

Recuadro 1

Implicaciones globales de los bajos precios del petróleo

En este recuadro se analiza el impacto de las caídas del precio del petróleo sobre la actividad mundial en los dos últimos años. Desde mediados de 2014, los precios del petróleo han experimentado un acusado descenso y a principios de 2016 se situaron en el nivel más bajo de los diez últimos años. Desde el máximo registrado en junio de 2014 hasta el mínimo de enero de 2016, los precios del Brent cayeron 82 dólares estadounidenses por barril (70 %). Desde entonces, se han recuperado ligeramente, aumentando en torno a 17 dólares por barril, y las previsiones basadas en los contratos de futuros sobre el petróleo apuntan a una subida solo gradual a medio plazo.

Los factores determinantes de los precios del petróleo han ido cambiando a lo largo del tiempo. Aunque gran parte de la caída de los precios del crudo de 2014 podría atribuirse al aumento significativo de la oferta de petróleo, más recientemente esta reducción ha reflejado la mayor debilidad de la demanda mundial. Por el lado de la oferta, las elevadas inversiones y las innovaciones tecnológicas —especialmente en la extracción de petróleo no convencional (*shale oil*)— se tradujeron en un fuerte incremento de la producción de esta materia prima en un período de menor crecimiento, particularmente en las economías emergentes intensivas en energía, lo que generó presiones a la baja sobre los precios del petróleo. Mientras tanto, la decisión adoptada por la OPEP en noviembre de 2014 de mantener sin variación las cuotas de producción acentuó las presiones bajistas sobre los precios del crudo en un entorno de aumento de las existencias. Sin embargo, últimamente, la posibilidad de que el menor crecimiento a escala mundial haya sido el principal factor determinante de las caídas de los precios del petróleo ha suscitado inquietud.

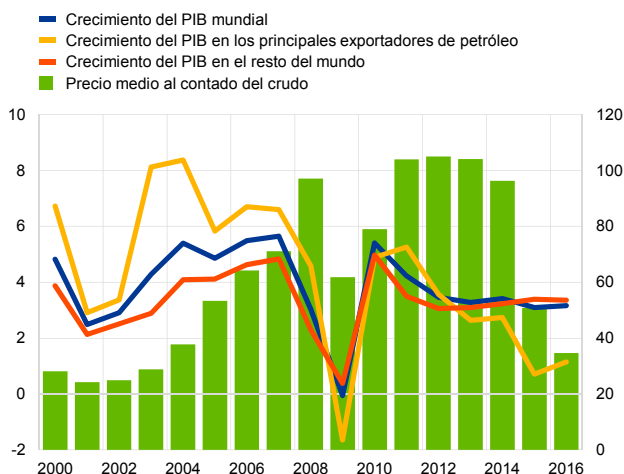
La naturaleza cambiante de las perturbaciones de los precios del petróleo tiene distintas implicaciones para la economía mundial. A principios de 2015 se preveía que la caída de los precios del petróleo, impulsada sobre todo por la oferta, tendría un impacto neto considerablemente positivo sobre la actividad global, principalmente a través de dos canales: i) la redistribución de la renta de los países productores a los países consumidores de petróleo, en los que se esperaba una mayor propensión marginal al gasto, y ii) las mejoras de rentabilidad derivadas de los menores costes de los bienes intermedios energéticos, que podrían estimular la inversión y, por tanto, la oferta total en los países importadores netos de esta materia prima. Sin embargo, el hecho de que, desde la segunda mitad de 2015, el descenso de los precios del petróleo estuviera más determinado por la demanda sugiere un impacto menos positivo sobre la economía mundial. Aunque es posible que el reducido precio del crudo siga sustentando la demanda interna en los países importadores netos de petróleo a través del aumento de la renta real, ello no contrarrestaría necesariamente los efectos más generalizados del debilitamiento de la demanda global.

Las estimaciones de los modelos ponen de relieve en qué medida el impacto de las perturbaciones sobre la economía mundial depende de su naturaleza subyacente. Las simulaciones indican que una caída de los precios del petróleo del 10 % impulsada exclusivamente por la oferta se traduce en un aumento del PIB global de entre el 0,1 % y el 0,2 %, mientras que un descenso de los precios del 10 % motivado únicamente por la demanda suele asociarse a una disminución del PIB mundial superior al 0,2 %. Suponiendo que, por ejemplo, un 60 % de la caída del precio del crudo desde mediados de 2014 se haya debido a la oferta, y el porcentaje restante, a la demanda, el impacto agregado de estas dos perturbaciones sobre la actividad económica global, según los modelos, sería casi nulo (o incluso ligeramente negativo).

La experiencia del año pasado también sugiere que los cambios en los canales de transmisión pueden haber frenado el impacto positivo esperado del descenso de los precios del petróleo sobre la actividad mundial. En comparación con episodios anteriores de caída de los precios del petróleo en las décadas de los ochenta y los noventa del siglo pasado, es posible que el efecto agregado de diversos factores compensatorios haya alterado los mecanismos de propagación de la reciente perturbación de los precios del crudo.

Gráfico A
Desaceleración del crecimiento del PIB en los principales países exportadores de petróleo: comparativa con el resto del mundo

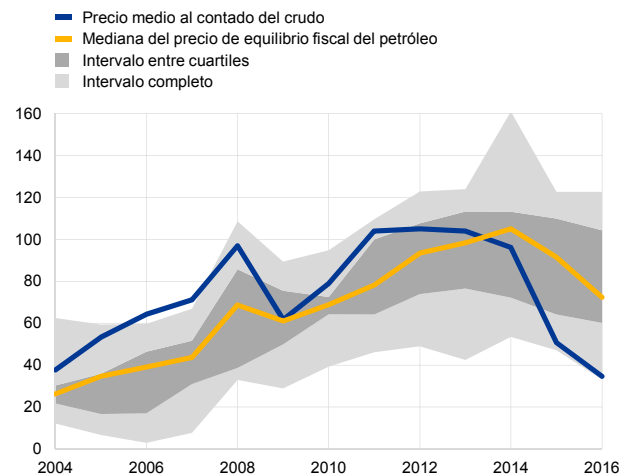
(escala izquierda: crecimiento anual del PIB real en porcentaje; escala derecha: media anual del precio al contado del crudo por barril en dólares estadounidenses)



Fuentes: FMI y cálculos de los expertos del BCE.
Notas: El grupo de los principales países exportadores de petróleo comprende 20 exportadores netos (Argelia, Angola, Azerbaiyán, Canadá, Colombia, Ecuador, Irán, Irak, Kazajistán, Kuwait, Malasia, Nigeria, Noruega, Omán, Catar, Rusia, Arabia Saudí, Emiratos Árabes Unidos, Uzbekistán y Venezuela). El precio al contado del crudo es la media simple de tres precios al contado: Dated Brent, West Texas Intermediate y Dubai Fateh. Los datos de 2016 son previsiones del FMI.

Gráfico B
Precios de equilibrio fiscal del petróleo en los principales países exportadores y precio al contado del crudo

(dólares estadounidenses por barril)



Fuentes: *Regional Economic Outlook* del FMI y cálculos de los expertos del BCE.
Notas: El precio de equilibrio fiscal del petróleo se define como el precio del petróleo que equilibra los presupuestos públicos. El gráfico muestra la mediana y el intervalo de los precios de equilibrio fiscal del petróleo en los diez principales países exportadores netos de petróleo de Oriente Próximo, Asia Central y África. El precio al contado del crudo es la media simple de tres precios al contado: Dated Brent, West Texas Intermediate y Dubai Fateh. Los datos de 2016 son previsiones del FMI.

Por un lado, el impacto adverso sobre los países exportadores netos de petróleo parece haber sido bastante acusado, y ha ido acompañado de efectos de contagio negativos en otras economías emergentes. En varios países

exportadores netos de petróleo, la caída de los precios de esta materia prima ha interactuado con otras perturbaciones (como las consecuencias de las tensiones geopolíticas), lo que ha dado lugar a un ajuste macroeconómico significativo. Los principales exportadores netos de petróleo han conseguido amortiguar en cierta medida el impacto adverso inicial del reciente retroceso de los precios sobre su actividad incurriendo en unos abultados y crecientes déficits fiscales. Con todo, el crecimiento del PIB en estos países ha disminuido considerablemente en comparación con el resto del mundo (véase gráfico A). Habida cuenta de que los precios al contado del crudo han caído muy por debajo de los precios de equilibrio fiscal del petróleo, esto es, el nivel de precios necesario para equilibrar los presupuestos públicos (véase gráfico B), la situación de las finanzas públicas se ha vuelto cada vez más complicada en varios de los principales países productores de petróleo, especialmente en aquellos cuyas monedas están vinculadas al dólar estadounidense o están sujetas a acuerdos cambiarios estrechamente controlados (como Irán, Irak, Nigeria, Arabia Saudí, Emiratos Árabes Unidos y Venezuela). El margen de actuación de la política monetaria también se ha visto limitado en países exportadores de materias primas con tipos de cambio más flexibles (por ejemplo, Canadá, México, Noruega y Rusia). Como consecuencia de la (acusada) depreciación de las monedas de estos países, las presiones inflacionistas han aumentado, lo que ha reducido el margen para relajar la política monetaria en respuesta a la ralentización del crecimiento. Por último, las dificultades financieras han acentuado las caídas de los precios, especialmente en los países con exposiciones en divisas. Aunque la participación de los principales países exportadores de petróleo en la economía mundial es relativamente reducida (alrededor del 15 % del PIB global en términos de paridad de poder adquisitivo), los efectos de contagio negativos a países con los que mantienen estrechos vínculos comerciales o financieros, y los efectos sobre la confianza internacional, han lastrado la actividad económica mundial.

Por otra parte, la recuperación de la demanda en varios países importadores netos de petróleo gracias a los ingresos extraordinarios derivados de los precios más bajos del crudo ha sido bastante limitada hasta el momento.

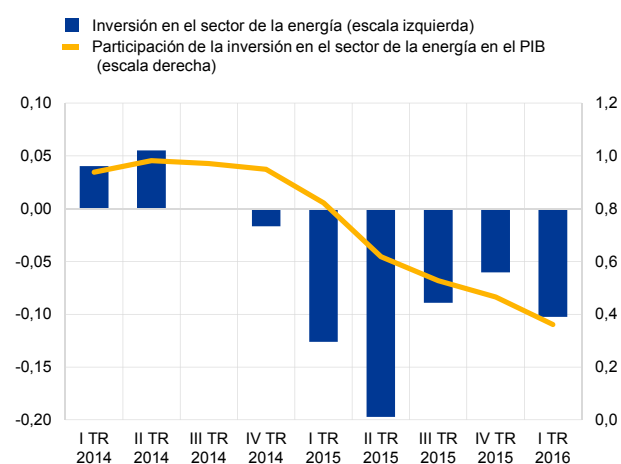
Desde una perspectiva de más largo plazo, esta evolución podría reflejar una menor intensidad energética en comparación con episodios anteriores de caída de los precios del petróleo en las décadas de los ochenta y los noventa del siglo pasado. Más recientemente, otros factores pueden haber restringido la respuesta del consumo al descenso de estos precios en algunos países, aunque a menudo resulta complicado diferenciar empíricamente estos efectos. Así, por ejemplo, el aumento del ahorro de los hogares observado en ciertos países podría estar relacionado con la persistente necesidad de desapalancamiento, que podría haber inducido a los hogares a ahorrar una parte mayor de lo que habría cabido esperar de las ganancias imprevistas derivadas de los precios más bajos del petróleo. Además, posiblemente también hayan influido las expectativas: puede que el gasto aumente solo de manera gradual si ha de transcurrir cierto tiempo para que los hogares consideren que los precios del petróleo se mantendrán en niveles reducidos. Asimismo, entre las economías emergentes, el ahorro público resultante de las menores subvenciones a la energía se ha destinado al saneamiento de las finanzas públicas más que a imprimir un estímulo económico adicional. Por último, es posible

que otros factores, como la evolución de los tipos de cambio y los ajustes a la baja de los precios de las acciones y de otros activos en un entorno de creciente incertidumbre económica mundial, hayan moderado el impacto positivo de los precios más bajos del petróleo sobre el consumo.

Gráfico C

Inversión en el sector de la energía en Estados Unidos

(escala izquierda: contribución al crecimiento intertrimestral del PIB real en puntos porcentuales; escala derecha: porcentaje del PIB)



Fuentes: Oficina de Análisis Económico de Estados Unidos y cálculos de los expertos del BCE.

Si se considera el ejemplo de Estados Unidos como uno de los mayores importadores netos de petróleo, los beneficios de la caída de los precios del petróleo para el consumo han sido menores de lo inicialmente previsto y se han visto contrarrestados, en gran medida, por el fuerte descenso de la inversión asociada a la energía. La

disminución del precio del petróleo ha favorecido el consumo, aunque es posible que la incertidumbre en torno a la persistencia del bajo nivel de los precios del crudo haya afectado a la confianza, lo que implica que el impacto de esta caída fue menor de lo inicialmente esperado. Asimismo, los precios más bajos del crudo tuvieron un efecto considerable sobre la inversión en petróleo no convencional (*shale oil*), que se vio amplificado por el alto grado de apalancamiento de los productores de este tipo de petróleo y su vulnerabilidad a restricciones de financiación. Desde que los precios del crudo empezaron a descender a mediados de 2014, la inversión asociada a la energía acumula una

caída del 65%, contribuyendo negativamente al crecimiento del PIB (véase gráfico C), al tiempo que el número de pozos de extracción se ha reducido hasta situarse en casi un tercio de la cifra inicial. Con todo, se considera que el impacto estimado, en términos netos, del descenso del precio del petróleo sobre el PIB de Estados Unidos ha sido ligeramente positivo hasta el momento.

En resumen, en comparación con la situación existente hace un año, cuando las caídas del precio del petróleo se debieron sobre todo a factores de oferta, la evolución reciente sugiere que los bajos precios del crudo reflejan cada vez más el debilitamiento de la demanda global. Mientras que se esperaba que una caída de los precios del crudo impulsada fundamentalmente por la oferta tuviese un impacto neto positivo sobre el PIB mundial, es menos probable que un descenso determinado en mayor medida por la demanda preste un respaldo significativo a la actividad global. Además, la valoración del papel desempeñado por los precios más reducidos del crudo está sujeta a un alto grado de incertidumbre. Uno de los factores que contribuyen a esta incertidumbre son los retos en el ámbito de la estabilidad financiera y las finanzas públicas en algunos países exportadores de materias primas. Otro factor sería la inquietud de que se produzca una desaceleración económica más general de las economías emergentes, estimulada por el aumento de los desequilibrios internos y el endurecimiento de las condiciones financieras en algunos países.

Recuadro 2

Situación de liquidez y operaciones de política monetaria en el período comprendido entre el 27 de enero y el 26 de abril de 2016

En este recuadro se describen las operaciones de política monetaria del BCE realizadas durante el primer y el segundo período de mantenimiento de reservas de 2016, comprendidos entre el 27 de enero y el 15 de marzo y entre el 16 de marzo y el 26 de abril, respectivamente. El 10 de marzo de 2016, el Consejo de Gobierno anunció un amplio paquete de medidas de política monetaria, que incluía un recorte de todos los tipos de interés oficiales del BCE, una ampliación del programa de compra de activos en términos de importes mensuales y de activos admitidos, y una serie de cuatro nuevas operaciones de financiación a plazo más largo con objetivo específico (TLTRO, en sus siglas en inglés)¹. Por tanto, durante el segundo período de mantenimiento los tipos de interés aplicados a las operaciones principales de financiación (OPF), a la facilidad marginal de crédito y a la facilidad de depósito se redujeron hasta el 0,00 %, el 0,25 % y el -0,40 %, respectivamente, con efectos a partir del 16 de marzo². El 30 de marzo de 2016 se liquidó la séptima TLTRO, por un importe de 7,3 mm de euros, frente a los 18,3 mm de euros liquidados en la TLTRO anterior, en diciembre de 2015. Con ello, el importe total adjudicado en las siete primeras TLTRO ascendió a 425,3 mm de euros³. 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, en sus siglas en inglés)⁴, al ritmo previsto, que se incrementó de 60 mm de euros a 80 mm de euros al mes en el segundo período de mantenimiento.

¹ Puede consultarse la nota de prensa del BCE del 10 de marzo de 2016 en el sitio web del BCE: <http://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2016/html/pr160310.en.html>.

² 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 (OPFML) a tres meses. El tipo de interés de cada OPFML se fijó en la media de los tipos de las OPF ejecutadas durante la vigencia de las respectivas OPFML. 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.

³ Para más información sobre las adjudicaciones realizadas en las TLTRO, véanse los recuadros correspondientes de pasadas ediciones del Boletín Económico o la información sobre las operaciones de mercado abierto en el sitio web del BCE: www.ecb.europa.eu/mopo/implementation/omo/html/index.en.html.

⁴ En el sitio web del BCE puede consultarse información detallada sobre el programa ampliado de compra de activos: www.ecb.europa.eu/mopo/implementation/omt/html/index.en.html.

Necesidades de liquidez

En el período de referencia, las necesidades de liquidez diarias del sistema bancario, definidas como la suma de los factores autónomos y las exigencias de reservas, se situaron, en promedio, en 778,6 mm de euros, lo que representa un incremento de 72 mm de euros con respecto al período de referencia anterior (es decir, el séptimo y el octavo períodos de mantenimiento de 2015). Las mayores necesidades de liquidez fueron atribuibles, casi en exclusiva, al aumento de 71,1 mm de euros registrado en la media de los factores autónomos, que alcanzaron la cifra de 664,5 mm de euros (véase cuadro).

Cuadro

Situación de liquidez del Eurosistema

	27 de enero de 2016 a 26 de abril de 2016		28 de octubre de 2015 a 26 de enero de 2016	Segundo período de mantenimiento		Primer período de mantenimiento	
Pasivo - Necesidades de liquidez (medias; mm de euros)							
Factores autónomos de liquidez	1.770,1	(+54,3)	1.715,8	1.799,8	(+55,2)	1.744,6	(+24,5)
Billetes en circulación	1.066,1	(+0,9)	1.065,3	1.069,3	(+5,9)	1.063,4	(-9,4)
Depósitos de las AAPP	130,3	(+42,7)	87,6	147,4	(+31,7)	115,6	(+33,2)
Otros factores autónomos	573,7	(+10,7)	563,0	583,2	(+17,6)	565,6	(+0,8)
Instrumentos de política monetaria							
Cuentas corrientes	562,7	(+34,9)	527,9	570,0	(+13,5)	556,5	(-0,6)
Exigencias de reservas mínimas	114,1	(+0,9)	113,2	114,3	(+0,5)	113,9	(+0,6)
Facilidad de depósito	245,0	(+59,3)	185,7	262,0	(+31,5)	230,5	(+33,9)
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	1.105,9	(-17,0)	1.122,9	1.113,0	(+13,3)	1.099,8	(-24,0)
Activos exteriores netos	616,8	(+5,0)	611,9	627,3	(+19,5)	607,8	(-3,8)
Activos netos denominados en euros	489,0	(-22,0)	511,0	485,7	(-6,2)	491,9	(-20,2)
Instrumentos de política monetaria							
Operaciones de mercado abierto	1.472,2	(+165,3)	1.306,9	1.518,9	(+86,8)	1.432,1	(+81,8)
Operaciones de subasta	521,9	(-10,6)	532,5	518,8	(-5,7)	524,5	(-14,0)
OPF	60,6	(-8,4)	69,1	58,1	(-4,8)	62,9	(-8,7)
Operaciones de financiación a plazo especial	0,0	(+0,0)	0,0	0,0	(+0,0)	0,0	(+0,0)
OFPM a tres meses	41,1	(-14,3)	55,3	37,9	(-5,8)	43,7	(-7,9)
OFPM a tres años	0,0	(+0,0)	0,0	0,0	(+0,0)	0,0	(+0,0)
OFPM con objetivo específico (TLTRO)	420,2	(+12,1)	408,1	422,8	(+4,9)	417,9	(+2,6)
Carteras en firme	950,3	(+175,9)	774,4	1.000,1	(+92,5)	907,6	(+95,8)
Primer programa de adquisiciones de bonos garantizados	19,5	(-1,1)	20,6	19,2	(-0,6)	19,8	(-0,7)
Segundo programa de adquisiciones de bonos garantizados	8,8	(-0,9)	9,8	8,7	(-0,3)	9,0	(-0,6)
Tercer programa de adquisiciones de bonos garantizados	161,3	(+21,1)	140,2	167,0	(+10,7)	156,4	(+11,9)
Programa para los mercados de valores	120,8	(-2,3)	123,1	119,7	(-2,0)	121,7	(-1,2)
Programa de compras de bonos de titulación de activos	18,7	(+3,4)	15,2	19,2	(+0,9)	18,3	(+2,8)
Programa de compras de valores públicos	621,2	(+155,7)	465,5	666,3	(+83,8)	582,5	(+83,6)
Facilidad marginal de crédito	0,1	(-0,0)	0,1	0,2	(+0,1)	0,1	(-0,1)
Otra información relativa a la liquidez (medias; mm de euros)							
Necesidades de liquidez agregadas	778,6	(+72,0)	706,5	801,4	(+42,4)	759,0	(+48,9)
Factores autónomos*	664,5	(+71,1)	593,3	687,1	(+41,9)	645,1	(+48,3)
Exceso de liquidez	693,6	(+93,3)	600,3	717,5	(+44,4)	673,1	(+32,9)
Evolución de los tipos de interés (porcentajes)							
OPF	0,03	(-0,02)	0,05	0,00	(-0,05)	0,05	(+0,00)
Facilidad marginal de crédito	0,28	(-0,02)	0,30	0,25	(-0,05)	0,30	(+0,00)
Facilidad de depósito	-0,35	(-0,09)	-0,25	-0,40	(-0,10)	-0,30	(+0,00)
Eonia medio	-0,286	(-0,101)	-0,184	-0,340	(-0,101)	-0,239	(-0,013)

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).

El incremento observado en los factores autónomos fue resultado, principalmente, del aumento de los factores de absorción de liquidez. Los factores que más contribuyeron a este incremento fueron los depósitos de las Administraciones Públicas, que registraron un avance medio de 42,7 mm de euros y se situaron en 130,3 mm de euros en el período analizado. Esta alza se dividió a partes iguales entre el primer y el segundo período de mantenimiento y reflejó la actitud reacia de algunos Tesoros a colocar su exceso de liquidez a tipos de interés negativos en el mercado, debido a las restricciones de demanda y de tipos. Otros factores autónomos se situaron, en promedio, en 573,7 mm de euros, 10,7 mm de euros más que en el período de análisis anterior, lo que refleja fundamentalmente un incremento de otros pasivos en euros con residentes en la zona del euro. Además, los billetes en circulación ascendieron a un promedio de 1.066,1 mm de euros, un avance de 0,9 mm de euros en comparación con el período de referencia anterior, siendo la partida que menos contribuyó al aumento total de los factores autónomos.

Los factores de inyección de liquidez disminuyeron durante el período como consecuencia de la reducción de los activos netos denominados en euros. Los activos netos denominados en euros se situaron, en promedio, en 489,0 mm de euros, 22 mm de euros por debajo del importe del período de referencia anterior. La mayor parte de esta caída se produjo durante el primer período de mantenimiento, como consecuencia de la disminución 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 aumentaron sus tenencias, pese a la rebaja adicional del tipo de interés de la facilidad de depósito, posiblemente debido a que hay menos alternativas de inversión atractivas en el mercado. Además, los activos exteriores netos se incrementaron en 5 mm de euros, hasta situarse en 616,8 mm de euros. Este incremento se registró exclusivamente en el segundo período de mantenimiento, mientras que en el primero se observó un leve descenso. Esta apreciación de los activos exteriores netos obedeció, principalmente, al aumento del valor del oro en dólares estadounidenses, que solo se vio parcialmente compensado por una revalorización del euro en el primer trimestre de 2016.

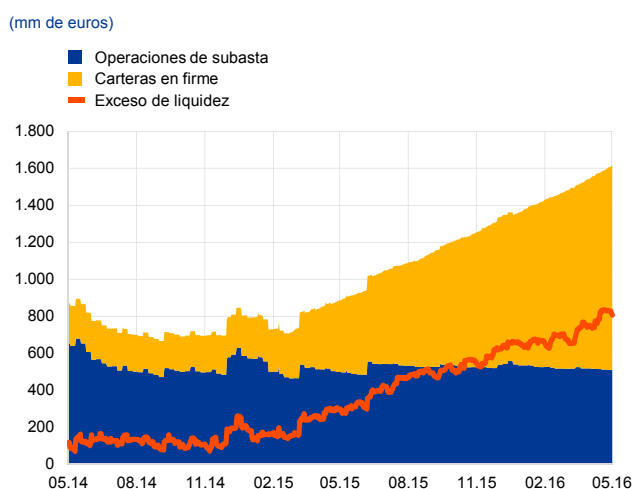
La volatilidad de los factores autónomos siguió siendo elevada durante el período analizado. Dicha volatilidad reflejó, principalmente, las marcadas fluctuaciones de los depósitos de las Administraciones Públicas y, en menor medida, la revalorización trimestral de los activos exteriores netos y de los activos netos denominados en euros. El nivel de 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. Aun así, el error medio absoluto de las previsiones semanales de los factores autónomos disminuyó en 1,4 mm de euros en el período analizado, hasta la cifra de 6,0 mm de euros, debido a los menores errores de predicción relacionados con los depósitos de las Administraciones Públicas.

Liquidez inyectada mediante instrumentos de política monetaria

El volumen medio de liquidez proporcionado a través de las operaciones de mercado abierto —operaciones de subasta y programa de compra de activos— se incrementó en 165,3 mm de euros, hasta situarse en 1.472,2 mm de euros (véase gráfico). Este aumento se debió, íntegramente, al programa de compras de activos.

Gráfico

Evolución de los instrumentos de política monetaria y exceso de liquidez



Fuente: BCE

La liquidez media proporcionada mediante operaciones de subasta se redujo ligeramente (en 10,6 mm de euros) durante el período analizado, situándose en 521,9 mm de euros. El aumento de la liquidez media inyectada mediante las TLTRO se vio contrarrestado con creces por el descenso de la liquidez proporcionada mediante las operaciones regulares. En concreto, la liquidez inyectada por las OPF y las OFPML a tres meses se redujo en 8,4 mm de euros y 14,3 mm de euros, respectivamente, mientras que el saldo vivo de las TLTRO se incrementó en 12,1 mm de euros durante el período de referencia. Dado que la única TLTRO realizada en 2016 se adjudicó en marzo, la disminución total de la liquidez proporcionada mediante operaciones de subasta fue menos acusada en el segundo período de mantenimiento que en el primero.

La liquidez media proporcionada a través del programa de compra de activos aumentó en

175,9 mm de euros, hasta situarse en 950,3 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 155,7 mm de euros, 21,1 mm de euros y 3,4 mm de euros, respectivamente. La amortización de bonos de la cartera del programa para los mercados de valores y de los dos programas de adquisiciones de bonos garantizados anteriores ascendió a 4,3 mm de euros.

Exceso de liquidez

Como consecuencia de las citadas inyecciones de liquidez, el exceso medio de liquidez aumentó en 93,3 mm de euros y se situó en 693,6 mm de euros en el período analizado (véase gráfico). El incremento de la liquidez fue más apreciable en el segundo período de mantenimiento, en el que el exceso medio de liquidez registró un alza de 44,4 mm de euros debido al aumento de las compras y a que el incremento de los factores autónomos fue ligeramente más reducido que en el primer período de mantenimiento. El incremento relativamente limitado durante el primer período de mantenimiento obedeció, sobre todo, al mayor avance 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 del recurso medio a la facilidad de depósito, que, con un alza de 59,3 mm de euros, se situó en 245 mm de euros en el periodo analizado. Los saldos medios en cuenta corriente también se elevaron, aunque en menor medida (34,9 mm de euros), y alcanzaron la cifra de 562,7 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 -0,40 %, del tipo de interés aplicado a la facilidad de depósito. En el mercado de operaciones sin garantías, el eonia (índice medio del tipo de interés del euro a un día) se situó, en promedio, en el -0,286 %, por debajo del nivel medio del -0,184 % del período de referencia anterior. Aunque el eonia se mantuvo prácticamente sin variación en el primer período de mantenimiento, la rebaja del tipo de interés de la facilidad de depósito en 0,10 puntos porcentuales adicionales, con efectos a partir del comienzo del segundo período de mantenimiento, hizo que el eonia cayera 0,101 puntos porcentuales. En el contexto de aumento continuado del exceso de liquidez, la transmisión de los tipos de interés negativos fue casi inmediata. 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 más próximos a este. Los tipos *repo* medios a un día del mercado GC Pooling⁵ descendieron hasta situarse en el -0,332 % y el -0,321 % para las cestas estandarizadas y ampliadas de activos de garantía, respectivamente, lo que supone una disminución de 0,088 y 0,083 puntos porcentuales en relación con el período de referencia anterior.

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

Recuadro 3

Bajos tipos de interés e ingresos netos por intereses de los hogares

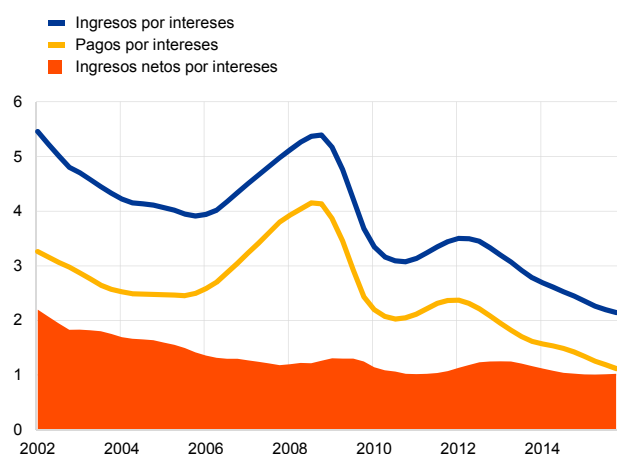
La orientación acomodaticia de la política monetaria del BCE ha reducido sustancialmente los costes de financiación de las empresas y de los hogares, pero también los rendimientos del ahorro. Dado que los hogares no solo se endeudan, sino que también ahorran, surge la cuestión de en qué medida los niveles más bajos de tipos de interés han afectado a los ingresos netos por intereses de este sector. Este análisis es especialmente relevante para evaluar el impacto de los tipos de interés más reducidos sobre el consumo agregado.

Los ingresos por intereses de los hogares han caído 3,2 puntos porcentuales en relación con la renta disponible desde el otoño de 2008. El gráfico A muestra la evolución de la renta de los hogares derivada de sus activos remunerados, como depósitos, bonos y préstamos¹. Sin embargo, no se incluye el efecto de los tipos de interés más bajos en la renta y la riqueza de este sector procedentes de las inversiones en los fondos de pensiones y los proveedores de seguros de vida, ni las plusvalías procedentes de los valores de renta fija y variable a largo plazo.

Gráfico A

Ingresos y pagos por intereses de los hogares de la zona del euro

(porcentaje de la renta bruta disponible)



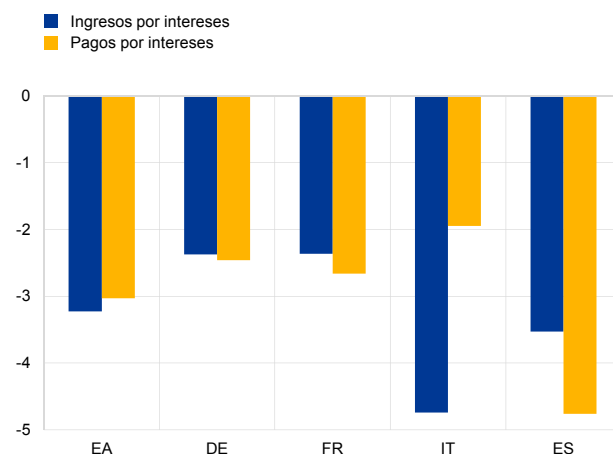
Fuentes: BCE y Eurostat.

Notas: Ingresos y pagos por intereses después de la distribución de los SIFMI (servicios de intermediación financiera medidos indirectamente), utilizando sumas de cuatro trimestres. La observación más reciente corresponde al cuarto trimestre de 2015.

Gráfico B

Ingresos y pagos por intereses de los hogares III TR 2008-IV TR 2015

(variación en porcentaje de la renta bruta disponible, puntos porcentuales)



Fuentes: BCE y Eurostat.

Nota: Ingresos y pagos por intereses después de la distribución de los SIFMI (servicios de intermediación financiera medidos indirectamente), utilizando sumas de cuatro trimestres.

¹ Para garantizar la coherencia con la medición de la renta disponible y el consumo de los hogares, los ingresos y pagos por intereses se consideran *después* de la distribución de los servicios de intermediación que las instituciones financieras no cobran explícitamente, pero que se pagan dentro del margen entre los tipos aplicados a los ahorradores y a los deudores. Este enfoque no afecta a las conclusiones del análisis.

Aunque los ingresos por intereses han disminuido, los pagos por este concepto también se han reducido considerablemente. Entre el tercer trimestre de 2008 y el cuarto trimestre de 2015 los pagos por intereses cayeron alrededor de 3 puntos porcentuales en relación con la renta disponible. La caída que han experimentado los ingresos por intereses es comparable a la que han registrado los pagos por intereses, lo que significa que el promedio de ingresos netos por intereses de los hogares de la zona del euro no se ha visto prácticamente afectado. Asimismo, en la medida en que cada hogar es ahorrador neto o deudor neto, algunos hogares han resultado beneficiados por los niveles más bajos de tipos de interés, mientras que otros han salido perjudicados, en términos de ingresos netos por intereses.

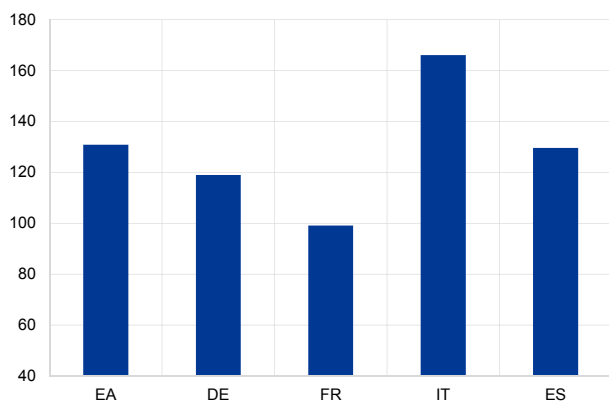
Los ingresos netos por intereses del sector hogares se han mantenido bastante estables en Alemania y en Francia, pero no tanto en Italia y en España. El gráfico B muestra que la caída de los ingresos y de los gastos por intereses es comparable en Alemania y en Francia, lo que significa que la reducción de los tipos de interés ha tenido un efecto mínimo en los ingresos netos por intereses del sector hogares en su conjunto. En cambio, en Italia, los ingresos por este concepto han disminuido más del doble que los pagos por intereses, con el consiguiente impacto negativo en los ingresos netos por intereses totales de los hogares. La razón es que los hogares italianos poseen una cantidad de activos remunerados relativamente elevada (véase gráfico C), mientras que se encuentran relativamente menos endeudados (véase gráfico D). En España, los pagos por intereses han registrado una caída significativamente mayor que los ingresos por este concepto, lo que ha repercutido positivamente en los ingresos netos por intereses totales de los hogares. La disminución más acusada de los pagos por intereses en España obedece al elevado nivel de endeudamiento de este sector (véase gráfico D) y al hecho de que los tipos de interés de una gran proporción de las hipotecas están referenciados a los tipos del mercado monetario. El mayor impacto en los pagos por intereses en España también es coherente con la evidencia de que la política monetaria tiene efectos relativamente acusados en países con hipotecas a tipos ajustables².

² Véase A. Calza, T. Monacelli y L. Stracca, «Housing finance and monetary policy», *Journal of the European Economic Association*, vol. 11, 2013, pp. 101-122.

Gráfico C

Activos remunerados de los hogares

(porcentaje de la renta bruta disponible)



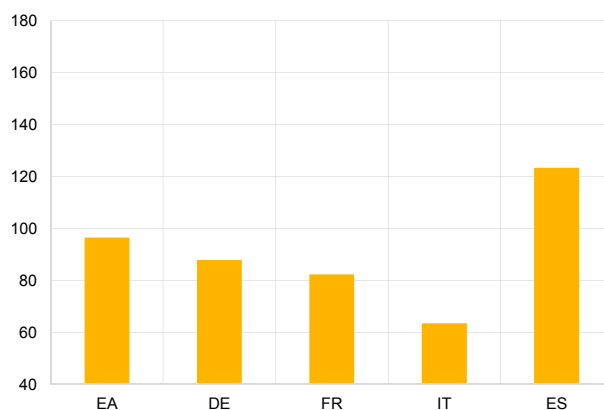
Fuentes: BCE y Eurostat.

Notas: Los activos remunerados incluyen el efectivo y depósitos, los valores representativos de deuda y los préstamos, según figuran registrados en las cuentas de la zona del euro. Media del período comprendido entre el tercer trimestre de 2008 y el cuarto trimestre de 2015 (entre el primer trimestre de 2012 y el cuarto trimestre de 2015 en el caso de Italia), basada en sumas de cuatro trimestres.

Gráfico D

Deuda de los hogares

(porcentaje de la renta bruta disponible)



Fuentes: BCE y Eurostat.

Notas: La deuda de los hogares corresponde a los préstamos, según figuran registrados en las cuentas de la zona del euro. Media del período comprendido entre el tercer trimestre de 2008 y el cuarto trimestre de 2015 (entre el primer trimestre de 2012 y el cuarto trimestre de 2015 en el caso de Italia), basada en sumas de cuatro trimestres.

Pese a los menores ingresos por intereses de los ahorradores netos, los bajos tipos de interés continúan favoreciendo el consumo privado. Los niveles más reducidos de tipos de interés en general respaldan el consumo presente a través de la sustitución intertemporal del consumo futuro, puesto que la deuda se abarata y el ahorro resulta menos lucrativo. Además, dado que el promedio de los ingresos netos por intereses de los hogares de la zona del euro no se ha visto prácticamente afectado, los tipos de interés más bajos han redistribuido fundamentalmente los recursos, que han pasado de los ahorradores netos a los deudores netos. Dado que los deudores netos suelen tener una mayor propensión marginal al consumo que los ahorradores netos, este canal de redistribución de los tipos de interés más reducidos refuerza el consumo agregado³.

Los niveles más bajos de tipos de interés también respaldan la riqueza y la renta de los hogares a través de otros canales. Los hogares no solo tienden a ser ahorradores, sino que también invierten en otros activos por los cuales no reciben intereses necesariamente. Existe evidencia de que el impacto positivo de los tipos de interés más reducidos en los precios de las acciones y de los bonos de la zona del euro ha sido significativo⁴. Además, la disminución de los costes de financiación no solo ha estimulado la inversión y el consumo, también ha apoyado la renta de los hogares gracias al aumento del empleo. Manteniendo los tipos de interés en niveles reducidos, el BCE ha fomentado la demanda necesaria para que la economía converja a su potencial de crecimiento de forma que, finalmente, los tipos de interés puedan volver a subir.

³ Véase T. Jappelli y L. Pistaferri, «Fiscal policy and MPC heterogeneity», *American Economic Journal: Macroeconomics*, vol. 6, n.º 4, 2014, pp. 107-136.

⁴ Véase C. Altavilla, G. Carboni y R. Motto, «Asset purchase programmes and financial markets: lessons from the euro area», *Working Paper Series*, n.º 1864, BCE, noviembre de 2015.

Recuadro 4

Adelanto en la disponibilidad de la estimación de avance del PIB trimestral de la zona del euro: la experiencia inicial

El 29 de abril de 2016, Eurostat publicó por primera vez una estimación preliminar de avance del crecimiento del PIB de la zona del euro y de la UE 30 días después del final del trimestre de referencia (primer trimestre de 2016).

Esta novedad responde a una petición formulada hace tiempo por los usuarios de disponer de información sobre el crecimiento económico en Europa con anterioridad. Su objetivo es establecer un calendario de publicación de las estadísticas de contabilidad nacional de 30, 60 y 90 días desde el final del trimestre de referencia. También trata de respetar el compromiso adquirido por el Sistema Estadístico Europeo (SEE) de proporcionar estadísticas fiables, comparables y disponibles en un plazo adecuado a los responsables de la política económica¹. La estimación de avance del PIB publicada 45 días después del final del trimestre de referencia (que se publica desde mayo de 2003) se ha considerado un paso intermedio hacia la consecución de ese objetivo². Esta estimación se utiliza para analizar la evolución coyuntural de la zona del euro y proporciona información importante para el análisis económico, las proyecciones macroeconómicas y las previsiones a corto plazo del BCE. Eurostat continuará publicando en paralelo este dato inicial hasta que la nueva estimación preliminar de avance del PIB esté más consolidada y aumente el número de países que empiezan a publicar estimaciones nacionales. No obstante, ninguna de las estimaciones de avance facilita información sobre revisiones de los resultados de trimestres anteriores, aunque se observa que las nuevas estimaciones publicadas incluyen revisiones de la estimación preliminar de avance del PIB.

La metodología empleada para elaborar la estimación preliminar de avance del PIB de la zona del euro (y de la UE) es la misma que la utilizada para obtener la estimación de avance del PIB con un desfase de 45 días³. La tasa de crecimiento intertrimestral del PIB de la zona del euro se estima a partir de datos

¹ Véase [The ESS Vision 2020](#), p. 5.

² Inicialmente, solo cuatro países de la zona del euro (Alemania, Grecia, Italia y Países Bajos) facilitaban a Eurostat estimaciones de avance del crecimiento del PIB nacional con un desfase de 45 días. Eurostat utilizaba indicadores relacionados para estimar el PIB de los principales países de la zona del euro para los que no se disponía de datos. En cierto modo, esto sirvió de base para que los países realizaran sus propias estimaciones de avance. El mayor uso de métodos estadísticos y el intercambio de experiencias entre países también han desempeñado un papel relevante, a pesar de que las estimaciones de avance del PIB no forman parte del marco jurídico del SEC 2010 ni anteriormente del SEC 95.

³ La metodología se explica en el documento de Eurostat titulado «[Euro area and European Union GDP flash estimates at 30 days](#)», *Statistical working papers*, edición 2016. En 2013, esta metodología sustituyó a la utilizada para elaborar la estimación de avance del PIB ([GDP flash estimate](#)) con un desfase de 45 días desde el final del trimestre de referencia.

nacionales agregando las tasas de crecimiento intertrimestral ajustadas de efectos estacionales y de calendario de cada país utilizando las ponderaciones anuales del PIB nacional a precios corrientes del año anterior. A continuación se calcula el PIB de la zona del euro aplicando la tasa de crecimiento estimada correspondiente al trimestre en curso al nivel del PIB del trimestre anterior, obteniendo así la tasa de crecimiento interanual del PIB. La principal diferencia con respecto a la estimación de avance del PIB con un desfase de 45 días radica en la disponibilidad de datos nacionales. La mayor parte de los países de la zona del euro no publican aún estimaciones de avance del PIB con un desfase de 30 días, pero se las facilitan de forma confidencial a Eurostat para que elabore las estimaciones preliminares de avance del PIB de la zona del euro y de la UE. Actualmente, solo seis países de la zona, Bélgica, España, Francia, Letonia, Lituania y Austria (que en 2015 representaban el 39 % del PIB de la zona del euro) publican una estimación de avance del PIB transcurridos 30 días. La estimación preliminar de avance del PIB de la zona correspondiente al primer trimestre de 2016 se basó en información de 11 países de la zona con una cobertura del 94 % del PIB total de la zona, de la cual un 55 % tenía carácter confidencial⁴. El cuadro que figura a continuación proporciona una comparativa de las prácticas nacionales de publicación de datos del PIB, así como el grado de cumplimiento de la obligación establecida en el SEC 2010 de facilitar datos 60 días después del final del trimestre de referencia. Esta comparativa muestra algunas diferencias en lo que se refiere a fecha de publicación, nivel de detalle y calidad en la elaboración de las cuentas nacionales trimestrales que deben tomarse en consideración al analizar los datos.

⁴ Estimación del BCE basada en información facilitada por Eurostat sobre la publicación por primera vez de la [estimación preliminar de avance del PIB](#) y su comunicado de prensa del 29 de abril de 2016.

Cuadro

Datos sobre el PIB y sus componentes publicados en el marco de la contabilidad nacional trimestral

	Estimación preliminar de avance del PIB (desfase de 30 días)		Estimación de avance del PIB (desfase de 45 días)			Segunda estimación del PIB (desfase de 60 días)		
	Crecimiento del PIB	Componentes del PIB	Crecimiento del PIB	¿Estimación o revisión del crecimiento del PIB?	Componentes del PIB	Día de publicación	¿Estimación o revisión del crecimiento del PIB?	Componentes del PIB
Bélgica	Publicado	-	-	-	-	t + 60	Revisión	Sí
Alemania	-	-	Publicado	Estimación	-	t + 54	Revisión	Sí
Estonia	-	-	Publicado	Estimación	-	t + 68	Revisión	Sí
Irlanda	-	-	-	-	-	t + 70	Estimación	Sí
Grecia	-	-	Publicado	Estimación	-	t + 60	Revisión	Sí
España	Publicado	-	-	-	-	t + 55	Revisión	Sí
Francia	Publicado	Sí	-	-	-	t + 60	Revisión	Sí
Italia	-	-	Publicado	Estimación	-	t + 65	Revisión	Sí
Chipre	-	-	Publicado	Estimación	-	t + 68	Revisión	Sí
Letonia	Publicado	-	-	-	-	t + 60	Revisión	Sí
Lituania	Publicado	-	-	-	-	t + 60	Revisión	Sí
Luxemburgo	-	-	-	-	-	t + 85	Estimación	Sí
Malta	-	-	-	-	-	t + 70	Estimación	Sí
Países Bajos	-	-	Publicado	Estimación	sí	-	-	-
Austria	Publicado	Sí	-	-	-	t + 60	Revisión	Sí
Portugal	-	-	Publicado	Estimación	-	t + 60	Revisión	Sí
Eslovenia	-	-	-	-	-	t + 60	Estimación	Sí
Eslovaquia	-	-	Publicado	Estimación	-	t + 68	Revisión	Sí
Finlandia	-	-	Publicado	Estimación	-	t + 60	Revisión	Sí
Zona del euro	Publicado	-	Publicado	Revisión	-	t + 68	Revisión	Sí

Fuente: Recopilación del BCE basada en los sitios web de los institutos nacionales de estadística y de Eurostat.

Notas: Las estimaciones de avance del PIB se refieren a datos del primer trimestre de 2016. Las segundas estimaciones del PIB se refieren a datos del cuarto trimestre de 2015. Además de las estimaciones que figuran en el cuadro, algunos países de la zona del euro (por ejemplo, Bélgica y Francia), así como algunos países no pertenecientes a la zona (como el Reino Unido), publican una tercera estimación del PIB alrededor de tres meses después del final del trimestre de referencia, que incluye revisiones de estimaciones anteriores tanto del PIB como de sus principales agregados. Eurostat dejó de publicar la tercera actualización de los datos del PIB de la zona del euro en septiembre de 2014, cuando entró en vigor el SEC 2010. Asimismo, las cuentas trimestrales por sectores (cuya estimación de avance se publica con un desfase de alrededor de 110 días, y la estimación final, dos semanas después) podrían incluir revisiones de los datos publicados en la segunda estimación del PIB de la zona del euro, aunque actualmente no se corresponden con las cuentas nacionales trimestrales de la zona del euro.

La principal dificultad en la elaboración de estimaciones de avance del PIB nacional con un desfase de 30 días se debe a la limitada disponibilidad de datos para el tercer mes del trimestre, mientras que la información disponible para calcular el PIB nacional en estimaciones posteriores mejora de manera significativa. Para obtener la estimación preliminar de avance del PIB nacional, el dato del tercer mes suele estimarse aplicando técnicas de modelización estadística que utilizan la información mensual disponible (como estadísticas a corto plazo, encuestas de opinión empresarial, estadísticas de precios y estimaciones preliminares de los datos disponibles). A escala nacional se aplican diversos métodos para elaborar la estimación de avance del PIB: métodos directos (por ejemplo, modelos autorregresivos con retardos, modelos factoriales dinámicos), métodos indirectos (técnicas de desagregación temporal), modelos de predicción puros (modelos ARIMA, modelos estructurales de series temporales) o modelos multivariantes [de vectores autorregresivos (VAR), modelos estructurales]. La elección de una u otra técnica depende de la disponibilidad de datos nacionales para el tercer mes desde el final del trimestre de referencia, en torno a 28 días. Se aplica el mismo método de compilación que en la contabilidad nacional trimestral con el fin de asegurar un elevado grado de coherencia con los resultados finales.

Aunque es demasiado pronto para valorar la fiabilidad de la nueva estimación preliminar de avance del PIB de la zona del euro, cumple los criterios preestablecidos de calidad recomendada, según las pruebas que ha llevado a cabo Eurostat⁵. En concreto, los resultados obtenidos para la estimación preliminar de avance del PIB de la zona del euro fueron los siguientes⁶:

- **Una estimación insesgada** del crecimiento del PIB de la zona del euro con un desfase de 45 días con una revisión media en un rango de +/-0,05 puntos porcentuales y una revisión no superior al 66,7 % en la misma dirección. Con este criterio, los resultados para la zona del euro supusieron una revisión media de 0,0 puntos porcentuales y, en consecuencia, una distribución homogénea de las revisiones al alza y a la baja.
- **Una revisión media absoluta máxima** para la zona del euro de 0,1 puntos porcentuales en comparación con el avance de crecimiento del PIB con un desfase de 45 días y de 0,13 puntos porcentuales con respecto a los datos del PIB publicados en torno a 65 días después del final del trimestre de referencia. Los resultados observados para la zona del euro fueron de 0,06 puntos porcentuales en ambos casos.
- **Una cobertura suficiente** definida como el 70 % del PIB total de la zona del euro. Para los trimestres utilizados en las estimaciones de prueba, la cobertura fue, en promedio, del 83 % del PIB total de la zona, alcanzando de manera sistemática el 94 % en los tres últimos trimestres.

Al examinar los datos correspondientes al primer trimestre de 2016, la estimación preliminar de avance del PIB de la zona del euro indicaba un crecimiento intertrimestral del 0,55 %, que se revisó en 0,03 puntos porcentuales a la baja, hasta el 0,52 %, en la publicación de la estimación de avance del PIB con un desfase de 45 días. Esto podría atribuirse, fundamentalmente, a dos factores: en primer lugar, a revisiones derivadas de la disponibilidad de información nacional más adecuada y, en segundo lugar, a una cobertura ligeramente más amplia de la zona del euro (97 % del PIB de la zona).

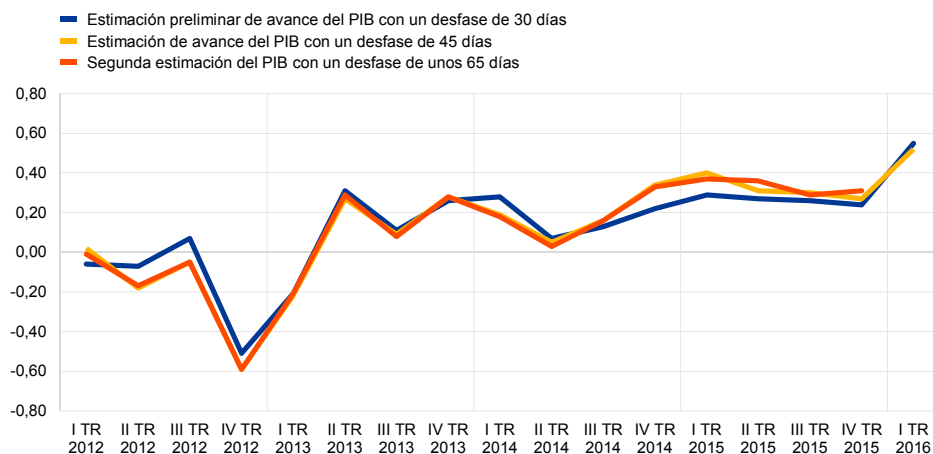
⁵ Las estimaciones de prueba de la zona del euro se realizaron durante los dos últimos años para las tasas de crecimiento intertrimestrales e interanuales basadas en pruebas en tiempo real para ocho trimestres (I TR 2014-IV TR 2015) y ocho trimestres de estimaciones «reconstruidas» para los trimestres I TR 2012-IV TR 2013.

⁶ Información facilitada por Eurostat en su documento «Euro area and European Union GDP flash estimates at 30 days», *Statistical working papers*, edición 2016.

Gráfico

Revisiones del crecimiento del PIB de la zona del euro

(tasas de crecimiento intertrimestral; volúmenes encadenados ajustados de efectos estacionales y de calendario)



Fuente: Eurostat.

El adelanto en la disponibilidad de las estimaciones del crecimiento intertrimestral del PIB de la zona del euro de 45 a 30 días después del final del trimestre de referencia representa un importante avance para los responsables de la política económica, lo que redundará en beneficio de los diversos procesos utilizados en la preparación de la política monetaria, como las proyecciones macroeconómicas y las evaluaciones analíticas. La mayor rapidez en la disponibilidad de información sobre la evolución del PIB de la zona del euro y de los países que la integran permitirá realizar un análisis más exhaustivo de sus repercusiones sobre las perspectivas a corto plazo.

Recuadro 5

Recomendaciones de política fiscal específicas por país en el marco del Semestre Europeo 2016

El 18 de mayo de 2016, la Comisión Europea anunció sus propuestas de recomendaciones específicas de política económica y fiscal para todos los Estados miembros de la UE excepto Grecia, incluidas recomendaciones relativas a la aplicación del Pacto de Estabilidad y Crecimiento (PEC) de la UE.

Está previsto que las recomendaciones específicas sean aprobadas por los ministros de Economía y Finanzas el 17 de junio y, posteriormente, los días 28-29 de junio, por el Consejo Europeo¹. Las recomendaciones de política fiscal del Consejo tratan de asegurar el cumplimiento del PEC por parte de los respectivos países. Así pues, en las recomendaciones se emiten dictámenes sobre las actualizaciones de los programas de estabilidad y convergencia de 2016 que los Gobiernos debían presentar a la Comisión Europea y al Consejo a mediados de abril. En cuanto al seguimiento, las recomendaciones específicas de política fiscal formuladas para cada país en el marco del Semestre Europeo 2016 deberán quedar reflejadas en los proyectos de planes presupuestarios para 2017 que los países de la zona del euro deben presentar al Eurogrupo y a la Comisión Europea para mediados de octubre. En este contexto, en este recuadro se analizan las recomendaciones de política fiscal dirigidas a los 18 países de la zona del euro no acogidos a un programa.

Según las previsiones de primavera de 2016 de la Comisión Europea, la orientación conjunta de la política fiscal de la zona del euro será ligeramente expansiva en 2016 y 2017². Por un lado, esto indica que los países de la zona del euro que han alcanzado su objetivo presupuestario a medio plazo (OMP), principalmente Alemania, están utilizando parte de su margen de maniobra fiscal. Por otro, también refleja el hecho de que un número considerable de países, incluidos aquellos con niveles elevados de deuda pública, no están cumpliendo los compromisos de ajuste estructural adquiridos en el marco del Pacto (véase cuadro).

En consecuencia, las recomendaciones específicas por país de la Comisión identifican riesgos de incumplimiento del esfuerzo de ajuste estructural que exige el PEC en muchos países de la zona del euro. Según las previsiones de primavera de 2016 de la Comisión Europea, ninguno de los países que en 2015 registraron un déficit por encima del valor de referencia del 3 % del PIB (Portugal, España y Francia) realizarán un esfuerzo de ajuste estructural en el período 2016-

¹ El Semestre Europeo 2016 concluirá formalmente con la adopción de las recomendaciones específicas por país por parte del Consejo de Economía y Finanzas (Consejo ECOFIN) en la reunión que se celebrará el 12 de julio.

² Para un análisis del concepto de orientación de la política fiscal de la zona del euro, véase el artículo titulado «La orientación de la política fiscal de la zona del euro» en este número del *Boletín Económico*.

2017 (es decir, una reducción del déficit presupuestario logrado a través de factores distintos del impacto del ciclo económico y de medidas presupuestarias de carácter temporal). Además, se prevén importantes deficiencias en la consecución del ajuste estructural exigido en los países que actualmente están sujetos al componente preventivo, del Pacto aunque, en determinados casos, las exigencias se han reducido notablemente. En concreto, tras la reciente adopción de un acuerdo sobre la manera de hacer operativa la flexibilidad prevista en el PEC en lo que respecta a las reformas estructurales³, los países que todavía no han alcanzado sus OMP pueden avanzar hacia su consecución más lentamente realizando menores esfuerzos de saneamiento estructural en caso de que apliquen reformas estructurales, efectúen más inversiones e implementen reformas de los sistemas de pensiones⁴. Para algunos países, el ajuste estructural exigido se ha reducido más para que puedan compensar los costes derivados de la acogida de refugiados y del mayor gasto en seguridad. En general, la introducción de esta flexibilidad ha rebajado los requerimientos de avance hacia la consecución del OMP de un promedio del 0,5 % del PIB a un -0,1 % del PIB en 2016⁵. Pese a ello, se espera que los países sujetos al componente preventivo del PEC que todavía no han alcanzado sus OMP incumplan las menores exigencias aplicando políticas fiscales expansivas que, en promedio, equivalen a un -0,3 % del PIB. Esto supone un nuevo retraso en la consecución de los OMP por parte de los Estados miembros y, con ello, dificulta el retorno a unas finanzas públicas sólidas durante la oportunidad única que brindan unas condiciones financieras favorables⁶.

Por consiguiente, las recomendaciones de política fiscal dirigidas a los países varían en función del margen de maniobra fiscal existente.

Las recomendaciones instan a los Estados miembros que se prevé que no cumplan los compromisos de ajuste estructural adquiridos en el contexto del PEC a que apliquen nuevas medidas para garantizar su cumplimiento. Además, se recomienda que los países que todavía no han alcanzado sus OMP y que se espera que mantengan un nivel de deuda de las Administraciones Públicas superior al umbral del 60 % del PIB (Bélgica, Francia, España, Italia, Irlanda, Portugal y Finlandia) utilicen los ingresos imprevistos de que puedan disponer —por ejemplo, el ahorro derivado de unos pagos por intereses más bajos de lo previsto— para reducir el déficit. Al mismo tiempo, entre los países de la zona del euro que ya han logrado sus OMP, se recomienda a Alemania que alcance una tendencia de crecimiento sostenida en la inversión pública, especialmente en infraestructuras, educación, investigación e innovación. En el caso de los Países Bajos se recomienda que se dé prioridad al gasto público con el fin de contribuir a aumentar la inversión en investigación y desarrollo.

³ Para más información, véase la Posición Común del Comité Económico y Financiero sobre flexibilidad del Pacto de Estabilidad y Crecimiento: <http://data.consilium.europa.eu/doc/document/ST-14345-2015-INIT/en/pdf>.

⁴ Para más detalles, véase el recuadro titulado «Flexibility within the Stability and Growth Pact», *Boletín Económico*, número 1, BCE, 2015.

⁵ Quedan excluidos los países que han alcanzado su OMP.

⁶ Véase el recuadro titulado «La eficacia del objetivo presupuestario a medio plazo como ancla de las políticas fiscales», *Boletín Económico*, número 4, BCE, 2015.

Cuadro

Ajuste estructural exigido en el marco del PEC en el período 2016-2017

(puntos porcentuales del PIB)

	Ajuste estructural en 2016	Ajuste estructural exigido en 2016 en el marco del PEC	Por memoria: Ajuste estructural exigido en 2016 en el marco del PEC (excluida la flexibilidad concedida)	Ajuste estructural en 2017	Ajuste estructural exigido en 2017 en el marco del PEC
Componente preventivo del PEC					
Bélgica	0,3	0,3	0,6	0,2	0,6
Alemania	-0,4	0,0	0,0	-0,1	0,0
Estonia	-0,5	0,0	0,0	-0,3	0,0
Irlanda	0,2	0,6	0,6	1,0	0,6
Italia	-0,7	-0,35	0,5	0,0	0,6
Chipre	-1,3	0,0	0,0	-0,9	0,0
Letonia	0,3	0,3	0,8	0,0	-0,1
Lituania	-0,8	-0,7	0,0	0,4	0,1
Luxemburgo	-0,3	0,0	0,0	-1,1	0,0
Malta	0,7	0,6	0,6	0,4	0,6
Países Bajos	-0,6	-0,2	0,0	0,3	0,6
Austria	-0,9	-0,8	0,0	-0,3	0,0
Eslovenia	0,2	0,5	0,6	-0,4	0,6
Eslovaquia	0,2	0,25	0,25	0,6	0,5
Finlandia	-0,2	0,3	0,5	0,1	0,6
Componente corrector del PEC					
Portugal (plazo de corrección fijado en el PDE: 2015)	-0,2	0,6	0,6	-0,3	0,6
España (plazo de corrección fijado en el PDE: 2016)	-0,2	1,2	1,2	-0,1	0,6
Francia (plazo de corrección fijado en el PDE: 2017)	0,0	0,8	0,8	-0,2	0,9

Fuentes: Previsiones de primavera de 2016 de la Comisión Europea y recomendaciones específicas por país.

Notas: En este cuadro, un ajuste exigido de cero corresponde a los países que ya habían cumplido su OMP al principio del año respectivo. Los compromisos de ajuste estructural en el contexto del PEC (segunda y última columna) reflejan la reducción del ajuste concedida a algunos países con el fin de tener en cuenta la flexibilidad otorgada en relación con la aplicación de reformas estructurales, la inversión pública y las reformas de los sistemas de pensiones, así como los costes de acogida de refugiados y el aumento del gasto en seguridad. PDE se refiere al procedimiento de déficit excesivo.

El 18 de mayo, la Comisión Europea también publicó recomendaciones relativas a la implementación del Pacto de Estabilidad y Crecimiento. La

Comisión recomendó que se deroguen los procedimientos de déficit excesivo (PDE) de Irlanda y Eslovenia para el plazo fijado, el año 2015, así como que se derogue el PDE de Chipre un año antes de que concluya el plazo establecido en el PDE, 2016. En los informes elaborados con arreglo al apartado 3 del artículo 126 del Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea (TFUE), la Comisión consideró el incumplimiento del criterio de deuda por parte de Bélgica, Italia y Finlandia en 2015 y decidió no abrir un PDE. En el caso de Finlandia, existen factores atenuantes que explican el incumplimiento del valor de referencia para la deuda pública en un 3,1 % del PIB, entre ellos la asistencia financiera prestada a otros países de la zona del euro para salvaguardar la estabilidad financiera y también el impacto negativo del ciclo económico. En cuanto a Bélgica e Italia, los informes de la Comisión tomaron en consideración factores relevantes, entre los que se incluyen: i) el cumplimiento del ajuste estructural exigido en el contexto del componente preventivo del PEC; ii) unas condiciones económicas desfavorables (débil crecimiento y baja inflación) que

dificultan el cumplimiento de la regla sobre la deuda, y iii) la aplicación de reformas estructurales para promover el crecimiento. Para ambos países, en la evaluación del cumplimiento del componente preventivo del PEC en el período 2016-2017 se tuvieron en cuenta las menores exigencias resultantes de la flexibilidad concedida para hacer frente a los costes derivados de la acogida de refugiados y del aumento del gasto en seguridad. Además, en el caso de Italia la flexibilidad adicional que se otorgó para que se realicen reformas estructurales e inversiones, aparte de la flexibilidad anteriormente mencionada, redujo el ajuste estructural exigido en 2016 del 0,5 % del PIB al -0,35 % del PIB, también bajo la asunción del compromiso de las autoridades de cumplir las condiciones establecidas en el PEC en 2017. En el otoño, la Comisión volverá a considerar el grado de cumplimiento de la senda de ajuste hacia la consecución del OMP basándose en el proyecto de plan presupuestario para el año que viene. Las evaluaciones del cumplimiento de la regla sobre la deuda no integraron los incumplimientos previos como factor agravante y tampoco consideraron identificar y cuantificar el impacto de factores relevantes que permitieran asegurar que cualquier discrepancia en el cumplimiento de la regla sobre la deuda quedaba adecuadamente explicada⁷.

En las recomendaciones específicas de la Comisión Europea se aconsejaba ampliar en un año los plazos establecidos en el PDE para Portugal y España, a 2016 y 2017, respectivamente, y que se exija un ajuste estructural del 0,25 % del PIB este año. Se ha de observar que, mientras que las recomendaciones específicas por países se basan en los artículos 121 y 148 del TFUE, el Consejo debe adoptar sus decisiones relacionadas con el procedimiento de déficit excesivo según lo dispuesto en el artículo 126 del TFUE. Asimismo, mientras que el apartado 3, artículo 10, del Reglamento del Consejo (CE) n° 1467/97⁸ establece que el Consejo debe actuar de inmediato en caso de que un déficit excesivo no se haya corregido, la determinación de si las ampliaciones del plazo deberían asociarse a una aceleración del PDE y a posibles sanciones se aplazó a principios de julio. Además, el ajuste estructural recomendado del 0,25 % del PIB se compara con un ajuste de «al menos el 0,5 % del PIB» previsto en el apartado 4, artículo 3, del Reglamento n° 1467/97.

Por último, la Comisión no recomendó la apertura de un procedimiento de desviación significativa a Malta, que, con arreglo al componente preventivo del PEC, se desvió considerablemente del ajuste estructural exigido y del valor de referencia para el gasto en 2015, según las previsiones de primavera de 2016 de la Comisión.

Para garantizar la credibilidad es importante que el marco de gobernanza se aplique con rigurosidad jurídica, transparencia y coherencia en el tiempo y en los distintos países. Como consecuencia de las lecciones extraídas de la crisis, en 2011 y 2013 se introdujeron importantes mejoras en el marco de gobernanza fiscal de la UE. La introducción de la regla sobre la deuda en el componente corrector del PEC y el establecimiento del procedimiento de desviación significativa en el componente preventivo (para asegurar que se realizan suficientes avances hacia la consecución de los OMP) revisten especial importancia en este contexto, al igual

⁷ Véase el artículo titulado «Estrategias de reducción de la deuda pública en la zona del euro», *Boletín Económico*, número 3, BCEB, 2016.

⁸ Reglamento (CE) n° 1467/97 del Consejo, de 7 de julio de 1997, relativo a la aceleración y clarificación del procedimiento de déficit excesivo.

que las modificaciones del proceso de toma de decisiones que pretenden proteger a la Comisión Europea de presiones políticas con el objetivo de aumentar el automatismo en la aplicación de normas y sanciones. Para que estas mejoras sean eficaces es esencial una aplicación íntegra, transparente y coherente del PEC. El enfoque relativo a la implementación del PEC en el marco del Semestre Europeo 2016 ha suscitado algunas dudas que deberán ser consideradas.