

Recuadro 1

Índice Armonizado de Precios de Consumo – Efecto de la Semana Santa y mejora del método de desestacionalización

En este recuadro se explican las mejoras realizadas por el BCE en el método de desestacionalización de los IAPC de la zona del euro tras la revisión efectuada recientemente y la introducción de un ajuste por efectos de calendario. Dado que la estacionalidad y la configuración del calendario influyen en las tasas de variación intermensual del IAPC, el análisis de la inflación a corto plazo se beneficia del ajuste estacional. Asimismo, es probable que la configuración del calendario tenga un impacto en las tasas de inflación interanual, especialmente en períodos que se ven afectados por los cambios de fecha de los festivos. Según las estimaciones del BCE, la tasa de crecimiento interanual del IAPC de los servicios de la zona del euro aumentó 0,1 puntos porcentuales en marzo de 2016 por el hecho de que la Semana Santa fuera en marzo, mientras que en 2015 tuvo lugar en abril.

Las fluctuaciones estacionales son movimientos en períodos inferiores a un año que se producen en el mismo período de un año natural y tienen un impacto similar en las series temporales; la magnitud de estas fluctuaciones puede variar con el tiempo. Entre las posibles causas de la estacionalidad se incluyen las condiciones climatológicas, las circunstancias relacionadas con medidas de carácter administrativo –como las fechas de las vacaciones escolares–, y los hábitos y las tradiciones –como las compras navideñas–. Las convenciones utilizadas en la elaboración del IAPC también pueden influir (por ejemplo, la cobertura de los precios de bienes y servicios cuyas variaciones muestran un patrón estacional). Los efectos de calendario están asociados a su configuración, que puede variar cada año, como sucede con la fechas de la Semana Santa. Algunos ejemplos de efectos estacionales en el IAPC son la estacionalidad de los índices de precios de la fruta fresca y de las legumbres y hortalizas, de las vacaciones organizadas de invierno y de verano, y de los artículos de vestir y el calzado. Las fluctuaciones estacionales del IAPC de la zona del euro se han acentuado con el tiempo, debido, en particular, a la armonización gradual de conceptos y métodos estadísticos relativos a los precios que muestran estacionalidad. Así, por ejemplo, en 2001 se introdujo una cobertura exhaustiva de los precios de venta de los artículos de vestir y del calzado.

En el año 2000, el BCE comenzó a elaborar IAPC desestacionalizados de los países de la zona del euro con el fin de ampliar el conjunto de herramientas de análisis más allá de los datos proporcionados por los institutos de

estadística¹. El IAPC total desestacionalizado de la zona del euro se elabora indirectamente agregando los subíndices desestacionalizados de precios de los alimentos elaborados, de los alimentos no elaborados, de los bienes industriales excluida la energía, y de los servicios, así como la serie sin desestacionalizar de precios de la energía. Este procedimiento se ha revisado y se van a introducir mejoras en el método de desestacionalización de los IAPC de los servicios y de los bienes industriales no energéticos². El componente de alimentos elaborados y el correspondiente a alimentos no elaborados prácticamente no se verán afectados, mientras que el IAPC de la energía continúa sin mostrar un perfil estacional identificable.

Estimación del efecto de la Semana Santa en el IAPC de los servicios

Antes de la revisión efectuada, el IAPC de la zona del euro y sus componentes no se ajustaban de efectos de calendario. Aunque el número de días laborables o de apertura de los comercios suele tener un impacto acusado en términos de efectos de calendario sobre el PIB, la producción industrial y el comercio al por menor, la distinta configuración de los días laborables y de los fines de semana no incide en los precios de consumo. Sin embargo, las fechas de la Semana Santa pueden afectar sustancialmente al nivel de los precios de los servicios en marzo y abril, sobre todo en lo que se refiere a vacaciones organizadas, servicios de alojamiento y billetes de avión, ya que los precios de estos servicios se registran en el IAPC en el momento en que se prestan, por ejemplo, cuando se inicia un viaje organizado. El análisis del efecto de la Semana Santa en los países de la zona del euro muestra que es posible realizar una estimación fiable de su impacto³. En el gráfico A se observa que, tras la reciente revisión efectuada por el BCE, las tasas de variación intermensual negativas de los últimos diez años que se registraron en abril cuando la Semana Santa cayó en marzo (como en 2008 y 2013) o a principios de abril (en 2010 y 2015), experimentaron cambios significativos con la introducción de un ajuste de efectos de calendario. El ajuste por el efecto de la Semana Santa se tradujo en una disminución de la desviación típica de las tasas de variación intermensual de 0,13 puntos porcentuales a 0,08 puntos porcentuales, y el descenso más pronunciado de estas tasas se produjo en abril de 2013 (de -0,41% a 0,06%).

¹ Tradicionalmente, la mayoría de los institutos de estadística no calculan series ajustadas de estacionalidad de los índices de precios. En el informe titulado «Seasonal adjustment of monetary aggregates and HICP for the euro area», publicado en el año 2000, se describe el método de desestacionalización del IAPC de la zona del euro utilizado por el BCE. Para más información, véase el recuadro titulado «Análisis de la evolución del IAPC sobre la base de datos desestacionalizados», Boletín Mensual, BCE, enero de 2001.

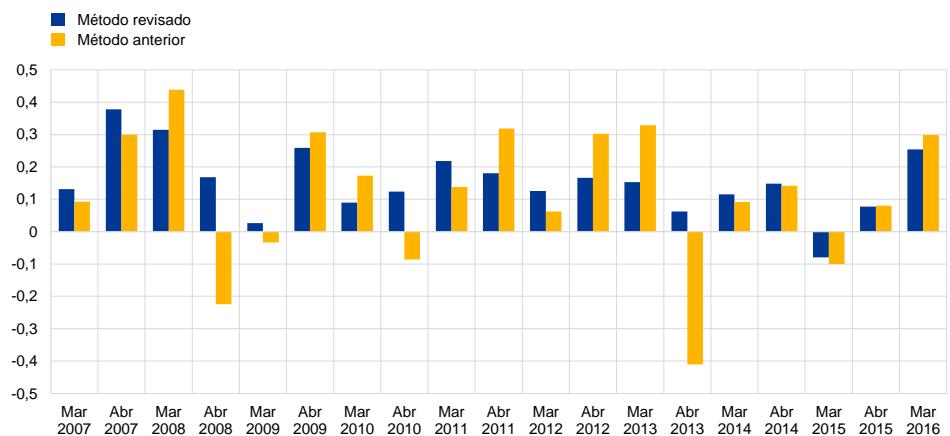
² Los datos correspondientes de la sección estadística del Boletín Económico empezarán a publicarse con arreglo a la nueva metodología a partir de mediados de mayo de 2016.

³ La estimación del efecto de la Semana Santa en el IAPC de los servicios de la zona del euro se basa en la fecha de la Semana Santa católica/la Pascua protestante. El complejo y pronunciado efecto de la Pascua en Alemania se calcula por separado y lo facilita el Bundesbank.

Gráfico A

IAPC de los servicios de la zona del euro en marzo y abril

(tasas de variación intermensual; porcentajes; datos desestacionalizados)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Mejoras introducidas en el IAPC de los bienes industriales no energéticos

El método de desestacionalización de los bienes industriales no energéticos se ha mejorado mediante un tratamiento explícito de diversas rupturas de las series estadísticas (véase gráfico B). Una de estas rupturas se debió a la introducción de un tratamiento armonizado de las reducciones de precios⁴ en los Estados miembros de la UE en 2001⁵. Desde ese año, los precios rebajados de las prendas de vestir y del calzado se han incluido de manera general en los IAPC de los países de la zona del euro, lo que habitualmente se ha plasmado en caídas en los tradicionales períodos de rebajas del final de las temporadas de invierno y de verano. Otra ruptura de las series se produjo como consecuencia de la introducción, en 2011, del Reglamento sobre el tratamiento de los productos de temporada en el IAPC⁶. Esto se tradujo en unos patrones estacionales más pronunciados, relacionados principalmente con el tratamiento estadístico de las prendas de fuera de temporada, cuyos precios dejaron de mantenerse constantes.

⁴ Reglamento (CE) nº 2601/2000 de la Comisión.

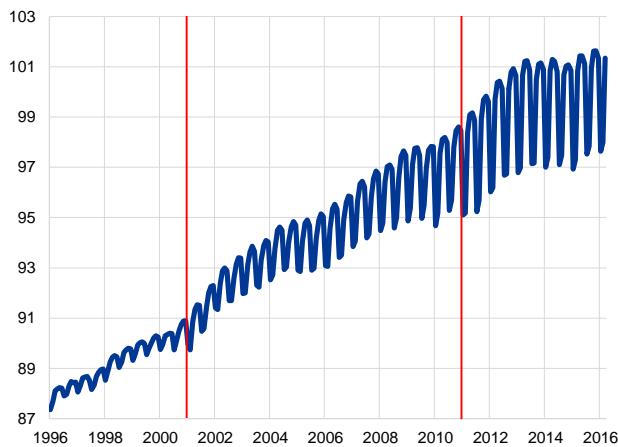
⁵ Desde el año 2000 en Bélgica, España e Italia.

⁶ Reglamento nº 33/2009 sobre el tratamiento de los productos de temporada en el IAPC. Para más detalles, véase el recuadro titulado «Cambios metodológicos en la elaboración del IAPC y su impacto sobre los datos más recientes», *Boletín Mensual*, BCE, abril de 2011.

Gráfico B

IAPC de bienes industriales no energéticos de la zona del euro

(2015 = 100; sin desestacionalizar)



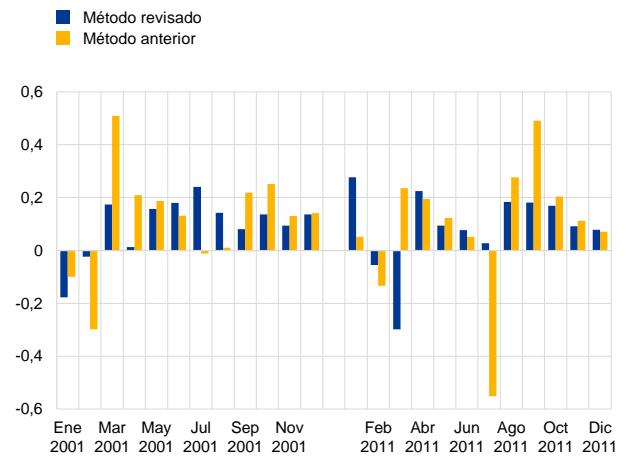
Fuente: Eurostat.

Nota: Las líneas verticales corresponden a los años de cambios metodológicos importantes.

Gráfico C

IAPC de bienes industriales no energéticos de la zona del euro tras las rupturas de 2001 y 2011

(tasas de variación intermensual; porcentajes; datos desestacionalizados)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Sin ajustar por estas rupturas, el IAPC desestacionalizado de los bienes industriales no energéticos de la zona del euro registró períodos de volatilidad no deseada antes y después de las rupturas. El método de desestacionalización se ha mejorado dividiendo la serie temporal en tres segmentos: hasta diciembre de 2000, entre enero de 2001 y diciembre de 2010, y desde enero de 2011⁷. En el gráfico C se muestra que la mejora del ajuste evita distorsiones en los datos desestacionalizados en períodos anteriores y posteriores a las rupturas.

Efecto combinado en el IAPC total

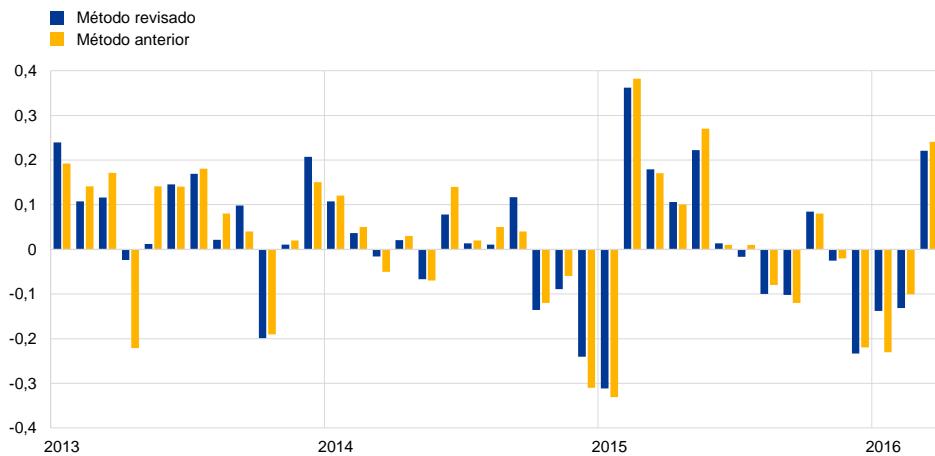
La revisión del método de desestacionalización y la introducción de un ajuste por Semana Santa se han traducido en unos IAPC desestacionalizados de la zona del euro más útiles a efectos de análisis y de predicción. La estimación adecuada de los efectos estacionales y de calendario es un elemento importante en el seguimiento de la evolución de la inflación a corto plazo y puede reducir la incertidumbre en la predicción de la inflación medida por el IAPC afectada por estos efectos. La introducción de un ajuste por Semana Santa y de un tratamiento explícito de las rupturas de las series estadísticas ha mejorado la calidad estadística de los índices ajustados. Con todo, las diferencias entre las tasas de crecimiento intermensual del IAPC total calculadas con los métodos utilizados antes y después de la revisión son moderadas (un promedio de 0,04 puntos porcentuales en términos absolutos), concentrándose las mayores diferencias en torno a la Semana Santa (véase gráfico D).

⁷ En España, el Instituto Nacional de Estadística (INE) reconstruyó los datos del IAPC de los bienes industriales no energéticos hasta 2010. En consecuencia, el método de desestacionalización revisado del BCE considera por separado el IAPC de estos bienes para España.

Gráfico D

IAPC total de la zona del euro

(tasas de variación intermensual; porcentajes; datos desestacionalizados)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Recuadro 2

Tendencias salariales recientes en la zona del euro

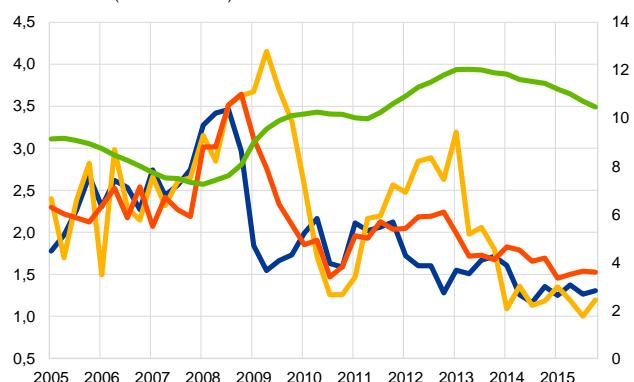
El crecimiento de los salarios se ha mantenido en niveles relativamente reducidos en la zona del euro, pese al entorno de mejora de los mercados de trabajo. En el cuarto trimestre de 2015, la tasa de crecimiento interanual de la remuneración por asalariado se situó en el 1,3%, una de las tasas más bajas observadas desde el inicio de la unión monetaria. El avance de los salarios negociados es más vigoroso, pero también registró mínimos históricos en 2015. Al mismo tiempo, aunque la tasa de paro todavía es elevada, lleva descendiendo desde el segundo trimestre de 2013, lo que indica que el grado de holgura del mercado de trabajo ha disminuido.

Gráfico A

Crecimiento de los salarios y tasa de paro en la zona del euro

(tasa de crecimiento interanual; porcentajes)

- Remuneración por asalariado
- Remuneración por hora trabajada
- Salarios negociados
- Paro (escala derecha)



Fuentes: Eurostat y cálculos de los expertos del BCE.

El crecimiento de los salarios no solo ha sido reducido, sino que las proyecciones también han sobreestimado sistemáticamente su evolución.

El gráfico B presenta las previsiones de crecimiento de la remuneración por asalariado en distintas proyecciones elaboradas por expertos del Eurosistema/BCE desde 2013. Estas previsiones (líneas sombreadas en gris) sitúan el crecimiento de la remuneración por asalariado por encima de los resultados observados (línea negra). Este patrón indica que el crecimiento de la remuneración por asalariado supuso una sorpresa a la baja.

Los errores de predicción negativos del avance de la remuneración por asalariado han ido acompañados de errores positivos sobre el crecimiento del empleo (véase gráfico C). Ciertamente, en los últimos trimestres, el crecimiento del empleo ha sido más acusado de lo esperado y la tasa de paro ha descendido a un ritmo más rápido de lo

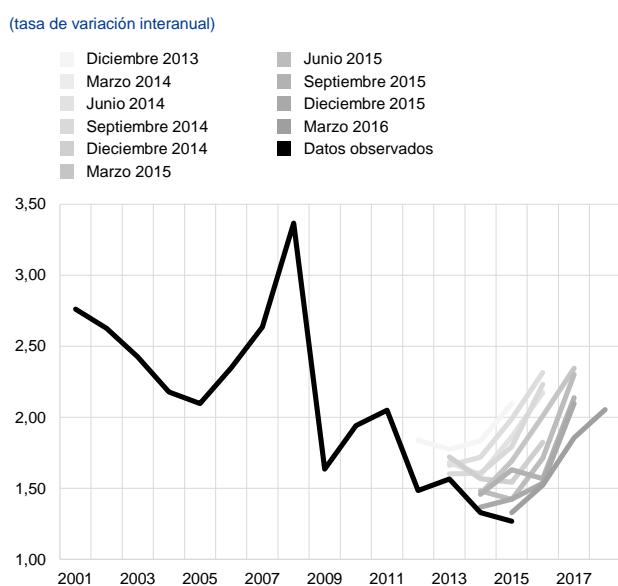
previsto. Las sorpresas positivas sobre el crecimiento del empleo y la moderación salarial superior a la esperada podrían estar relacionadas en cierta medida con las reformas estructurales acometidas en los mercados de trabajo con el objetivo de aumentar la flexibilidad de estos mercados y reducir las rigideces nominales.

La persistencia de un alto grado de holgura es un factor clave de la caída de la inflación salarial. Aunque el mercado de trabajo de la zona del euro esté mejorando, la alta tasa de paro sigue apuntando a la existencia de una amplia oferta de mano de obra disponible. El cálculo del grado de holgura del mercado de trabajo está rodeado de una elevada incertidumbre y la tasa de paro observada podría subestimar el grado de holgura real en la economía. Por ejemplo, el porcentaje de

personas en situación de subempleo, es decir, trabajadores a tiempo parcial que desean trabajar más horas, y el de trabajadores desanimados aumentó durante la crisis¹ y esto no se refleja completamente en la tasa de paro observada.

Gráfico B

Crecimiento de la remuneración por asalariado

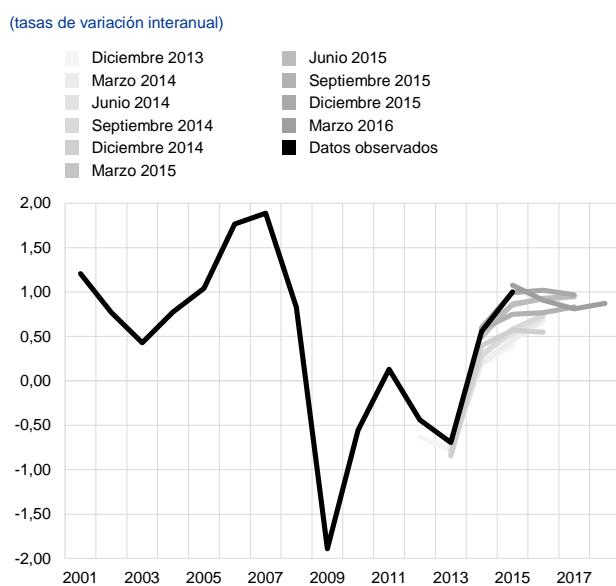


Fuentes: Eurostat y cálculos de los expertos del BCE.

Nota: La línea continua negra se refiere a datos históricos publicados por Eurostat, mientras que las líneas grises corresponden a la previsión de crecimiento en proyecciones seleccionadas.

Gráfico C

Crecimiento del empleo



Fuentes: Eurostat y cálculos de los expertos del BCE.

Nota: Previsiones de proyecciones seleccionadas. La línea continua negra se refiere a datos históricos publicados por Eurostat, mientras que las líneas grises corresponden a la previsión de crecimiento en proyecciones seleccionadas.

Por otra parte, las reformas laborales introducidas desde la crisis podrían haber alterado el funcionamiento de este mercado. El objetivo de estas reformas era aumentar la capacidad de respuesta de los salarios a la situación del mercado de trabajo suprimiendo los sistemas de indexación salarial y reduciendo la protección de los trabajadores. De hecho, se dispone de evidencia de que las rigideces salariales a la baja disminuyeron cuando la crisis se prolongó². Si los mercados de trabajo todavía se encuentran en una fase de ajuste, el impacto de las reformas laborales supondría que, durante un período de tiempo determinado, la reducción del grado de holgura iría acompañada de un crecimiento bajo de los salarios. Del mismo modo, actualmente, los salarios podrían reflejar rigideces nominales prevalecientes en el pasado: las rigideces nominales a la baja podrían haber impedido un ajuste suficiente de los salarios al grado de holgura durante la fase contractiva, obstaculizando un crecimiento más acusado de los salarios en la fase expansiva.

¹ Véase BCE (2015) «Comparisons and contrasts of the impact of the crisis on euro area labour markets», *Occasional Paper Series*, nº. 159, capítulo 2.4. Los trabajadores desanimados no se cuentan como parados, y por tanto no se incluyen en el cálculo de la brecha de desempleo.

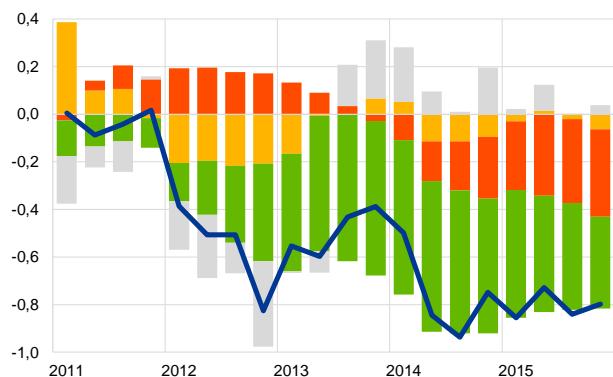
² R. Anderton y B. Bonthuis (2015), «Downward Wage Rigidities in the Euro Area», Nottingham University Centre for Research on Globalisation and Economic Policy (GEP), *Discussion Papers Series*, nº 2015/09.

Gráfico D

Descomposición del crecimiento de los salarios basada en un modelo de curva de Phillips

(desviaciones de la media en tasa de crecimiento interanual, contribuciones en puntos porcentuales)

- Remuneración por asalariado
- Productividad
- Inflación pasada
- Holgura del mercado de trabajo
- Residuo



Fuentes: Eurostat y cálculos de los expertos del BCE.

Notas: Muestra: 1995-2015. Basada en una ecuación en la que se estima una regresión de la remuneración por asalariado (tasa de crecimiento trimestral anualizada de la serie desestacionalizada) sobre su propio retraso, la inflación desfasada, la productividad por persona ocupada, la tasa de desempleo retardada y una constante. Las contribuciones proceden de J.L. Yellen (2015), «Inflation Dynamics and Monetary Policy», discurso pronunciado el 24 de septiembre en la conferencia Philip Gamble Memorial Lecture, University of Massachusetts, Amherst.

El entorno de baja inflación también puede haber contribuido a contener el crecimiento de los salarios.

Los bajos niveles de inflación, que en gran parte están determinados por los reducidos precios del petróleo, podrían afectar al proceso de negociación salarial, ya que los trabajadores podrían no exigir aumentos salariales si la caída los precios de la energía impulsa su renta real. La baja inflación podría afectar al crecimiento de los salarios a través de mecanismos de indexación salarial formales e informales o de la formación de expectativas. Diferenciar estos dos canales es una tarea compleja, debido también a la falta de datos sobre las expectativas de los hogares y las empresas, que son los relevantes en el proceso de negociación salarial. El gráfico D muestra las contribuciones de los factores determinantes del crecimiento de la remuneración por asalariado basadas en un modelo estándar de curva de Phillips³. En este modelo se parte del supuesto de que en el proceso de fijación de los salarios se tiene en cuenta la inflación pasada (aunque la especificación del modelo puede sobrevalorar la importancia de la inflación pasada en la fijación de salarios). Los resultados sugieren que: i) el grado de holgura del

mercado de trabajo ha sido un lastre considerablemente negativo para el crecimiento salarial desde el comienzo de la crisis financiera, aunque su impacto está disminuyendo; ii) las tasas de inflación registradas recientemente también están influyendo negativamente en el avance de los salarios, y iii) el débil crecimiento de la productividad está afectando a los salarios.

La estructura del empleo creado recientemente también puede haber contribuido al reducido crecimiento de la productividad y de los salarios en la zona del euro. Desde el segundo trimestre de 2013, la creación de empleo en la zona del euro ha sido relativamente más intensa en sectores de baja productividad, como en los servicios empresariales y el comercio y el transporte⁴. Dado que los sectores de baja productividad suelen asociarse a unos niveles salariales y a unas tasas de crecimiento de los salarios relativamente más reducidas, este efecto sobre la composición del empleo representa un lastre para el crecimiento medio de los salarios.

A medida que la actividad económica cobre impulso y se reduzca la holgura del mercado de trabajo se prevé una intensificación de las presiones al alza sobre los salarios. Según las proyecciones macroeconómicas de los expertos del

³ La medida del grado de holgura es la tasa de paro, que puede sobrevalorar la influencia del grado de holgura del mercado de trabajo en la formación de salarios si se supone que la tasa natural de desempleo aumentó después de la crisis.

⁴ Para más detalles sobre la creación de empleo en la zona del euro, véase el artículo titulado «What is behind the recent rebound in euro area employment?», *Boletín Económico*, número 8, diciembre de 2015, BCE.

BCE publicadas en marzo, la remuneración por asalariado aumentará moderadamente en 2016 y repuntará hasta el 2,1% en 2018, en línea con la recuperación gradual del crecimiento del PIB real de la zona del euro.

Recuadro 3

La segunda serie de operaciones de financiación a plazo más largo con objetivo específico (TLTRO II)

El 10 de marzo de 2016, el Consejo de Gobierno anunció la realización de una segunda serie de operaciones de financiación a plazo más largo con objetivo específico (TLTRO II, en sus siglas en inglés), que reforzará la orientación acomodaticia de la política monetaria del BCE y la transmisión de dicha política. Las nuevas operaciones ofrecen a las entidades de crédito financiación a largo plazo en condiciones atractivas con miras a seguir relajando las condiciones del crédito al sector privado y a estimular la concesión de crédito bancario a la economía real. Junto con las demás medidas no convencionales vigentes, las TLTRO II contribuirán a que las tasas de inflación vuelvan a situarse en niveles inferiores, aunque próximos, al 2% a medio plazo.

La serie de TLTRO II consistirá en cuatro operaciones que se llevarán a cabo con periodicidad trimestral entre junio de 2016 y marzo de 2017. En estas operaciones, las entidades de contrapartida¹ podrán obtener financiación por un importe total de hasta el 30% de la parte computable de sus préstamos vivos² a 31 de enero de 2016, deduciendo los importes obtenidos en las dos primeras TLTRO ejecutadas en 2014 y que sigan pendientes de reembolso en la fecha de liquidación de la TLTRO II. Se estima que el límite máximo de préstamo en términos agregados asciende a alrededor de 1,6 billones de euros³. Sin embargo, como se observó en los fondos adjudicados en la primera serie de TLTRO (TLTRO I), esta cifra no puede considerarse una previsión de la financiación que se solicitará en las operaciones. La adjudicación del importe total permitido requeriría que todas las entidades de crédito con préstamos computables solicitasen participar en las TLTRO II (lo que exigiría una formación óptima de los grupos TLTRO) y que reembolsasen íntegramente los importes obtenidos en las dos primeras operaciones TLTRO I llevadas a cabo en 2014. Es más, las entidades valorarán el atractivo de las nuevas operaciones en relación con las condiciones de mercado, sus planes de emisión, sus necesidades globales de financiación y sus perspectivas de concesión de crédito.

Las operaciones de financiación a plazo más largo con objetivo específico han favorecido la transmisión de los tipos de interés más bajos a unas

¹ Como en la primera serie de TLTRO, las entidades de contrapartida pueden participar en las TLTRO II individualmente o, bajo determinadas condiciones, en grupo.

² Como en la primera serie de TLTRO, estos préstamos computables son los concedidos a sociedades no financieras y a hogares de la zona del euro, excluidos los préstamos a hogares para adquisición de vivienda.

³ Los importes tomados en préstamo anteriormente en las dos primeras operaciones TLTRO ejecutadas en 2014 y no reembolsados reducirán el límite máximo de préstamo. Actualmente, dichos importes ascienden a 212 mm de euros.

condiciones de financiación mejores para el sector privado no financiero.

Estas operaciones se introdujeron por primera vez como parte del paquete de medidas de apoyo al crédito de junio de 2014. Los tipos de interés de los préstamos y créditos concedidos a las sociedades no financieras y a los hogares de la zona del euro descendieron de manera acusada después del anuncio del citado paquete de medidas, y las reducciones asociadas de los costes de la financiación bancaria se han ido trasladando cada vez más a los prestatarios bancarios (véase el gráfico 11 de la sección 5). Las disminuciones han sido más pronunciadas en los países vulnerables, en los que previamente los tipos de interés del crédito se habían elevado con respecto a los aplicados en el resto de la zona del euro. Además, para el primer grupo de países existe evidencia de que las entidades de contrapartida que obtuvieron financiación en la primera serie de TLTRO han reducido los tipos aplicados a los préstamos a las sociedades no financieras en mayor medida que las que no participaron en las operaciones⁴. En línea con estas observaciones, la mayoría de las entidades de crédito participantes en la encuesta sobre préstamos bancarios en la zona del euro (de enero de 2015, julio de 2015 y enero de 2016) indicaron que tenían intención de utilizar los fondos obtenidos en la primera serie de TLTRO para conceder préstamos, en particular préstamos a empresas y crédito al consumo.

El principal indicador de la eficacia de la medida serán sus resultados en la mejora de las condiciones de financiación de los prestatarios finales en la economía real. Aunque una participación generalizada en las TLTRO II es un aspecto positivo, el volumen de liquidez adjudicado solo es uno de los criterios de valoración del probable éxito de la medida, como también ha demostrado la experiencia con las TLTRO I. De hecho, se espera que la mera disponibilidad de financiación a largo plazo a tipos de interés reducidos para las entidades de crédito a través de las TLTRO II (junto con las demás medidas de política monetaria vigentes) mejore las condiciones de financiación de las entidades de crédito en general y reduzca su coste de financiación en el mercado. Al igual que con las TLTRO I, se prevé que esta ventaja en costes se traslade a los prestatarios bancarios.

Todas las TLTRO II tendrán un plazo de vencimiento de cuatro años desde su fecha de liquidación, con la posibilidad de reembolso voluntario al cabo de dos años. El largo plazo de vencimiento de las operaciones aportará seguridad de financiación a las entidades de contrapartida y les permitirá ajustar el vencimiento de su financiación al de los préstamos que financian el gasto en inversión real. Al mismo tiempo, la medida proporciona flexibilidad, ya que las entidades de contrapartida podrán reembolsar trimestralmente los fondos obtenidos en las TLTRO II una vez transcurridos dos años desde la liquidación de cada operación. Las entidades de contrapartida no estarán sujetas a la realización de reembolsos anticipados de carácter obligatorio, como podía ocurrir en las TLTRO I. Además, se ha introducido la posibilidad de efectuar un reembolso voluntario adicional en junio de 2016 para todas las operaciones TLTRO I vivas, justo antes de la liquidación de la primera TLTRO II. Esto permitirá a las entidades de contrapartida que participaron

⁴ Para más detalles, véase el artículo titulado «The transmission of the ECB's recent non-standard monetary policy measures», *Boletín Económico*, número 7, BCE, 2015.

en la serie anterior de TLTRO transferir los importes obtenidos entonces a las TLTRO II y de este modo beneficiarse de las condiciones más acomodaticias de la nueva serie de operaciones.

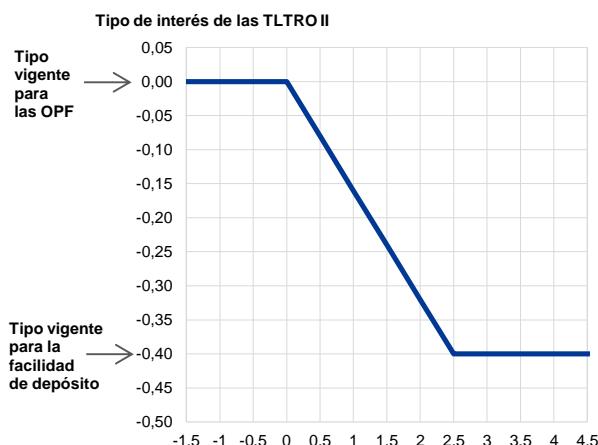
El objetivo del mecanismo de fijación de precios de las TLTRO II es proporcionar incentivos a las entidades de crédito para que trasladen sus condiciones de financiación acomodaticias a los prestatarios finales. El tipo de interés al que las entidades de contrapartida pueden obtener fondos en las TLTRO II depende de su perfil de concesión de crédito (véase gráfico A)⁵. El tipo de interés máximo de las TLTRO II se fijará para cada operación en el tipo de la operación principal de financiación (OPF) vigente en la fecha de adjudicación. Sin embargo, las entidades de contrapartida para las que la variación neta de sus préstamos computables en el período comprendido entre el 1 de febrero de 2016 y el 31 de enero de 2018 supere un valor de referencia determinado —que depende de la política crediticia anterior de cada contrapartida, como se explica más adelante— se beneficiarán de un tipo de interés más bajo durante toda la vida de la operación. En concreto, el tipo aplicable a los fondos obtenidos en las TLTRO II podrá ser tan bajo como el tipo de interés de la facilidad de depósito vigente en la fecha de adjudicación para aquellas contrapartidas con resultados suficientemente buenos en términos de concesión de crédito. A las entidades de contrapartida se les aplicará este tipo si sus préstamos computables superan el valor de referencia, expresado en términos de saldos, en un 2,5% a 31 de enero de 2018. Hasta este límite, la reducción del tipo de interés se graduará linealmente en función del porcentaje en el que los préstamos computables de una entidad de contrapartida superen su valor de referencia, expresado en términos de saldos. Esto supone que todas las entidades de contrapartida que registraron una financiación neta computable positiva o mejores resultados en la concesión de crédito en comparación con el período de doce meses que acabó el 31 de enero de 2016 obtendrán financiación a un tipo más bajo que el tipo de las OPF aplicable en la fecha de adjudicación.

⁵ Los detalles técnicos específicos de las TLTRO II, incluido el método de cálculo del tipo de interés aplicable, se especifican en el acto jurídico correspondiente.

Gráfico A

Ilustración del tipo de interés de financiación en las TLTRO II

(porcentajes anuales)



Desviación del saldo vivo de préstamos computables a 31 de enero de 2018 con respecto al valor de referencia en términos de saldos (en porcentaje del valor de referencia en términos de saldos para los préstamos computables)

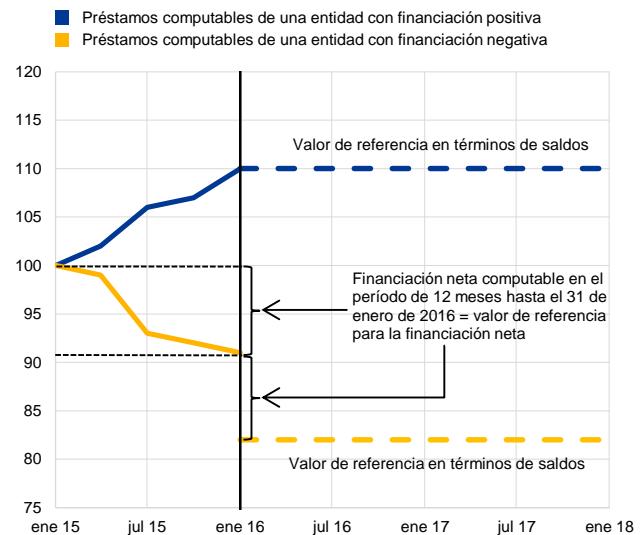
Fuente: BCE.

Notas: El gráfico sirve para ilustrar el tipo de interés de las TLTRO II con los tipos de interés oficiales vigentes actualmente. En el caso de operaciones efectuadas aplicando tipos de interés de las OPF y de la facilidad de depósito diferentes, dichos tipos se aplicarán según corresponda. Esta ilustración no incluye ajustes de los saldos vivos de préstamos, como los resultantes de titulizaciones o de compras y ventas de préstamos.

Gráfico B

Ilustración del valor de referencia en las TLTRO II

(millones de euros)



Fuente: BCE.

Nota: Esta ilustración no incluye ajustes de los saldos vivos de préstamos, como los resultantes de titulizaciones o de compras y ventas de préstamos.

Los valores de referencia de las entidades de contrapartida dependen de su perfil de concesión de crédito durante el período de doce meses hasta el 31 de enero de 2016. Para las entidades de contrapartida que registraron una financiación neta computable positiva en el período de doce meses hasta el 31 de enero de 2016, el valor de referencia para la financiación neta se ha fijado en cero. Para las entidades de contrapartida con una financiación neta computable negativa en el período de doce meses hasta el 31 de enero de 2016, el valor de referencia para la financiación neta será igual a la financiación neta computable en ese período. En el gráfico B se ilustra el concepto de valor de referencia para la financiación mediante un ejemplo simplificado de una entidad de contrapartida con una financiación positiva durante el período de doce meses hasta el 31 de enero de 2016, así como de una contrapartida que haya registrado una financiación negativa durante ese período. Para la entidad con financiación neta positiva (línea azul), el valor de referencia para la financiación neta es cero, de modo que el valor de referencia en términos de saldos es igual al saldo vivo de préstamos computables a 31 de enero de 2016. En cambio, en el caso de la entidad de contrapartida con financiación neta negativa (línea amarilla), el valor de referencia para la financiación neta es igual a la financiación neta computable negativa durante ese período. Por lo tanto, el valor de referencia en términos de saldos que han de superar las entidades de contrapartida es igual al saldo vivo de préstamos computables a 31 de enero de 2016 más la financiación neta (negativa) registrada en el período de doce meses hasta el 31 de enero de 2016.

Cuadro A

Ejemplos simplificados de los valores de referencia en las TLTRO II

(millones de euros)				
Entidad de contrapartida	Financiación neta computable 1 de febrero de 2015 – 31 de enero de 2016	Saldo vivo de préstamos computables a 31 de enero de 2016	Valor de referencia para la financiación neta	Valor de referencia para el saldo vivo
A, B, C	50	1.000	0	1.000
D, E, F	-40	1.000	-40	960

Fuente: BCE.

La aplicación de este mecanismo de fijación de precios se ilustra mediante algunos ejemplos simplificados⁶. En el cuadro A se consideran los casos de tres entidades de contrapartida con financiación neta computable positiva en el período de doce meses hasta el 31 de enero de 2016 (contrapartidas A, B y C) y tres con financiación neta computable negativa en ese período (contrapartidas D, E y F). A las contrapartidas A, B y C, que presentan un préstamo neto positivo en el período de doce meses hasta el 31 de enero de 2016, se les asigna un valor de referencia para la financiación neta igual a cero. En el caso de las contrapartidas D, E y F, que registraron una financiación neta computable negativa en los doce meses transcurridos hasta el 31 de enero de 2016, el valor de referencia para la financiación neta es igual a su financiación neta en ese período, es decir, -40 millones de euros en estos ejemplos.

En el cuadro B se supone que la entidad de contrapartida A registra una financiación neta positiva de 30 millones de euros en el período comprendido entre el 1 de febrero de 2016 y el 31 de enero de 2018. Por consiguiente, esta entidad de contrapartida supera su valor de referencia para el saldo vivo (que en el ejemplo asciende a 1.000 millones de euros) en un 3% y, en consecuencia, obtiene el tipo de interés más bajo posible, el -0,40%, esto es, el tipo de interés vigente para la facilidad de depósito (todos los ejemplos se basan en los tipos de interés actuales de las OPF y de la facilidad de depósito). La entidad de contrapartida B presenta una financiación neta negativa de -10 millones de euros. Esta entidad no cumple su valor de referencia para la financiación neta y, por lo tanto, se le aplicará el tipo máximo del 0,00%, es decir, el tipo de interés vigente para las OPF, a los fondos obtenidos en las TLTRO II. La entidad de contrapartida C tiene una financiación neta positiva, alcanzando así su valor de referencia para la financiación neta. No obstante, su financiación neta positiva por importe de 10 millones de euros hace que esta entidad supere su valor de referencia para el saldo vivo solo en un 1%, esto es, por debajo del 2,5% necesario para que se le aplique el tipo mínimo. En este caso, a la financiación obtenida por la entidad de contrapartida C en las TLTRO II se le aplicará un tipo del -0,16%, es decir, el 40% de la diferencia entre el tipo de interés vigente para la facilidad de depósito (-0,40%) y el tipo aplicado en las OPF (0,00%), reflejando el hecho de que esta entidad de contrapartida supera su valor de referencia en solo el 40% del importe necesario para que se le aplique el tipo más bajo posible.

⁶ Téngase en cuenta que todas las cifras se han redondeado. El número exacto de decimales que debe utilizarse se especifica en el acto jurídico sobre las TLTRO II.

La entidad de contrapartida D registra una financiación neta de -10 millones de euros en el período comprendido entre el 1 de febrero de 2016 y el 31 de enero de 2018. Esta entidad supera su valor de referencia para el saldo vivo (que en el ejemplo asciende a 960 millones de euros) en un 3,1% y en consecuencia obtiene el tipo más bajo posible, el -0,40%. En cambio, la entidad de contrapartida E no cumple su valor de referencia para la financiación neta, ya que registra una financiación neta computable de -50 millones de euros en el período transcurrido entre el 1 de febrero de 2016 y el 31 de enero de 2018. En este caso, se aplicará el tipo de las OPF, el 0,00%. Por último, la entidad de contrapartida F presenta una financiación neta de -35 millones de euros, superando el valor de referencia para el saldo vivo solo en un 0,5%, es decir, el 20% del importe necesario para que se le aplique el tipo mínimo a los fondos obtenidos en las TLTRO II. En este caso, el tipo aplicado a la financiación recibida por la entidad de contrapartida F en las TLTRO II será el 20% de la diferencia entre el tipo de interés vigente para la facilidad de depósito (-0,40%) y el tipo aplicado en las OPF (0,00%), esto es, el -0,08%.

Cuadro B

Ejemplos simplificados de la aplicación del mecanismo de fijación de precios en las TLTRO II

Entidad de contrapartida	Financiación neta computable 1 de febrero de 2016 – 31 de enero de 2018 (millones de euros)	Desviación porcentual del valor de referencia para el saldo vivo (porcentajes)	Tipo de interés de las TLTRO II (porcentajes anuales)
A	30	3,0	-0,40
B	-10	-1,0	0,00
C	10	1,0	-0,16
D	-10	3,1	-0,40
E	-50	-1,0	0,00
F	-35	0,5	-0,08

Fuente: BCE.

Recuadro 4

Reequilibrio de los flujos de inversiones de cartera de la zona del euro

En este recuadro se describe la evolución que han registrado recientemente los flujos de inversiones de cartera de la cuenta financiera de la zona del euro.

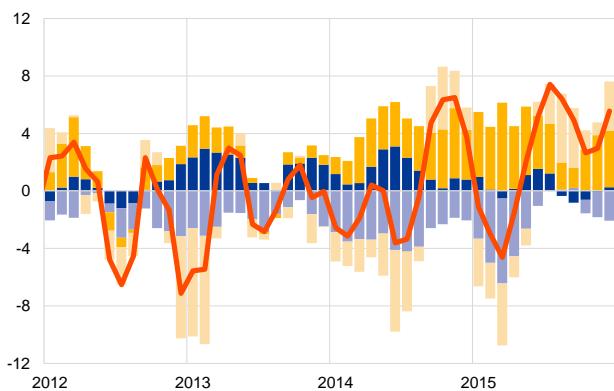
Durante 2015, el superávit de la balanza por cuenta corriente de la zona del euro tuvo su reflejo, principalmente, en las salidas netas de inversiones de cartera registradas en la cuenta financiera de la balanza de pagos.

Gráfico A

Detalle de los flujos de inversiones de cartera de la zona del euro

(en porcentaje del PIB; medias móviles de tres meses)

- Activos en forma de participaciones de capital
- Pasivos en forma de participaciones de capital (signo invertido)
- Activos en forma de valores representativos de deuda
- Pasivos en forma de valores representativos de deuda (signo invertido)
- Flujos netos totales



Fuentes: BCE y Eurostat.

Notas: En el caso de los activos, un valor positivo (negativo) indica compras (ventas) netas de valores extranjeros por parte de inversores de la zona del euro. En los pasivos, un valor positivo (negativo) representa ventas (compras) netas de valores de la zona del euro por parte de inversores extranjeros. En cuanto a los flujos netos, un valor positivo (negativo) indica salidas (entradas) netas de (a) la zona del euro. La observación más reciente corresponde a diciembre de 2015.

En 2015 la zona del euro registró salidas netas de inversiones de cartera que obedecieron, en gran medida, a un reequilibrio hacia los valores de renta fija extranjera (véase gráfico A). Los inversores de la zona del euro incrementaron significativamente sus compras de valores representativos de deuda extranjera a partir de mediados de 2014 —cuando el BCE puso en marcha medidas generales de expansión crediticia—, hasta alcanzar niveles no observados desde el estallido de la crisis financiera mundial. Desde mediados de 2014, los residentes en la zona del euro han sido, de forma continuada, compradores netos de este tipo de valores, sobre todo de bonos a largo plazo. En el primer trimestre de 2015, cuando el BCE introdujo el programa de compras de valores públicos, los inversores extranjeros compensaron parcialmente estas salidas con considerables adquisiciones netas de valores de renta fija de la zona del euro. Sin embargo, posteriormente, los no residentes han vendido este tipo de valores en gran medida. El reequilibrio hacia los valores representativos de deuda extranjera está en consonancia con los diferenciales de tipos de interés persistentemente negativos de la zona del euro frente a otras economías avanzadas. Las compras netas de

participaciones de capital de la zona del euro por parte de inversores extranjeros, que han sido sustanciales en los últimos años, registraron su máximo nivel en el primer trimestre de 2015. A partir de entonces, las entradas de inversiones extranjeras materializadas en participaciones de capital de la zona del euro se redujeron, contribuyendo así al reequilibrio hacia las salidas netas de inversiones de cartera de la zona del euro. Las adquisiciones netas de valores de renta variable extranjera por parte de inversores de la zona del euro se contrajeron hasta situarse en niveles reducidos en 2015 y, por tanto, no contribuyeron significativamente a la evolución general de los flujos de inversiones de cartera.

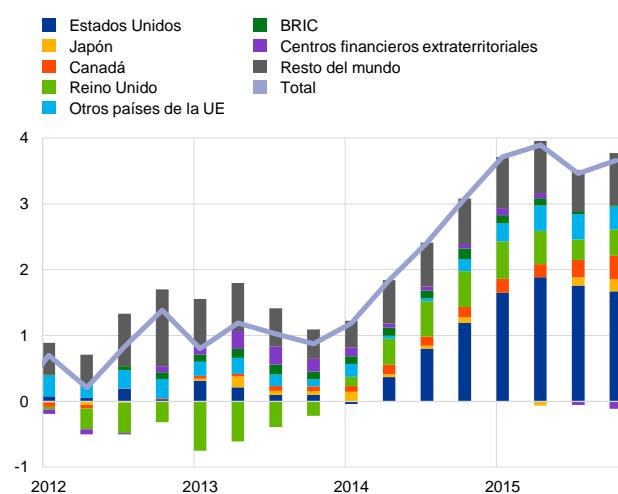
La creciente inversión de la zona del euro en valores de renta fija extranjera se dirigió principalmente a otras economías avanzadas en 2015 (véase gráfico B).

Alrededor del 45% de las adquisiciones netas de valores representativos de deuda extranjera por parte de inversores de la zona del euro en 2015 se dirigieron a Estados Unidos, seguido del Reino Unido (11%), otros Estados miembros de la UE (10%), Canadá (10%) y Japón (5%). Las compras netas por parte de residentes en la zona del euro de valores de renta fija emitidos por Brasil, China, India y Rusia se quedaron en gran medida sin fuelle en 2015, debido a la menor confianza de los inversores en estos mercados. Dado que no se dispone de información de los países de procedencia de los flujos de fondos extranjeros a la zona del euro, se obtiene evidencia indicativa a partir de las variaciones que registran las posiciones de inversiones extranjeras frente a la zona del euro, según la encuesta coordinada sobre inversión de cartera (CPIS, en sus siglas en inglés) del Fondo Monetario Internacional. Los datos muestran, en concreto, que los inversores de Japón, el Reino Unido y Dinamarca redujeron sus carteras de valores de renta fija de la zona del euro en la primera mitad de 2015¹.

Gráfico B

Desagregación geográfica de las compras netas de valores de renta fija extranjera por parte de inversores de la zona del euro

(porcentajes del PIB de la zona del euro, medias de cuatro trimestres)



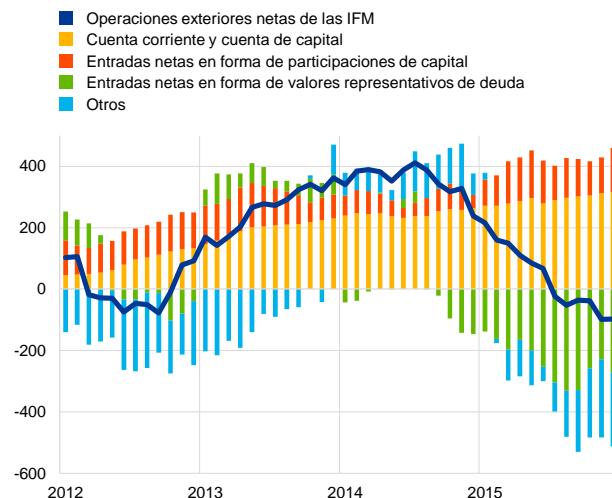
Fuentes: BCE y Eurostat.

Notas: «BRIC» corresponde a Brasil, China, India y Rusia; «Otros países de la UE» incluye a los Estados miembros de la UE que no pertenecen a la zona del euro, excluido el Reino Unido. La observación más reciente corresponde al cuarto trimestre de 2015.

Gráfico C

Presentación monetaria de la balanza de pagos

(sumas móviles de 12 meses de los flujos mensuales en mm de euros)



Fuente: BCE.

Notas: Un valor positivo representa entradas/aumento neto en el saldo de activos exteriores netos de las IFM. Todas las operaciones se refieren al sector tenedor de dinero. «Otros» incluye: entradas netas en inversiones directas y otras inversiones, operaciones en derivados financieros y discrepancias entre las estadísticas de la balanza de pagos y monetarias, así como errores y omisiones. La observación más reciente corresponde a diciembre de 2015.

En el sector de instituciones financieras distintas de IFM, el reequilibrio de la cartera en detrimento de los valores representativos de deuda de la zona del euro lastró cada vez más la posición acreedora neta frente al exterior de las IFM de la zona del euro en 2015 (véase gráfico C). La posición acreedora neta frente al exterior de las IFM refleja las transacciones comerciales y los flujos

¹ Los datos disponibles más recientes de la CPIS se refieren al segundo trimestre de 2015.

financieros del sector tenedor de dinero. Según se observa en la presentación monetaria de la balanza de pagos, las salidas netas de inversiones de cartera de este sector en forma de valores representativos de deuda tuvieron un impacto negativo en el crecimiento anual de M3 de la zona del euro en 2015. En cambio, los activos exteriores netos de las IFM siguieron viéndose respaldados por las transacciones de instituciones financieras distintas de IFM relacionadas con el superávit por cuenta corriente de la zona del euro y, en menor medida, por las entradas netas en forma de participaciones de capital.