista para el IAPC general y el IAPC, excluidos la energía y los alimentos. En el caso de los horizontes más cortos, como a 3 y 6 meses, la inflación general actual proporciona previsiones más precisas que el IAPC actual, excluidos la energía y los alimentos, mientras que este último indicador se comporta mejor a la hora de predecir la inflación general a 12 y 24 meses vista. Esto es coherente con una situación en la que perturbaciones excepcionales en el nivel de precios derivadas de una variación de los precios de las materias primas afectan a la tasa de inflación general únicamente durante los doce meses siguientes, pero no durante un horizonte más largo. La conclusión estadística de que el IAPC, excluidos la energía y los alimentos, presenta una mejor capacidad de predicción de las presiones inflacionistas a medio plazo se deriva del hecho de que incorpora menos «ruido» que la inflación general, tal como confirman todas las medidas de volatilidad presentadas en el cuadro. Así pues, la inflación medida por el IAPC, excluidos la energía y los alimentos, es útil para analizar más allá de las perturbaciones a corto plazo.

**Cuadro**

Media, volatilidad y capacidad predictiva de la inflación general, enero de 1999-febrero de 2016

	Media	Volatilidad			Capacidad de predicción de la inflación general para distintos horizontes			
	Tasa de inflación media	Desviación típica	Coefficiente de variación	Variación absoluta media	RECM 3 meses	RECM 6 meses	RECM 12 meses	RECM 24 meses
Inflación general	1,79	0,95	0,53	0,18	0,50	0,75	1,18	1,36
Inflación medida por el IAPC, excluidos la energía y los alimentos	1,43	0,46	0,32	0,11	0,91	0,95	1,02	1,14

Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Notas: El coeficiente de variación es la desviación típica dividida por la media. La variación absoluta media es la media del valor absoluto de la primera diferencia mensual de cada medida de inflación. El RECM es la raíz cuadrada de la diferencia cuadrática media con respecto a la tasa de inflación general futura a 3, 6, 12 y 24 meses. Los estadísticos se han calculado utilizando tasas de crecimiento anual.

**La inflación medida por el IAPC, excluidos la energía y los alimentos, no es una medida «ideal» de la inflación subyacente<sup>1</sup>.** No hay una definición ampliamente aceptada de inflación subyacente, pero en la práctica cualquiera de las medidas que se utilice debe captar los componentes más persistentes de la inflación y,

<sup>1</sup> Para un análisis más exhaustivo del tema, véase el recuadro titulado «¿Son los subíndices del IAPC medidas de la inflación subyacente?», *Boletín Mensual*, BCE, diciembre de 2013.

de este modo, debe seguir las tendencias de la inflación. Sin embargo, el IAPC, excluidos la energía y los alimentos, puede resultar afectado, en cualquier momento, por factores temporales sin implicaciones a medio plazo (por ejemplo, efectos indirectos de variaciones de los precios de las materias primas, variaciones de los precios administrados, impuestos indirectos o efectos de calendario). Además, los componentes de energía y alimentos excluidos pueden presentar dinámicas más persistentes, debido por ejemplo a las tendencias de los precios de las materias primas, tal como se observó a principios de la pasada década. Estas dinámicas podrían tener implicaciones para la inflación a medio plazo, por lo que deben ser captadas por una medida de la inflación subyacente. El hecho de que los precios de la energía y los alimentos puedan tener un componente persistente se refleja en que la inflación medida por el IAPC, excluidos la energía y los alimentos, es un indicador sesgado de la inflación general a medio plazo, ya que su media a largo plazo se ha situado por debajo de la media de la inflación general. Los precios de la energía han subido a una tasa interanual media ligeramente inferior al 4 % desde 1999, propiciando una brecha entre la inflación general media y el IAPC medio, excluidos la energía y los alimentos.

**El BCE ha formulado su objetivo de estabilidad de precios en términos de la inflación general, debido principalmente a su relevancia para medir el poder adquisitivo de los ciudadanos.**

Lo que les importa a los consumidores es mantener el poder adquisitivo de la moneda, medido por el índice de precios más representativo, incluidos la energía y los alimentos (que suponen alrededor del 30 % de la cesta de consumo). Además, toda medida de inflación que excluya algunos artículos de la cesta de consumo conlleva un cierto grado de arbitrariedad, que podría socavar la credibilidad del objetivo de política monetaria.

**La orientación a medio plazo de la política monetaria del BCE garantiza que no se haga excesivo hincapié en la evolución de la inflación a corto plazo.**

El grado sumamente imperfecto de control que los bancos centrales pueden ejercer sobre cualquier medida de inflación a corto plazo es una de las razones fundamentales por las que la estrategia de política monetaria del BCE se ha articulado en términos de estabilización de la inflación a medio plazo. La orientación a medio plazo de la política monetaria permite ignorar la evolución transitoria y centrarse en las tendencias inflacionistas subyacentes. Aunque el banco central puede, en determinadas circunstancias, alargar la duración del horizonte de medio plazo en el que se ha comprometido que la inflación vuelva a ser acorde con su objetivo, este horizonte no puede prolongarse hasta tal punto que los ciudadanos ya no puedan comprobar, de ninguna manera razonable, si se ha cumplido o no el objetivo del banco central.

**En línea con estas consideraciones, todos los bancos centrales de las principales economías industrializadas centran su atención en la inflación general a la hora de formular sus objetivos de estabilidad de precios.**

Aun así, muchos bancos centrales, incluyendo el BCE, realizan un seguimiento de una amplia gama de medidas de la inflación subyacente, que hacen abstracción de la volatilidad a corto plazo, para calibrar las tendencias inflacionistas. Además de la inflación

medida por el IAPC, excluidos la energía y los alimentos, el BCE efectúa un seguimiento de distintas medidas de la inflación basadas en la exclusión de componentes y de medidas basadas en modelos, así como de la evolución de las expectativas de inflación a largo plazo<sup>2</sup>.

---

<sup>2</sup> Véanse el recuadro titulado «¿Ha llegado la inflación subyacente a un punto de inflexión?», *Boletín Económico*, BCE, julio de 2015, y el artículo titulado «[Las expectativas de inflación en la zona del euro: análisis de la evolución reciente](#)», *Boletín Mensual*, BCE, febrero de 2011.

## Recuadro 8

### El procedimiento de desequilibrios macroeconómicos de 2016 y la implementación de las recomendaciones específicas para cada país de 2015

**El procedimiento de desequilibrios macroeconómicos de 2016 representa la quinta ocasión en la que se ha aplicado esta herramienta de vigilancia macroeconómica desde su establecimiento en noviembre de 2011.** Este procedimiento trata de evitar la aparición de desequilibrios macroeconómicos perjudiciales en los países de la UE y de corregirlos cuando sean excesivos. Tras una primera revisión en otoño a partir de un conjunto de indicadores, la Comisión Europea realiza un examen exhaustivo a un grupo seleccionado de países (como parte de sus informes anuales por países), con el fin de determinar la gravedad de los posibles desequilibrios. Si se detectan desequilibrios, el Estado miembro en cuestión recibe recomendaciones del Consejo de la Unión Europea (basadas en las recomendaciones de la Comisión) dentro del componente preventivo del procedimiento. En cambio, si se considera que los desequilibrios son excesivos, el procedimiento de desequilibrio excesivo debería iniciarse a partir de una recomendación de la Comisión<sup>1</sup>. Con arreglo a este componente corrector del procedimiento, es necesario presentar un plan de acción correctiva en el que se explicará cómo se hará frente a estos desequilibrios excesivos. En caso de incumplimiento reiterado de la obligación de presentar un plan adecuado o de incumplimiento de uno aprobado con anterioridad, el Consejo puede imponer sanciones económicas al país de la zona del euro en cuestión.

#### Resultado de la evaluación por parte de la Comisión Europea del procedimiento de desequilibrios macroeconómicos de 2016

**El pasado 8 de marzo, la Comisión Europea determinó que cinco países registran desequilibrios excesivos (Bulgaria, Francia, Croacia, Italia y Portugal; véase cuadro A).** El año pasado ya se había constatado la existencia de desequilibrios excesivos en estos cinco países. La Comisión ha detectado desequilibrios en Alemania, Irlanda, España, Países Bajos, Eslovenia, Finlandia y Suecia. Para estos países no es posible realizar una comparación directa con las evaluaciones llevadas a cabo por la Comisión en 2015, debido a que este año se

<sup>1</sup> Véase el considerando 22 del Reglamento (UE) n° 1176/2011 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 16 de noviembre de 2011, relativo a la prevención y corrección de los desequilibrios macroeconómicos.

## Cuadro A

### Conclusiones de la Comisión Europea sobre el procedimiento relativo a los desequilibrios macroeconómicos de 2016

(1) Sin desequilibrios		(2) Desequilibrios				(3) Desequilibrios excesivos		(4) Desequilibrios excesivos y aplicación del componente corrector	
2015	2016	2015			2016	2015	2016	2015	2016
		i) Medidas	ii) Medidas decididas	iii) Medidas decididas y seguimiento específico	Distintos grados de seguimiento específico	Seguimiento específico			
CZ	BE*	BE	DE	IE	DE	BG	BG		
DK	CZ	NL	HU	ES	IE	FR**	FR		
EE	DK	RO		SI	ES	HR**	HR**		
LV	EE*	FI			NL	IT	IT		
LT	LV	SE			SI	PT	PT**		
LU	LT	UK			FI				
MT	LU				SE				
AT	HU*								
PL	MT								
SK	AT*								
	PL								
	RO*								
	SK								
	UK*								

Fuente: Comisión Europea.

Notas: En 2015, los países con desequilibrios se dividieron en tres categorías: i) desequilibrios que requieren medidas y seguimiento; ii) desequilibrios que requieren medidas decididas y seguimiento, y iii) desequilibrios que requieren medidas decididas y un seguimiento específico. En 2016, estas tres categorías se han fusionado. Ahora, la Comisión Europea prevé realizar un seguimiento específico (de distinto alcance) de todos los países con desequilibrios y con desequilibrios excesivos. \* Países objeto de un examen exhaustivo en 2016. Se consideró que los demás países de esta columna no registraban desequilibrios en la primera fase del procedimiento de desequilibrios macroeconómicos, el informe sobre el mecanismo de alerta. \*\* En el caso de Croacia y Portugal, la Comisión examinará específicamente si sus programas nacionales de reformas incluyen medidas suficientemente ambiciosas. Solo en tal caso la Comisión no recurrirá al componente corrector. En 2015 se siguió este mismo procedimiento con Francia y Croacia.

han fusionado tres de las categorías de evaluación del año pasado<sup>2</sup>. La nueva categoría abarca todos los desequilibrios que no sean lo bastante graves como para ser considerados «excesivos». Otra de las novedades de este año se refiere a la decisión de la Comisión de realizar un «seguimiento específico» de todos los países incluidos en esta nueva categoría. No obstante, este proceso de seguimiento, que el año pasado solo se aplicó a los países con desequilibrios más graves, será diferente de unos países a otros en función de la gravedad de la situación. Además, la Comisión dio por concluidos los procedimientos relativos a Bélgica, Hungría, Rumanía y el Reino Unido, tras constatar que ya no registran los desequilibrios detectados el año pasado. También determinó que Estonia y Austria, países que también se habían seleccionado este año para un examen exhaustivo, no presentan desequilibrios. Por tanto, en conjunto, el número de países sin desequilibrios ha aumentado con respecto al año pasado. Sin embargo, esto parece ser más producto de la mayor atención prestada a los países con desequilibrios más graves que el resultado de la adopción de medidas satisfactorias, ya que la implementación de reformas ha sido, en líneas generales, bastante limitada (véase cuadro B).

#### Aunque ha identificado desequilibrios excesivos en cinco países, la Comisión Europea no propone activar el procedimiento de desequilibrios excesivos

(es decir, el componente corrector del procedimiento). Por lo tanto, nuevamente ha optado por no utilizar todas las medidas disponibles. Aun así, ha instado a los países

<sup>2</sup> Tres antiguas categorías («desequilibrios que requieren medidas y seguimiento», «desequilibrios que requieren medidas decididas y seguimiento» y «desequilibrios que requieren medidas decididas y seguimiento específico») se han fusionado en una categoría, «desequilibrios».

con desequilibrios excesivos a que propongan medidas ambiciosas en sus programas nacionales de reformas (que han de presentarse antes de abril). En el caso de Croacia y de Portugal, la Comisión ha señalado expresamente que examinará detenidamente esos programas, así como que, si no incluyen las medidas necesarias, se planteará la apertura del procedimiento de desequilibrios excesivos para estos dos países en mayo de 2016.

**Para garantizar la credibilidad y la eficacia del procedimiento de desequilibrios macroeconómicos, es esencial realizar una verificación posterior de que las autoridades nacionales realmente implementan las reformas a las que se han comprometido.** En este contexto, la Comisión realiza una evaluación anual para determinar hasta qué punto han seguido los países las recomendaciones específicas. En el caso de recomendaciones específicas para cada país de 2015, la evaluación del grado de implementación se incluye en los informes por países publicados por la Comisión el 26 de febrero de 2016.

## Evaluación de la implementación de las recomendaciones específicas para cada país de 2015

**En conjunto, los Estados miembros de la UE todavía no han hecho lo suficiente para implementar reformas en respuesta a las recomendaciones específicas para cada país de 2015** (véase cuadro B). La Comisión considera que los progresos en la implementación de la gran mayoría de las recomendaciones de reforma (más del 90 %) solo han sido «moderados» o «limitados», mientras que

**Cuadro B**

Evaluación de la implementación de las recomendaciones específicas para cada país de 2015 realizada por la Comisión Europea

	BE	BG	CZ	DK	DE	EE	IE	ES	FR	HR	IT	LV	LT	LU	HU	MT	NL	AT	PL	PT	RO	SI	SK	FI	SE	UK	
REP 1																											Sin evaluar
REP 2																											Implementadas íntegramente
REP 3																											Implementadas en su mayor parte
REP 4																											Implementadas de forma moderada
REP 5																											Implementadas de forma limitada
REP 6																											No se han implementado
Categoría en el PDE de 2016	(1)	(3)	(1)	(1)	(2)	(1)	(2)	(2)	(3)	(3)	(3)	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)	(2)	(1)	(1)	(3)	(1)	(2)	(1)	(2)	(2)	(1)	

Fuente: Comisión Europea.

Notas: «No se han implementado» significa que el Estado miembro no ha anunciado ni adoptado ninguna medida para cumplir las recomendaciones. Esta categoría también es aplicable si un Estado miembro ha encargado a una comisión de estudio que evalúe las posibles medidas. «Implementadas de forma limitada» significa que el Estado miembro ha anunciado la adopción de algunas medidas para cumplir las recomendaciones, pero parecen ser insuficientes y/o su adopción o aplicación corre peligro. «Implementadas de forma moderada» significa que el Estado miembro ha anunciado o adoptado medidas para cumplir las recomendaciones. Las medidas son alentadoras, pero aún no se han aplicado todas y su aplicación no es segura en todos los casos. «Implementadas en su mayor parte» significa que el Estado miembro ha adoptado medidas que se han aplicado en su mayoría y que están decididamente orientadas a cumplir las recomendaciones. «Implementadas íntegramente» significa que el Estado miembro ha adoptado y aplicado adecuadamente medidas para cumplir las recomendaciones. La categoría «Sin evaluar» es aplicable a los casos en que la REP 1 se refiere, en su mayor parte o de manera exclusiva, al Pacto de Estabilidad y Crecimiento, cuyo cumplimiento será evaluado por la Comisión Europea en la primavera de 2016.

En relación con los nombres de las categorías del procedimiento de desequilibrios macroeconómicos de 2016, véase el cuadro A.

únicamente unas pocas se han implementado «en su mayor parte» o «íntegramente». Este tímido impulso reformista contrasta claramente con la conclusión del año pasado de que un número cada vez mayor de países registraban desequilibrios excesivos. Pese a su mayor vulnerabilidad, los cinco países respecto de los que el año pasado se consideró que presentaban desequilibrios excesivos no alcanzaron, en promedio, tasas de implementación mucho mayores que el Estado miembro promedio de la UE. Como se ha señalado anteriormente, se trata de una cuestión preocupante, porque esos países se comprometieron a poner en marcha una ambiciosa agenda de reformas en 2015, convenciendo así a la Comisión para que no aplicase el procedimiento de desequilibrios excesivos. Esto suscita dudas acerca de la fiabilidad de los anuncios de reformas *ex ante* a la hora de decidir si se aplica o no el procedimiento de desequilibrio excesivo.

**De hecho, el esfuerzo reformista ha decaído aún más, pese al menor número de recomendaciones específicas para cada país.** El año pasado, la Comisión concluyó que la mayoría de los países solo habían implementado «de forma moderada» o «de forma limitada» las recomendaciones específicas de 2014. Este año, el número de países que han «implementado en su mayor parte» o «íntegramente» las recomendaciones específicas es aún menor (4%, frente al 7% de 2014). Esta pérdida adicional de impulso reformista es todavía más preocupante si se tiene en cuenta que la Comisión ha reducido considerablemente el número de recomendaciones específicas para cada país (recortándolas en un tercio, de 157 en 2014 a 102 en 2015), con el fin de permitir que los Estados miembros centren su atención en asuntos prioritarios fundamentales de relevancia macroeconómica y social.

**En conjunto, los Estados miembros han aplicado un número proporcionalmente más reducido de recomendaciones sobre políticas del mercado de productos que sobre políticas del mercado laboral.** Según la evaluación de la Comisión, los progresos realizados han sido «nulos» o «limitados», teniendo en cuenta que aproximadamente el 70% de las recomendaciones específicas para cada país exigían reformas del mercado de productos. La tasa de implementación de reformas en el mercado laboral ha sido sustancialmente mejor, ya que se han aplicado alrededor del 50% de las recomendaciones específicas para cada país. Entre los ejemplos de recomendaciones específicas relacionadas con el mercado de productos figuran los llamamientos para que los Estados miembros: i) reduzcan las barreras que impiden la entrada de nuevas empresas a las industrias en red (energía, transporte, comunicaciones, etc.); ii) faciliten el acceso al ejercicio a profesiones con mayores barreras de entrada, y iii) mejoren sus marcos regulatorios para fomentar la competencia y, con carácter más general, promover unas condiciones favorables para las empresas. La consecución de mejoras en todas estas áreas es clave para alcanzar un crecimiento más elevado de la productividad.

**Tampoco se ha prestado especial atención a las políticas para fomentar la inversión.** Las reformas con el potencial de estimular el crecimiento de la inversión en Europa abarcan una amplia gama de políticas económicas. Además de la regulación específica de ciertos sectores y de la calidad regulatoria (en el área



de las reformas del mercado de productos), aspectos como el trabajo y la educación, la fiscalidad, la investigación e innovación, la administración pública, los marcos de insolvencias y, con carácter más general, el clima empresarial también desempeñan un papel importante. Habida cuenta de la especial relevancia que los Estados miembros han otorgado a esta cuestión<sup>3</sup>, así como del plan de inversiones de la Comisión para reactivar la inversión, era de esperar una tasa de implementación de esas reformas más elevada. Según la Comisión, los progresos realizados por los Estados miembros en la implementación de casi todas las recomendaciones específicas para cada país relacionadas con la inversión no son más que «moderados» o «limitados».

**La utilización íntegra y eficaz de todos los instrumentos disponibles en el marco del procedimiento de desequilibrios macroeconómicos, incluyendo su componente corrector, podría ayudar a acrecentar el impulso reformista.**

Esta ralentización adicional observada en la implementación de reformas contrasta claramente con la necesidad de hacer frente a las importantes vulnerabilidades que persisten en muchos países de la zona del euro y con la necesidad de aumentar la capacidad de resistencia. Los insatisfactorios resultados de los países a este respecto indican que los compromisos de política asumidos por los Estados miembros en sus programas nacionales de reformas y los reiterados llamamientos de la Comisión para que se tomen medidas decididas constituyen unos mecanismos de ejecución insuficientes. Las herramientas disponibles en el contexto del componente corrector podrían contribuir a los esfuerzos reformistas, aumentando así la capacidad de resistencia de los países y mejorando el funcionamiento de la UEM.

<sup>3</sup> Según se indicó, por ejemplo, en la primera de las Orientaciones generales de política económica aprobadas por el Consejo el 18 y 19 de junio de 2015, que se centra en el «fomento de la inversión».