

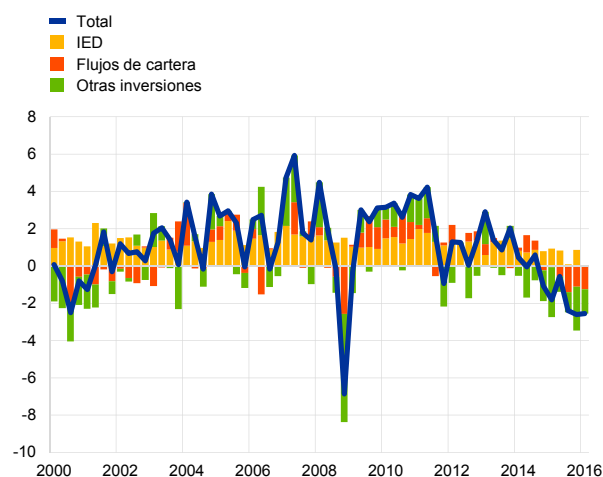
# Recuadro 1

## Evolución reciente de los flujos de capital hacia las economías emergentes

### Gráfico A

#### Entradas netas de capital en las economías emergentes

(en porcentaje del PIB nominal)



Fuentes: Haver Analytics, FMI y cálculos del BCE.

Notas: Las entradas netas de capital se definen como la suma de la inversión extranjera directa (IED), los flujos netos de cartera y otras inversiones netas. Datos agregados usando ponderaciones del PIB en términos de paridad del poder adquisitivo (PPA).

Las entradas netas de capital en las principales economías emergentes han seguido una tendencia a la baja desde 2011 y se han mantenido en niveles negativos desde el cuarto trimestre de 2014<sup>2</sup>. Estos flujos se recuperaron rápidamente tras la crisis financiera mundial. Sin embargo, en 2011 este repunte revirtió y, desde entonces, las entradas netas de capital han mostrado una tendencia a la baja (véase gráfico A). Además, después de recuperarse moderadamente en 2013, las entradas netas de capital en las economías emergentes registraron un nuevo descenso y se han mantenido en niveles negativos en los seis últimos trimestres. Este es el período más largo de salidas netas de capital consecutivas de las economías emergentes desde 2001. Este cambio parece generalizado entre las distintas categorías de inversión. En particular, la inversión extranjera directa,

el componente más estable de la cuenta financiera, se mantuvo por debajo de su media de largo plazo (2000-I TR 2016) en los dos últimos años.

**El descenso de los flujos netos de capital hacia las economías emergentes también se ha visto reflejado, en cierta medida, en un debilitamiento gradual y generalizado de las monedas de estos países.** Entre 2011 y 2015, las monedas de las economías emergentes siguieron una tendencia a la baja. Este debilitamiento fue especialmente acusado en el período comprendido entre mediados de 2014 y finales de 2015, cuando el dólar estadounidense empezó a apreciarse en un entorno de aumento gradual de las expectativas de los mercados de un endurecimiento de la política monetaria de Estados Unidos. Desde principios de 2016, las monedas de estos países han comenzado a recuperar parte de sus pérdidas.

<sup>2</sup> Este recuadro se centra en las entradas netas de capital privado en un grupo de importantes economías emergentes compuesto por Argentina, Brasil, Chile, China, Colombia, India, Indonesia, Malasia, México, Rusia, Sudáfrica, Corea del Sur, Taiwán, Tailandia, Turquía y Venezuela. Hong Kong y Singapur se excluyen del análisis dado su carácter especial de centros financieros internacionales. Los flujos se definen como la suma de la inversión extranjera directa, los flujos de cartera y otras inversiones, y no incluyen variaciones de reservas exteriores.

**Sobre la base de un marco estándar de «factores de empuje/factores de atracción»<sup>3</sup> (*push/pull*), se utiliza un modelo sencillo para determinar, a nivel agregado, los posibles factores determinantes de la reciente desaceleración de las entradas netas de capital en las economías emergentes (véase gráfico B).**

A través de un modelo uniecuacional se relacionan las entradas netas de capital en las economías emergentes (medidas en porcentaje del PIB) de la balanza de pagos a nivel agregado con el atractivo relativo de la situación económica interna (medido como el diferencial de crecimiento del PIB real entre las respectivas economías emergentes y las avanzadas y por los diferenciales de tipos de interés), y con los cambios en la situación mundial, incluidos la aversión al riesgo a escala global (medida por el índice VIX), las variaciones de los precios del petróleo y un indicador de las expectativas acerca de la política monetaria estadounidense.

**Los resultados del modelo sugieren que la reducción del diferencial de crecimiento entre las economías emergentes y las avanzadas ha sido un importante factor determinante de las salidas netas de capital de las economías emergentes en los últimos años.**

Desde 2010, el crecimiento de las principales economías emergentes ha seguido una tendencia a la baja, impulsada tanto por el deterioro del entorno exterior como por factores estructurales internos (véase gráfico C)<sup>4</sup>. Al mismo tiempo, el crecimiento en las economías avanzadas se ha estabilizado desde 2013. Ello ha llevado a una disminución del diferencial de crecimiento entre las economías emergentes y las avanzadas, lo que ha restado atractivo a las primeras para la inversión extranjera. Además, es posible que el bajo nivel de crecimiento o las recesiones en algunas economías emergentes hayan provocado salidas brutas de capital. El diferencial medio de crecimiento intertrimestral descendió desde 1,2 puntos porcentuales en el período anterior a la crisis (2001-2007) hasta 0,9 puntos porcentuales en 2010-2015 y hasta 0,7 puntos porcentuales en los dos últimos años.

---

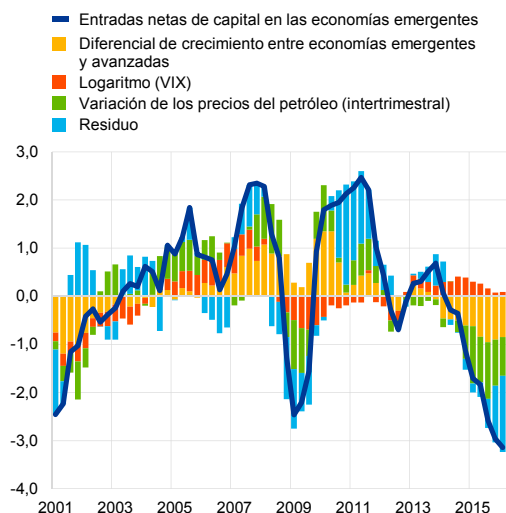
<sup>3</sup> Un marco de «factores de empuje/factores de atracción» distingue dos tipos de factores determinantes de las entradas netas de capital en la economía. Entre los determinantes del atractivo de la economía nacional para los inversores –los denominados «factores de atracción»– se incluyen el crecimiento económico, el riesgo del país o la rentabilidad de las inversiones. Los «factores de empuje» internacionales determinan las decisiones de inversión en el exterior de los inversores extranjeros e incluyen la aversión al riesgo a escala mundial, y el crecimiento y los tipos de interés de las economías de otros países. Véase R. Koepke, «What Drives Capital Flows to Emerging Markets? A Survey of the Empirical Literature», *IIF Working Paper*, Institute of International Finance, 2015.

<sup>4</sup> Véase el artículo titulado «La desaceleración de las economías emergentes y sus implicaciones para la economía mundial», *Boletín Económico*, número 3, BCE, 2016.

## Gráfico B

### Contribuciones basadas en el modelo a las entradas netas de capital en las economías emergentes

(corregidas por la media; medias móviles de cuatro trimestres; en porcentaje del PIB nominal)



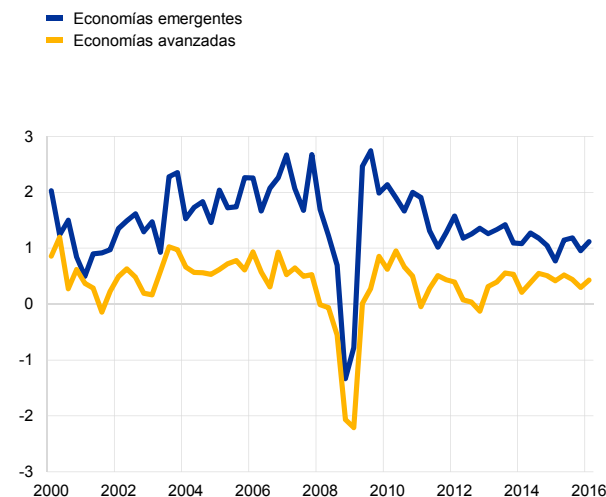
Fuentes: Datastream, Haver Analytics, FMI y cálculos del BCE.

Notas: La muestra de países figura en la nota 1 a pie de página de este recuadro. El período muestral abarca desde el primer trimestre de 2000 hasta el primer trimestre de 2016. Todos los agregados se calculan usando ponderaciones del PIB en términos de paridad del poder adquisitivo (PPA). El diferencial de crecimiento se calcula en relación con el agregado de las economías avanzadas (véanse las notas del gráfico C para la muestra de países). El diferencial de tipos de interés y las expectativas sobre la política monetaria estadounidense no son estadísticamente significativos en la regresión; por tanto, el gráfico se basa en el modelo excluidas estas variables (las contribuciones de otros factores se mantienen prácticamente invariables). Para abordar el problema de la endogeneidad, se utilizan diferenciales de crecimiento retardados.

## Gráfico C

### Crecimiento del PIB real en las economías emergentes y avanzadas

(tasas de variación intertrimestral)



Fuentes: Haver Analytics, FMI y cálculos del BCE.

Notas: La muestra de países figura en la nota 1 a pie de página de este recuadro. Datos agregados usando ponderaciones del PIB en términos de paridad del poder adquisitivo (PPA). El conjunto de economías avanzadas comprende Australia, Canadá, Dinamarca, la zona del euro, Japón, Noruega, Suecia, Suiza, Reino Unido y Estados Unidos. La última observación corresponde al primer trimestre de 2016.

**Además, los flujos de capital hacia las economías emergentes se han visto considerablemente afectados por factores externos como la aversión al riesgo a escala mundial y las variaciones de los precios del petróleo.** Los resultados del modelo ponen de manifiesto que las entradas netas de capital responden a la aversión al riesgo a escala mundial, lo que es coherente con la evidencia empírica procedente de la literatura<sup>5</sup>. Además, las recientes salidas netas de capital de las economías emergentes también parecen haber estado impulsadas, en gran medida, por el descenso de los precios del petróleo iniciado en 2014. Las caídas de los precios del crudo tienen un impacto directo sobre las condiciones económicas y de financiación de los países exportadores de materias primas. Sin embargo, las variaciones de estos precios también están correlacionadas positivamente con las entradas netas de capital en países importadores de materias primas. Esta circunstancia podría guardar relación con el hecho de que los precios del petróleo reflejan, en parte, la situación de la demanda global y, por tanto, la renta mundial<sup>6</sup>. En particular, mientras que la fase inicial de la caída de los precios del petróleo

<sup>5</sup> Koepke (2015), *op. cit.*

<sup>6</sup> Véase S. Ahmed, S. Curcuru, F. Warnock y A. Zlate, *The Two Components of International Portfolio Flows*, 2015. Los autores muestran (en relación con los flujos de cartera) que, junto con los flujos resultantes de decisiones de reasignación de carteras, los flujos atribuibles al nuevo ahorro (efecto renta) representan una proporción importante de los flujos de cartera totales.

a partir de mediados de 2014 se vio impulsada fundamentalmente por la oferta, se considera que el descenso observado entre el otoño de 2015 y enero de 2016 estuvo más determinado por la demanda<sup>7</sup>.

**El proceso de normalización de la política monetaria estadounidense ha centrado la atención en el papel que desempeñan las expectativas sobre la senda futura de los tipos de interés oficiales de Estados Unidos a la hora de determinar las entradas de capital en las economías emergentes.** El desarrollo ordenado de los acontecimientos en los mercados financieros en diciembre de 2015, cuando la subida de los tipos de interés oficiales de Estados Unidos ya había sido plenamente descontada por los mercados, frente al episodio del *taper tantrum* de 2013, ha subrayado la importancia de las expectativas relativas a la política monetaria estadounidense para la evolución de los mercados financieros internacionales. Si se utilizan diversas variables como aproximación a las expectativas sobre la política monetaria de Estados Unidos, no se aprecia un impacto significativo de dichas expectativas sobre las entradas netas de capital agregadas en las economías emergentes<sup>8</sup>. Sin embargo, su relevancia como factor determinante de los flujos de cartera en frecuencias más altas<sup>9</sup> parece ser mayor. El papel desempeñado por los diferenciales de tipos de interés entre las economías emergentes y las avanzadas tampoco se recoge claramente en la configuración específica del modelo; sin embargo, en otros estudios más detallados se concluye que el efecto de estos diferenciales es significativo<sup>10</sup>.

**En general, los diferenciales de crecimiento económico entre las economías emergentes y las avanzadas siguen siendo un factor determinante fundamental de las entradas netas de capital en las primeras.** Esto subraya la necesidad de aplicar políticas económicas sólidas en las economías emergentes, dirigidas a abordar los elementos de vulnerabilidad existentes y a respaldar la expansión económica, especialmente en un contexto de perspectivas de desaceleración del crecimiento económico mundial.

---

<sup>7</sup> Véase el recuadro titulado «Implicaciones globales de los bajos precios del petróleo», *Boletín Económico*, número 4, BCE, 2016.

<sup>8</sup> Se han probado especificaciones alternativas, como los rendimientos de los bonos del Tesoro estadounidense a diez años, la diferencia entre los rendimientos de los bonos del Tesoro estadounidense a diez años y los tipos de interés a tres meses del mercado monetario, y los contratos de futuros sobre eurodólares.

<sup>9</sup> Véase, por ejemplo, T. Dahlhaus y G. Vasishtha, «The Impact of U.S. Monetary Policy Normalization on Capital Flows to Emerging-Market Economies», *Staff Working Papers*, número 14-53, Bank of Canada, 2014. Los autores concluyen que la perturbación asociada a la normalización de la política monetaria estadounidense tiene un efecto económico pequeño, pero estadísticamente significativo, en los flujos de cartera mensuales hacia las economías emergentes. Un análisis realizado recientemente por el FMI (*Perspectivas de la Economía Mundial*, abril de 2016, capítulo 2) arroja un resultado similar en una frecuencia semanal y para un período muestral a partir de 2013.

<sup>10</sup> Se ha probado una especificación estándar utilizando el diferencial de los tipos de interés oficiales frente a las economías avanzadas, y una especificación alternativa empleando un diferencial de rendimientos de la deuda pública a dos años para captar con mayor precisión la evolución reciente de las políticas monetarias de las economías avanzadas. Los resultados del modelo no muestran un impacto estadísticamente significativo de los diferenciales de tipos de interés entre las economías emergentes y las avanzadas sobre las entradas netas de capital en las economías emergentes. Esto podría deberse al nivel de agregación de la variable dependiente, que no permite tener en cuenta la heterogeneidad de los tipos de interés y los perfiles de riesgo de cada país. En otros estudios se emplea con frecuencia una metodología de datos de panel, que permite considerar efectos nacionales específicos. Véase, por ejemplo, S. Ahmed y A. Zlate, «Capital Flows to Emerging Market Economies: A Brave New World?», *International Finance Discussion Papers*, número 1081, Board of Governors of the Federal Reserve System, 2013.

## Recuadro 2

### El mercado de renta fija privada y el programa de compras de bonos corporativos del BCE

**El 8 de junio de 2016, el Eurosistema comenzó a realizar adquisiciones en el marco de su nuevo programa de compras de bonos corporativos (CSPP, en sus siglas en inglés).** La finalidad de este programa, que fue anunciado por el Consejo de Gobierno del BCE tras su reunión del 10 de marzo, es reforzar la transmisión de las adquisiciones de activos por parte del Eurosistema a las condiciones de financiación de la economía real. El CSPP forma parte del programa de compra de activos (APP, en sus siglas en inglés) del Eurosistema<sup>11</sup>, con arreglo al cual está previsto que las compras de activos continúen hasta el final de marzo de 2017 o hasta una fecha posterior, si fuera necesario, y, en todo caso, hasta que el Consejo de Gobierno observe un ajuste sostenido de la senda de inflación que sea compatible con su objetivo de lograr tasas de inflación inferiores, aunque próximas, al 2 % a medio plazo. **En este recuadro se describe el CSPP y se analiza su impacto inicial sobre el mercado de renta fija privada.**

**En el CSPP, el Eurosistema adquiere valores emitidos por empresas no pertenecientes al sector bancario tanto en el mercado primario como en el secundario.** Una condición indispensable para que los valores puedan ser comprados es que estén admitidos como activos de garantía en las operaciones de crédito del Eurosistema. En concreto, su mejor calificación crediticia de entre las otorgadas por instituciones externas de evaluación del crédito debe corresponder, como mínimo, a la categoría 3 (grado de inversión) según el marco de evaluación del crédito del Eurosistema. Además, los valores tienen que estar denominados en euros, tener una vida residual mínima de seis meses y máxima de 30 años en el momento de la compra y su emisor ha de ser una empresa establecida en la zona del euro; los valores emitidos por entidades de crédito no son admisibles. El Eurosistema aplica a sus tenencias de cada valor un límite máximo del 70 % de la emisión<sup>12</sup>.

**Entre el 8 de junio de 2016, fecha en que se iniciaron las compras en el marco del CSPP, y el 15 de julio, el Eurosistema adquirió bonos de empresas no pertenecientes al sector bancario por importe de 10,4 mm de euros<sup>13</sup>.** El 7 % de las compras se realizaron en el mercado primario y el 93 % en el mercado

<sup>11</sup> El APP también incluye el programa de compras de bonos de titulación de activos (ABSPP), el tercer programa de adquisiciones de bonos garantizados (CBPP3) y el programa de compras de valores públicos (PSPP).

<sup>12</sup> Sin embargo, en casos concretos se aplica un límite por emisión más bajo, por ejemplo, a los valores emitidos por empresas públicas, que se tratan de forma coherente con el tratamiento que se les aplica en el PSPP.

<sup>13</sup> Todos los datos sobre compras se refieren a compras liquidadas antes del 15 de julio de 2016 y se expresan a valor de mercado.

secundario. El importe de las adquisiciones y su desglose entre los mercados primario y secundario se publican con periodicidad semanal y mensual, respectivamente, en el sitio web del BCE. El mercado de renta fija privada es, por lo general, menos líquido que el de deuda pública, dado que las emisiones de bonos corporativos son mucho más pequeñas en términos de saldo vivo que la mayoría de las emisiones de deuda pública, el mercado está dominado por inversores a largo plazo y las entidades de crédito no suelen actuar como creadores de mercado. Por tanto, la mayor parte del volumen de las adquisiciones realizadas en el marco del CSPP está integrado por operaciones de menos de 10 millones de euros (véase gráfico A), y las operaciones suelen ser mayores en el mercado primario que en el secundario. El volumen medio de las operaciones del CSPP es, en términos generales, comparable al de las operaciones del tercer programa de adquisiciones de bonos garantizados (CBPP3, en sus siglas en inglés) y menor que el de las operaciones del programa de compras de valores públicos (PSPP, en sus siglas en inglés). Del mismo modo, el mercado de *repos* de bonos corporativos tiende a ser menos líquido que el mercado de *repos* de deuda pública. Para respaldar la liquidez en los mercados, desde el 18 de julio las tenencias del Eurosistema de valores adquiridos en el marco del CSPP están disponibles para operaciones de préstamo de valores a través de los bancos centrales nacionales que realizan las compras.

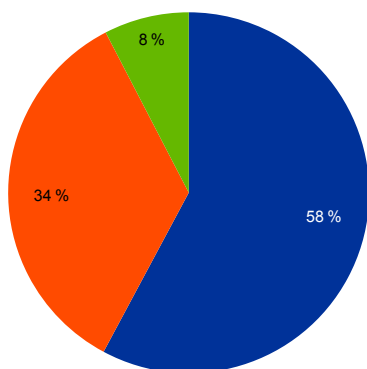
**Las adquisiciones realizadas al amparo del CSPP están muy diversificadas entre distintas calificaciones crediticias, sectores, países y emisores.** Debido al elevado número de emisores del sector empresarial admisibles, hasta el momento las compras se han repartido entre 458 bonos diferentes emitidos por 175 emisores distintos. El rendimiento de los bonos adquiridos ha fluctuado entre alrededor del  $-0,3\%$  y más del  $3\%$ , y algo más del  $20\%$  de las compras se han efectuado con rendimientos negativos superiores al tipo de interés de la facilidad de depósito del BCE, situado en el  $-0,4\%$ . Las calificaciones de los bonos oscilan entre AA y BBB- y la distribución de las adquisiciones refleja, en general, la distribución de calificaciones del universo de bonos admisibles. Las compras están muy diversificadas entre empresas de muchos sectores económicos (véase gráfico B) y entre los países de la zona del euro con bonos en circulación.

### Gráfico A

#### Volumen de las operaciones del CSPP

(porcentajes)

- Menos de €10 millones
- Entre €10 millones y €50 millones
- Más de €50 millones



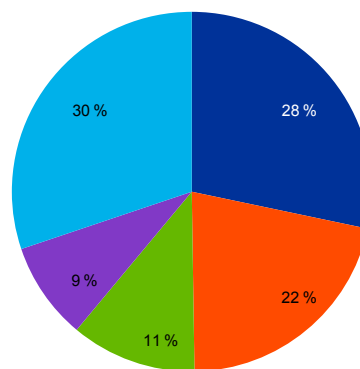
Fuente: BCE.  
Nota: Operaciones en el mercado secundario.

### Gráfico B

#### Distribución sectorial de las compras

(porcentajes)

- Bienes de consumo
- Agua, gas y electricidad
- Comunicaciones
- Industria
- Otros



Fuentes: Bloomberg y BCE.  
Nota: Basado en la clasificación sectorial de Bloomberg.

**Al anuncio del CSPP del 10 de marzo le siguió una contracción significativa del diferencial entre los rendimientos de los bonos emitidos por las sociedades no financieras y un tipo de interés libre de riesgo.** Los diferenciales de los bonos de sociedades no financieras se redujeron de forma acusada el día del anuncio y continuaron disminuyendo posteriormente, interrumpidos solo por episodios temporales de volatilidad en mayo y junio relacionados con el referéndum sobre la permanencia del Reino Unido en la Unión Europea (véase gráfico C). Cuando el 21 de abril se confirmó la admisión de las empresas de seguros en el marco del CSPP, sus

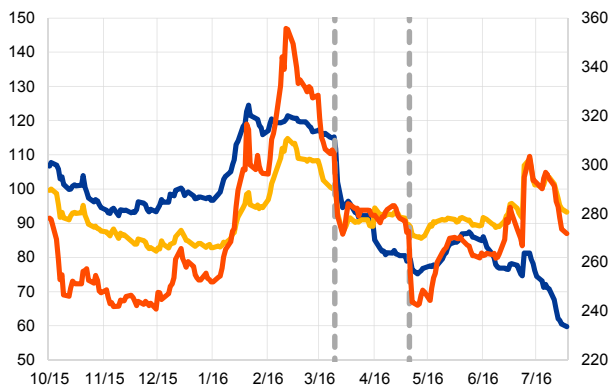
diferenciales también registraron una considerable contracción. La evolución posterior de los diferenciales de los bonos corporativos está asociada, en cierta medida, a la incertidumbre generada por el referéndum británico.

### Gráfico C

#### Diferenciales de los bonos de empresa con calificación de grado de inversión

(puntos básicos)

- Sociedades no financieras
- Entidades de crédito
- Empresas de seguros (escala derecha)



Fuentes: Markit y Bloomberg.  
Notas: Los diferenciales de los bonos corporativos se miden en términos de los diferenciales asociados a su permuta financiera (*asset swap*). Las líneas verticales señalan las reuniones del Consejo de Gobierno del 10 de marzo y del 21 de abril. Los índices también contienen bonos subordinados. La observación más reciente corresponde al 18 de julio de 2016.

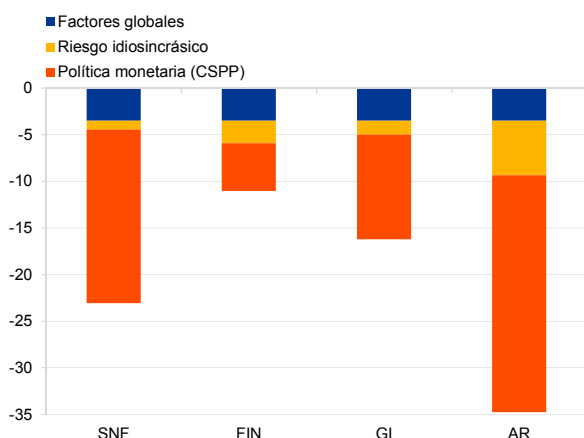
**El análisis econométrico sugiere que una gran parte de la reducción de los diferenciales de los bonos corporativos de la zona del euro de marzo de 2016 es atribuible al anuncio del CSPP.** Siguiendo la práctica actual en la literatura, el impacto del anuncio del CSPP se evalúa siguiendo el enfoque de estudio de eventos centrado en la quincena posterior al anuncio. El análisis empírico indica que las decisiones de política monetaria anunciadas en marzo, que incluyen la puesta en marcha del CSPP, la rebaja del tipo de interés de la facilidad de depósitos del BCE y la nueva serie de cuatro operaciones de financiación a plazo más largo con objetivo específico (TLTRO-II, en sus siglas en inglés), han mejorado las condiciones de la financiación externa de las empresas. Es muy probable

que no sea factible proporcionar estimaciones precisas del impacto de las políticas. No obstante, centrar la atención en el diferencial entre el rendimiento individual de los bonos corporativos y el tipo de interés libre de riesgo al mismo plazo podría ayudar a identificar más directamente los efectos del CSPP.

## Gráfico D

Contribución a las variaciones de los diferenciales de los bonos corporativos en la quincena posterior al anuncio del CSPP

(puntos básicos)



Fuentes: Merrill Lynch y cálculos del BCE.

Notas: Los diferenciales de los bonos corporativos se miden en términos de los diferenciales asociados a su permuta financiera (*asset swap*). SNF representa los bonos emitidos por sociedades no financieras; FIN, los bonos emitidos por el sector financiero; GI, los bonos con grado de inversión, y AR, los bonos de alta rentabilidad (calificación inferior a grado de inversión). Para más detalles del enfoque analítico adoptado para obtener estos resultados, véase la nota 5 a pie de página y R. A. De Santis, «Credit spreads, economic activity and fragmentation», *Working Paper Series*, n.º 1930, BCE, julio de 2016. La observación más reciente corresponde al 24 de marzo de 2016.

**Un análisis de los factores determinantes de los diferenciales de los bonos corporativos estimados a lo largo del período comprendido entre octubre de 1999 y marzo de 2016, basado en un panel temporal de observaciones, muestra que, durante el período identificado que se extiende entre el 10 y el 24 de marzo, 11 puntos básicos de la reducción total de 16 puntos básicos de los diferenciales de los bonos corporativos con grado de inversión de la zona del euro estaban asociados a las medidas de política monetaria anunciadas en marzo, más concretamente a la puesta en marcha del CSPP (véase gráfico D)<sup>14</sup>.** La mayoría de estos bonos son admisibles para su adquisición en el marco del CSPP.

Sin embargo, el mismo análisis identifica también un impacto notable en los segmentos del mercado de renta fija privada dominados por bonos no admisibles. En concreto, muestra un impacto de 25 puntos básicos en los bonos de alta rentabilidad, es decir, bonos con una calificación inferior al grado de inversión, y un impacto de 5 puntos básicos en los bonos corporativos emitidos por instituciones financieras, que incluyen tanto bonos de entidades de crédito no admisibles como bonos admisibles emitidos por empresas de seguros. La evidencia de una reducción de los

diferenciales del crédito a empresas como consecuencia del CSPP queda corroborada por la considerable contracción de los diferenciales de los bonos emitidos por las empresas de seguros cuando, el 21 de abril, se confirmó que estos bonos eran admisibles (véase gráfico C).

<sup>14</sup> Los resultados se basan en un análisis de datos de panel en el que los diferenciales de 4.750 bonos corporativos de la zona del euro se desagregan en sus factores determinantes mediante un procedimiento en dos fases. En la primera, los riesgos idiosincrásicos de cada bono se separan de un factor sistemático o agregado que afecta igualmente al conjunto de los bonos corporativos en el período comprendido entre octubre de 1999 y marzo de 2016. La segunda fase considera los factores determinantes de este componente sistemático, es decir, factores globales, como los precios del petróleo y el índice VIX (Chicago Board Options Exchange Volatility Index), y la política monetaria. Para más información sobre la identificación de riesgos idiosincrásicos y sistemáticos, véase R. A. De Santis, «Credit spreads, economic activity and fragmentation», *Working Paper Series*, n.º 1930, BCE, julio de 2016.

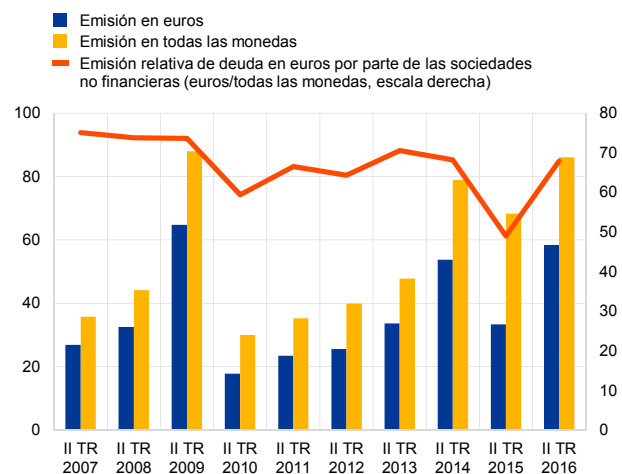


**La emisión de bonos corporativos denominados en euros aumentó después del anuncio del CSPP.** Pese a que la emisión de estos bonos se mantuvo contenida a principios de año, en un entorno de elevada incertidumbre en los mercados financieros, repuntó significativamente tras el anuncio del CSPP. Los datos preliminares (véase gráfico E) sugieren que la actividad emisora en el segundo trimestre de 2016 se situó muy por encima de la media observada en años anteriores. Además, la proporción de nuevos bonos emitidos por empresas de la zona del euro en euros con respecto a las emisiones en todas las monedas se recuperó hasta alcanzar un nivel bastante similar al registrado en el pasado, es decir, alrededor del 70 % (véase gráfico F). Hasta la fecha, las empresas extranjeras con sede central fuera de la zona del euro no han aumentado sus emisiones de bonos en euros.

### Gráfico E

Emisión de deuda por sociedades no financieras de la zona del euro

(mm de euros; porcentajes)



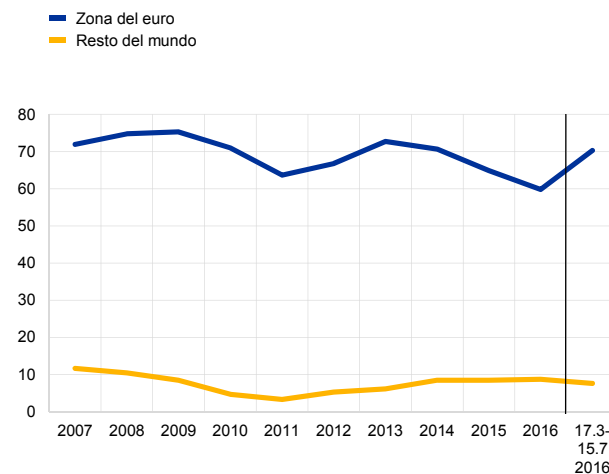
Fuentes: Dealogic y cálculos del BCE.

Notas: Los datos incluyen bonos tanto con grado de inversión como con calificación inferior. «Emisión en euros» incluye las nuevas emisiones denominadas en euros por parte de sociedades no financieras con sede central en la zona del euro. «Emisión en todas las monedas» incluye todas las nuevas emisiones por parte de las sociedades no financieras con sede central en la zona del euro.

### Gráfico F

Proporción de la deuda de las sociedades no financieras emitida en euros

(porcentajes)



Fuentes: Dealogic y cálculos del BCE.

Notas: Los datos incluyen bonos tanto con grado de inversión como con calificación inferior. «Zona del euro» incluye las nuevas emisiones denominadas en euros con respecto al total de nuevas emisiones por parte de sociedades no financieras con sede central en la zona del euro. «Resto del mundo» incluye las nuevas emisiones denominadas en euros con respecto al total de nuevas emisiones por parte de todas las sociedades no financieras con sede central fuera de la zona del euro. El año 2016 contiene observaciones hasta el 15 de julio de 2016. El período comprendido entre el 17 de marzo y el 15 de julio de 2016 no refleja una importante operación (de 15 mm de euros) realizada en la segunda semana de marzo de 2016, acordada antes del anuncio del CSPP.

## Recuadro 3

### Inicio de la remisión de información estadística sobre los mercados monetarios

**La disponibilidad de información estadística sobre la actividad en los mercados monetarios con una frecuencia elevada es necesaria para asegurar un análisis y un seguimiento adecuadamente fundamentados de las medidas convencionales y no convencionales de política monetaria y de su aplicación.**

El conocimiento a fondo de la dinámica de los tipos de interés a corto plazo es un elemento clave para la ejecución de la política monetaria, que permite comprender mejor su mecanismo de transmisión, así como para la estabilidad financiera y la supervisión microprudencial. Con este propósito, el BCE y el Eurosistema han identificado una necesidad urgente de recopilar datos muy actualizados, con alta frecuencia y detallados sobre las operaciones del mercado monetario, inicialmente de una primera muestra compuesta por 52 de las entidades de crédito de mayor tamaño de la zona del euro, conocidos como el conjunto de datos de información estadística sobre los mercados monetarios (MMSR, en sus siglas en inglés).

**Para responder a esta necesidad, el 1 de julio de 2016 el BCE empezó a recopilar datos estadísticos sobre las operaciones del mercado monetario, basándose en el Reglamento BCE/2014/48 relativo a las estadísticas de los mercados monetarios<sup>15</sup>.** Este conjunto de datos tiene como objetivo principal proporcionar al Eurosistema información frecuente (diaria), precisa, actualizada (el día después de la contratación de la operación) y exhaustiva sobre las operaciones negociadas por las entidades de crédito informadoras en los mercados monetarios de la zona del euro, lo que permitirá realizar un mejor seguimiento de la transmisión de las decisiones de política monetaria a estos mercados. También aportará información valiosa sobre el funcionamiento de los mercados monetarios de la zona del euro, haciendo posible un análisis en profundidad de la evolución de los tipos de interés a corto plazo.

**Este nuevo conjunto de datos cubre cuatro segmentos de los mercados monetarios de la zona del euro, en concreto los de operaciones con garantía, operaciones sin garantía, swaps de divisas y swaps de índices a un día (OIS, en sus siglas en inglés) denominados en euros.** El nuevo Reglamento exige la presentación diaria de información operación a operación sobre las operaciones de préstamo y financiación en euros con o sin garantía con vencimiento hasta un año. También debe informarse sobre todas las operaciones de swaps de divisas con vencimiento hasta un año en las que el euro sea una de las monedas y todas las operaciones de swaps de índices a un día denominadas en euros. Entre los detalles de las operaciones que deben aportarse se incluyen el volumen, el tipo de interés, el

<sup>15</sup> Véase <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX:32014R1333>.

tipo de contrapartida, el tipo de activo de garantía y la hora a la que se efectuó la operación.

**La población informadora consiste actualmente en una muestra de 52 de las entidades de crédito de mayor tamaño de la zona del euro, basada en la cuota de mercado en los segmentos de los mercados monetarios, que cumplen los criterios establecidos en el artículo 2.2 del Reglamento BCE/2014/48.** El BCE recopila datos proporcionados por las instituciones financieras monetarias (IFM) de mayor tamaño de la zona del euro, sobre la base del tamaño de sus activos totales en balance en comparación con los activos totales en balance de todas las IFM de la zona del euro. Los agentes informadores presentan información al BCN del Estado miembro en el que residen, proporcionando datos de todas sus sucursales ubicadas en Estados miembros de la UE y en países de la AELC, o directamente al BCE. De conformidad con el Reglamento BCE/2014/48, en el futuro, el Consejo de Gobierno del BCE podrá aumentar el número de entidades informadoras basándose, por ejemplo, en la relevancia de las actividades de una IFM en los mercados monetarios y su importancia para la estabilidad y el funcionamiento del sistema financiero.

**Los datos cubren operaciones realizadas por IFM con otras IFM y con otros tipos de entidades de contrapartida.** A este respecto, el conjunto de datos se basa en información operación a operación facilitada por los agentes informadores sobre las operaciones realizadas con otras IFM, otros intermediarios financieros, empresas de seguros, fondos de pensiones, bancos centrales (excluidas las operaciones relacionadas con las operaciones de subasta y las facilidades permanentes del Eurosistema) y las Administraciones Públicas, así como las operaciones con sociedades no financieras clasificadas como «mayoristas» con arreglo al marco de la ratio de cobertura de liquidez de Basilea III.

**Con la puesta en marcha de la remisión de información estadística sobre los mercados monetarios, en la actualidad se reciben diariamente más de 35.000 registros de operaciones de las 52 entidades de crédito informadoras en la zona del euro.** Con el fin de limitar el impacto de los problemas iniciales y garantizar su plena automatización a partir del 1 de julio de 2016, las entidades de crédito empezaron a enviar datos el 1 de abril de 2016. Este período transitorio de tres meses se consideró necesario para ajustar el proceso de remisión de información antes de la entrada en vigor de la obligación el 1 de julio.

**Teniendo en cuenta los grandes volúmenes de datos, la frecuencia diaria de la recopilación de información y la rapidez exigida, se ha previsto un alto grado de automatización de los flujos de datos entre las entidades de crédito informadoras y el Eurosistema.** A tal fin, el Eurosistema basó la taxonomía subyacente y el formato de transmisión de los datos en la norma ISO 20022. El Securities Standards Evaluation Group de la ISO (International Organization for Standardization) aprobó en enero de 2016 un conjunto de cuatro mensajes con información y un mensaje de estado con información de respuesta. Los mensajes se utilizarán tanto para la remisión de información estadística sobre los mercados monetarios en la zona del euro como para la recopilación de datos del mercado monetario en libras esterlinas (*Sterling Money Market Data*) del Banco de Inglaterra.

**El BCE publicará datos agregados en los próximos meses.** Estos datos podrían incluir el desglose de los diversos segmentos de mercado por frecuencia y concentración de la actividad de mercado por agente informador, así como un análisis de las variaciones de volumen y de tipos de interés. La información publicada será la sucesora natural de publicaciones similares, como el informe *Money Market Survey*, en el que anualmente se describía el mercado monetario de forma general. También se utilizará como información de referencia para publicaciones como el *Euro Money Market Study*.

## Recuadro 4

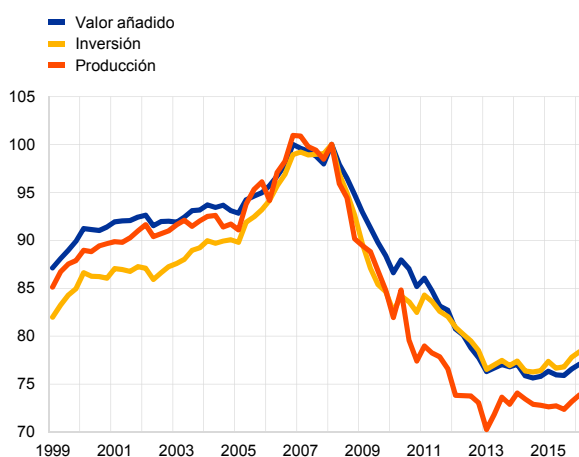
### Evolución reciente de la actividad constructora en la zona del euro

En este recuadro se analizan los factores determinantes de la reciente recuperación del sector de la construcción y se evalúa su fortaleza a la luz de indicadores de corto plazo y en el contexto de las perspectivas macroeconómicas más amplias. La actividad constructora creció con rapidez en el período anterior a la crisis económica y financiera que se inició en 2008. La posterior recesión fue muy acusada en el sector: desde su punto álgido hasta el mínimo, tanto el valor añadido como el empleo cayeron en torno a un 25 %, con grandes diferencias entre países<sup>16</sup>. Aunque la recuperación económica de la zona del euro comenzó en 2013, parece que la actividad de la construcción no tocó fondo hasta 2015 y solo ha empezado a mostrar signos de recuperación en los últimos trimestres (véase gráfico A).

#### Gráfico A

Valor añadido, inversión y producción en el sector de la construcción de la zona del euro

(índice: I TR 2008 = 100; datos trimestrales, ajustados por días laborables y desestacionalizados; valores encadenados)

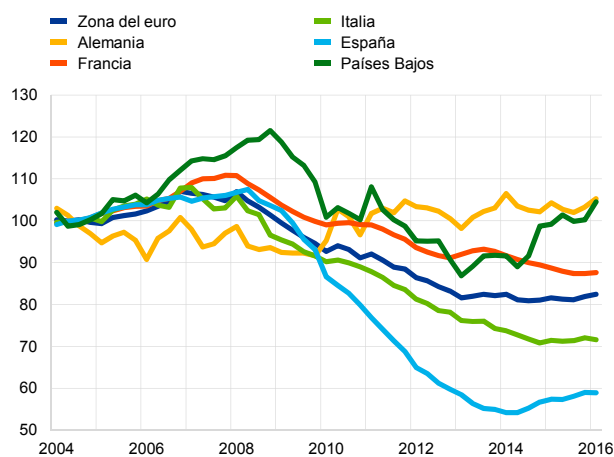


Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

#### Gráfico B

Valor añadido de la construcción en la zona del euro y en los principales países de la zona del euro

(índice: 2004 = 100; datos trimestrales, ajustados por días laborables y desestacionalizados; valores encadenados)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

**Considerando los principales países de la zona del euro, Alemania y Países Bajos han tenido la actividad constructora más resistente en el período transcurrido desde 2004 (véase gráfico B).** Antes y después de la crisis, la actividad constructora en la mayoría de los principales países europeos (salvo Alemania) mostró un patrón cíclico significativo, determinado por el auge y la caída del mercado inmobiliario. Entre 2004 y 2007, las mayores contribuciones positivas

<sup>16</sup> En algunos Estados miembros, la caída fue de hasta el 75 % (Grecia y Chipre), mientras que en otros fue moderada (por ejemplo, el 2,5 % en Bélgica y el 7 % en Alemania).

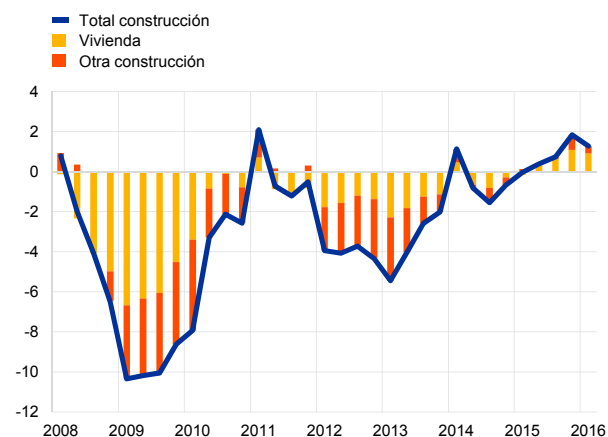
a la actividad constructora de la zona del euro procedieron de Francia, Italia, Países Bajos y España, mientras que en Alemania esta actividad fue mucho más débil. Después de 2008, la construcción cayó en la mayoría de las principales economías excepto en Alemania, donde se mantuvo relativamente constante hasta 2010. El valor añadido y la producción del sector de la construcción comenzaron a repuntar en este último país después de 2010, impulsados por el aumento de la demanda de vivienda<sup>17</sup>, mientras que en España y Países Bajos el sector no comenzó a crecer hasta principios de 2014.

**La recuperación más reciente de la construcción ha sido generalizada en los distintos países.** La producción de la construcción aumentó en el último trimestre de 2015 y en el primero de 2016 en Alemania, España, Países Bajos y varios países de menor tamaño de la zona del euro, mientras que en Francia y en Italia parece estar estabilizándose. El valor añadido<sup>18</sup> también registró incrementos en la mayoría de los países de la zona del euro en los dos mismos trimestres.

### Gráfico C

Crecimiento de la inversión en construcción y contribución de la inversión en vivienda y otra construcción

(tasa de crecimiento interanual y contribución; porcentajes; datos trimestrales ajustados por días laborables y desestacionalizados; valores encadenados)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

**La mejora de la producción de la construcción en la zona del euro ha estado impulsada por la inversión residencial.** El desglose del indicador mensual de producción de la construcción muestra que la construcción de edificios<sup>19</sup> ha aumentado con fuerza, mientras que la obra civil se mantiene débil. Igualmente, la inversión en construcción está impulsada por la inversión en vivienda, que también tocó fondo en 2015 y ha comenzado a crecer en los últimos trimestres (véase gráfico C).

**La recuperación del mercado de la vivienda está relacionada, principalmente, con un aumento de la demanda, que se espera que mantenga su vigor.** Varios factores respaldan la demanda de inversión en vivienda. En primer lugar, el crecimiento de la renta real disponible ha comenzado a acelerarse con la mejora de los mercados de trabajo, al tiempo que los hogares están más dispuestos a invertir cuando la probabilidad de perder el empleo es más reducida. En segundo

lugar, los tipos de interés reales de los préstamos hipotecarios han disminuido y las condiciones de concesión de crédito son favorables, reflejando en parte las medidas de política monetaria introducidas recientemente en la zona del euro. En tercer lugar, las recientes medidas fiscales, que incluyen incentivos impositivos en varios

<sup>17</sup> Véase también *Monthly Report*, Deutsche Bundesbank, octubre de 2013, pp. 14-29.

<sup>18</sup> La producción y el valor añadido de la construcción muestran un alto grado de correlación, pero difieren en varios aspectos. Véase el recuadro titulado «Análisis detallado de las diferencias entre el valor añadido bruto industrial y la producción industrial», *Boletín Económico*, número 1, BCE, 2016, que es aplicable también al sector de la construcción.

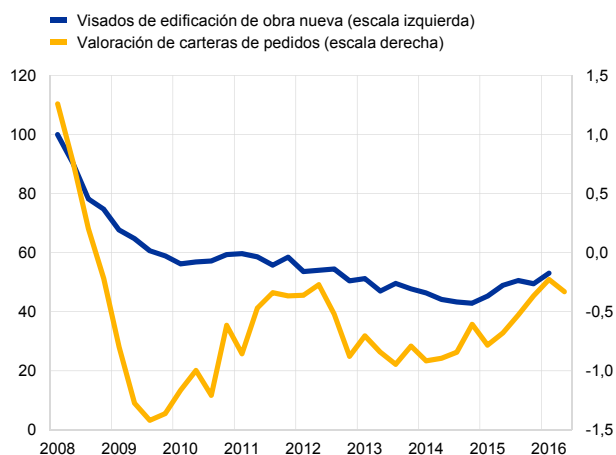
<sup>19</sup> Según la clasificación de los tipos de construcción, los edificios incluyen tanto los residenciales como los no residenciales. No obstante, existe un alto grado de correlación entre la evolución de la construcción de edificios y la evolución de la inversión residencial.

países<sup>20</sup>, favorecen la demanda de vivienda. Por último, los rendimientos de inversiones alternativas de los hogares son bajos, lo que incentiva más la inversión residencial. Se espera que estos factores continúen sosteniendo la demanda de vivienda y la actividad constructora en los próximos trimestres.

## Gráfico D

Visados de edificación de obra nueva y valoración de las carteras de pedidos de las empresas constructoras en la zona del euro

(visados de edificación de obra nueva: índice: I TR 2008 = 100; valoración de las carteras de pedidos: series estandarizadas; datos trimestrales ajustados por días laborables y desestacionalizados)



Fuentes: Eurostat, Comisión Europea y cálculos del BCE.

Nota: Los visados de edificación de obra nueva se expresan en metros cuadrados de superficie útil.

## Los indicadores de corto plazo muestran una imagen algo dispar de las perspectivas del sector de la construcción.

Por una parte, el volumen de visados de obra nueva concedidos sugiere un aumento de la construcción de edificios en los próximos meses (véase gráfico D), y el indicador de confianza de la construcción de las encuestas de opinión empresarial de la Comisión Europea se sitúa actualmente en torno a su media de largo plazo. Por otra parte, el primer trimestre del año podría haberse visto afectado por las condiciones meteorológicas y, por tanto, hay que ser prudentes al evaluar la solidez de las cifras para el conjunto del año. En el primer trimestre de 2016, Alemania fue el país que más contribuyó al aumento del valor añadido de la construcción en la zona del euro. No obstante, este fuerte avance de la actividad constructora en Alemania puede estar relacionado con las suaves condiciones meteorológicas<sup>21</sup>. De hecho, en cada uno de los tres años anteriores (incluido 2016), el primer trimestre ha sido el más vigoroso (aunque en 2015 ello tuvo su reflejo en un mayor valor añadido y una inversión más elevada, pero no en un aumento de

la producción), aunque ha ido seguido de un descenso en el segundo trimestre, que apunta a los efectos de las condiciones meteorológicas durante el invierno. Además, tras registrar fuertes aumentos a principios del año, el índice de directores de compras de producción de la construcción en la zona del euro se ha reducido significativamente en los últimos meses, situándose en un nivel que indica un estancamiento de la actividad constructora en general, y la valoración de las carteras de pedidos ha seguido una trayectoria similar. Además, la producción mensual de la construcción cayó en abril y mayo, lo que señala algunos riesgos para la fortaleza de la recuperación de este sector y de la inversión residencial en el segundo trimestre de 2016. En conjunto, estos indicadores de corto plazo apuntan a una cierta corrección del fuerte crecimiento de la actividad constructora observado en los dos trimestres anteriores.

<sup>20</sup> Se han introducido incentivos impositivos a la inversión en vivienda en Bélgica, Alemania, Francia, Italia, Malta, Países Bajos, Austria y Finlandia.

<sup>21</sup> Véase también *Monthly Report*, Deutsche Bundesbank, mayo de 2016, p. 51.

## Recuadro 5

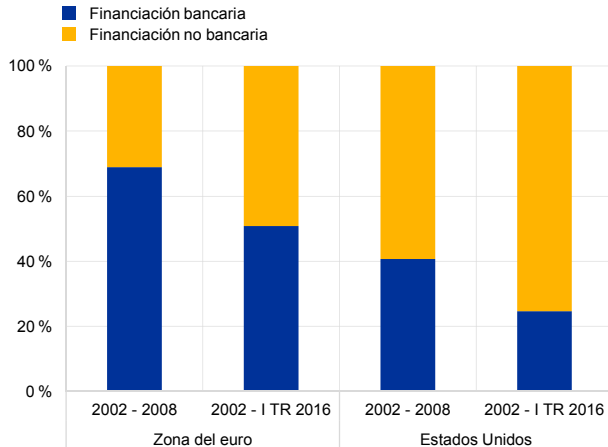
### Tendencias en la estructura de la financiación externa de las sociedades no financieras de la zona del euro

**La estructura de la financiación de las sociedades no financieras (SNF) desempeña un papel crucial en la transmisión de la política monetaria a la economía real, así como en la capacidad de las empresas para absorber perturbaciones.** En este recuadro se analizan los cambios recientes en la estructura de la financiación externa de las SNF de la zona del euro, los factores que han podido contribuir a estos cambios y las posibles repercusiones para la transmisión de las medidas de política monetaria.

#### Gráfico A

Porcentaje de la financiación bancaria y no bancaria en la financiación total de las sociedades no financieras de la zona del euro y de Estados Unidos

(transacciones acumuladas, porcentajes)



Fuentes: BCE, Reserva Federal.

Nota: La observación más reciente corresponde al primer trimestre de 2016.

#### La importancia de las fuentes de financiación no bancaria ha aumentado de forma significativa desde el inicio de la crisis.

Tradicionalmente, las empresas de la zona del euro han recurrido principalmente al crédito bancario para financiar sus necesidades de inversión en capital fijo y en capital circulante. Si se consideran las transacciones acumuladas entre 2002 y 2008, la financiación bancaria representó aproximadamente el 70 % de la financiación total de las SNF (véase gráfico A). Sin embargo, este porcentaje se redujo hasta el 50 % en el período comprendido entre 2002 y principios de 2016, lo que implica que las fuentes de financiación alternativas han cobrado mayor relevancia en la zona del euro. El retroceso de la financiación bancaria se explica fundamentalmente por la evolución de la estructura de financiación de las grandes empresas. En cambio, las pequeñas y medianas empresas (pymes), que son la columna vertebral de la economía de la zona del euro, continúan financiándose fundamentalmente a través del crédito bancario. Se ha de señalar que en Estados Unidos se observa un cambio similar, pero con un recurso aún

mayor a la financiación de mercado, de modo que la bancaria disminuyó hasta el 25 % del total de la financiación externa de las SNF en el período transcurrido entre 2002 y principios de 2016, frente al 40 % del período anterior a 2009<sup>22</sup>.

<sup>22</sup> En términos de saldos nominales, el porcentaje de préstamos bancarios (sin ajustar de titulaciones y otras transferencias) sobre el total de la financiación externa de las SNF (excluyendo financiación interempresarial, acciones no cotizadas y otras participaciones, derivados financieros y otras cuentas pendientes de pago) se situó en el 35,4 % en la zona del euro en el primer trimestre de 2016 (frente al 41,3 % del cuarto trimestre de 2008), mientras que el porcentaje respectivo de emisiones de valores de renta fija fue del 10,1 % (desde el 6,5 %), y el de la emisión de acciones cotizadas, del 29,9 % (básicamente sin variación desde el 29,7 %).



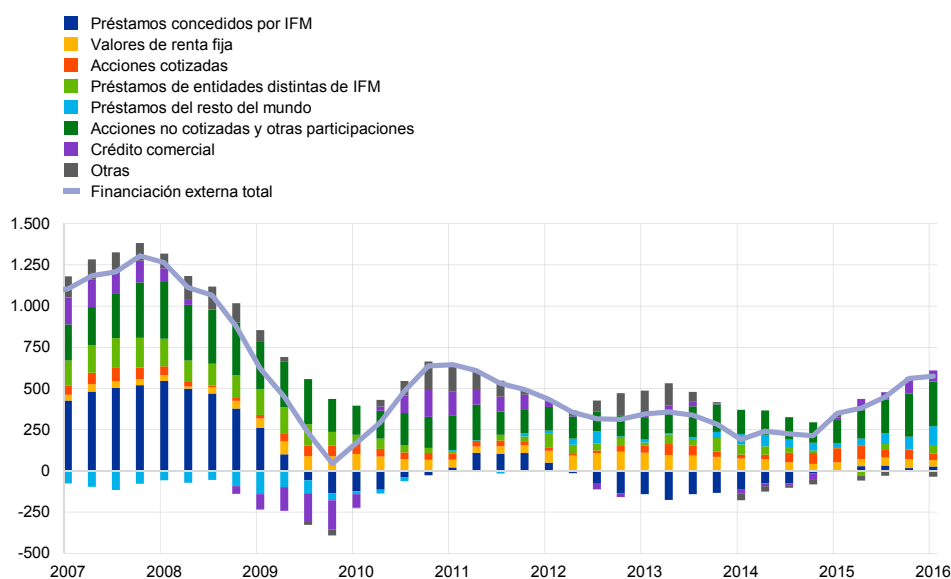
**El creciente porcentaje de financiación no bancaria de las SNF de la zona del euro refleja factores tanto cíclicos como estructurales.** Estos factores se describen a continuación.

1. *Un prolongado período de debilidad del crédito bancario.* El flujo neto de financiación de las entidades de crédito a las SNF se redujo en 2009 y 2010, y de nuevo entre 2012 y 2014, como consecuencia tanto de factores de demanda como de oferta, entre ellos una regulación y una supervisión más estrictas (véase gráfico B). En la medida en que las restricciones en la oferta de crédito fueron aumentando, las SNF se vieron forzadas a encontrar fuentes de financiación alternativas. Pese a la recuperación que ha experimentado el crédito bancario a las SNF desde finales de 2014, los flujos netos de crédito siguen siendo bastante reducidos, lo que implica que el porcentaje de crédito bancario continúa disminuyendo en un contexto de fortalecimiento del conjunto de la financiación externa de las SNF.

### Gráfico B

Financiación externa de las sociedades no financieras de la zona del euro, por instrumento

(flujos anuales, mm de euros)



Fuente: BCE.

Notas: La observación más reciente corresponde al primer trimestre de 2016. «Otras» se refiere a la diferencia entre la financiación externa total y los instrumentos que figuran en el gráfico, e incluye los préstamos entre empresas vinculadas y el reajuste entre datos de las cuentas no financieras y financieras.

2. *Una actividad emisora de valores de renta fija por parte de las SNF relativamente intensa.* Las SNF aumentaron considerablemente las emisiones netas de valores de renta fija, especialmente entre 2009 y mediados de 2014<sup>23</sup>, en parte para compensar la contracción del crédito bancario, pero también como reflejo de unas condiciones de financiación en los mercados cada vez más favorables. Aunque la actividad emisora ha sido menos pujante desde mediados de 2014,

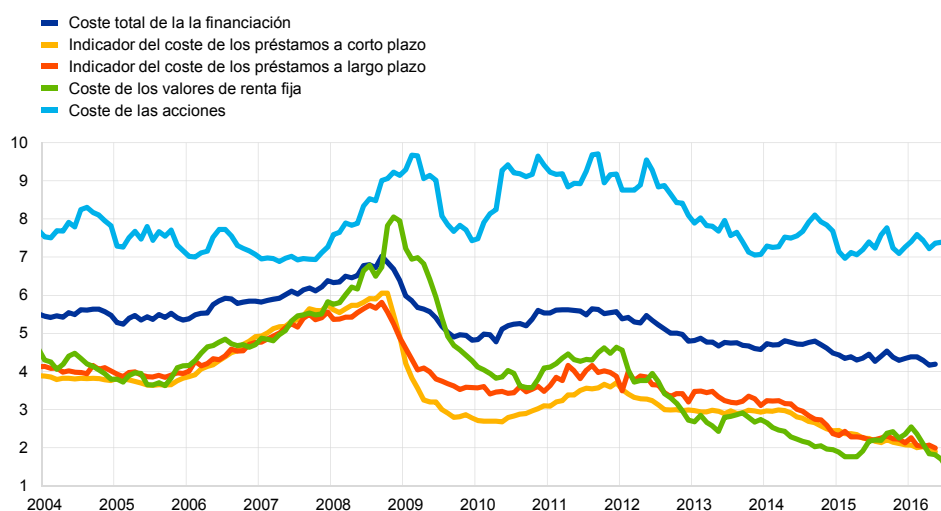
<sup>23</sup> Véase también el recuadro titulado «Recent developments in debt securities issued by non-financial corporations in the euro area», *Boletín Mensual*, BCE, abril de 2014.

continúa por encima de los niveles anteriores a la crisis, como sugieren los datos más recientes correspondientes al segundo trimestre de 2016, al verse favorecida también por el nuevo programa de compras de bonos corporativos (CSPP, en sus siglas en inglés) del BCE anunciado el 10 de marzo de 2016 (véase el recuadro 2 de este Boletín Económico) y por los mínimos históricos que registran los rendimientos de los valores de renta fija privada. El coste nominal de la financiación mediante valores de renta fija se situó en el 1,45 % a mediados de julio de 2016, sustancialmente por debajo del nivel actual de los tipos de interés del crédito bancario (véase gráfico C). El acusado descenso de 650 puntos básicos que ha experimentado este coste desde finales de 2008 se ha visto favorecido tanto por las medidas de política monetaria del BCE como por la disminución de los rendimientos de los valores de renta fija a escala mundial.

### Gráfico C

#### Coste nominal de la financiación externa de las sociedades no financieras de la zona del euro

(porcentajes)



Fuentes: Thomson Financial DataStream, Merrill Lynch, BCE y cálculos del BCE.

Notas: El coste total de la financiación de las SNF se calcula como la media ponderada del coste de los préstamos bancarios, el coste de los valores de renta fija y el coste de las acciones, basados en sus respectivos saldos vivos obtenidos de las cuentas de la zona del euro. La observación más reciente sobre el coste total de la financiación y los tipos de interés del crédito corresponde a mayo de 2016 y la observación más reciente relativa al coste de los valores de renta fija y al de las acciones cotizadas corresponde al 20 de julio de 2016.

3. *La creciente importancia de las entidades distintas de IFM en la intermediación financiera.* El crédito concedido por las entidades distintas de IFM<sup>24</sup> a las SNF ha aumentado desde la crisis, mitigando asimismo el impacto de la debilidad del crédito bancario<sup>25</sup>. En los últimos años, la vigorosa evolución de los

<sup>24</sup> Los préstamos de las entidades distintas de IFM son los otorgados por otras instituciones financieras (OIF) y empresas de seguros y fondos de pensiones. Los concedidos por OIF incluyen préstamos de sociedades instrumentales dedicadas a operaciones de titulización constituidas para gestionar préstamos titulizados originados por entidades de crédito, entidades de propósito especial, sociedades de arrendamiento financiero, sociedades de capital-riesgo y sociedades de cartera. Los préstamos concedidos por empresas de seguros y fondos de pensiones incluyen, entre otros, los préstamos otorgados directamente para financiar proyectos de construcción, compras de préstamos titulizados a carteras de inversión y, posiblemente, participaciones en préstamos sindicados.

<sup>25</sup> Véase el artículo titulado «The role of euro area non-monetary financial institutions in financial intermediation», *Boletín Económico*, número 4, BCE, junio de 2016.

préstamos otorgados por estas instituciones ha reflejado principalmente un aumento de los concedidos por entidades de propósito especial (SPE, en sus siglas en inglés), cuyo objetivo es financiar a su sociedad matriz, mediante la emisión de valores de renta fija. Las entidades de propósito especial suelen ser residentes en un país de la zona del euro distinto del de la matriz o fuera de la zona, con el fin de beneficiarse de un sistema tributario favorable y de la tecnología financiera. Por lo tanto, es muy probable que la sólida evolución observada en los préstamos otorgados por entidades extranjeras en los últimos trimestres obedezca también a las crecientes emisiones de valores de renta fija por parte de empresas a través de filiales ubicadas fuera de la zona del euro.

4. *Un mayor recurso a la financiación interempresarial.* Las SNF también aumentaron significativamente su recurso al crédito comercial y a los préstamos interempresariales entre mediados de 2010 y finales de 2012, para mitigar el impacto negativo de la disminución de la oferta de crédito en la disponibilidad de financiación externa. Al mismo tiempo, durante la crisis, las empresas financiaron una proporción más elevada de sus actividades con fondos generados internamente y con mayores beneficios no distribuidos. Esto ha moderado el crecimiento de la financiación mediante deuda y ha contribuido a estabilizar el nivel de endeudamiento bruto. Además, las SNF han continuado manteniendo una parte significativa de sus beneficios no distribuidos en activos líquidos. Los colchones de liquidez, que actualmente registran niveles récord, deberían mejorar la capacidad de absorción de perturbaciones por parte de las empresas.

**Los cambios observados en la estructura de financiación de las SNF pueden repercutir en la transmisión de la política monetaria, pero todavía es difícil identificar el efecto global.** Una estructura de financiación más diversificada puede hacer que las empresas sean más resistentes ante perturbaciones que afecten al sistema bancario. También diversifica el canal a través del que la política monetaria se transmite a la economía real. Esto se ha reflejado en la política monetaria del BCE, que en los últimos años ha incluido una amplia variedad de instrumentos para proporcionar estímulos adicionales. Una mayor relevancia de las entidades distintas de IFM en la intermediación financiera puede acelerar la transmisión de la política monetaria porque algunas de estas entidades pueden ajustar sus exposiciones al riesgo, en respuesta a cambios en los ciclos económico y financiero, con mayor flexibilidad que las entidades de crédito. Con todo, queda por ver si la tendencia actual hacia un modelo de financiación a la economía real basado en mayor medida en los mercados continuará cuando el crédito bancario se haya recuperado totalmente. En el pasado, un crecimiento sostenido de la financiación externa de las SNF ha coincidido siempre con una evolución más vigorosa del crédito bancario. La UE ha puesto en marcha varias iniciativas para mejorar el acceso de las empresas a la financiación mediante capital riesgo y a la financiación en los mercados. No obstante, todavía es demasiado pronto para saber en qué medida estas iniciativas conseguirán reducir la dependencia del crédito bancario, en particular en las pymes.

## Recuadro 6

### Recomendaciones específicas por país de 2016

**Todos los años, la Comisión Europea formula recomendaciones específicas para cada Estado miembro de la UE<sup>26</sup> que establecen las prioridades en materia de política económica para el año siguiente.** Estas recomendaciones forman parte del Semestre Europeo de coordinación de las políticas económicas y presupuestarias, que asegura que los Estados miembros discutan sus planes económicos y presupuestarios con sus socios de la UE a lo largo del año. Las recomendaciones llevan a la práctica el compromiso de considerar las políticas económicas nacionales como cuestión de interés común en la unión monetaria, como también establece el artículo 121 del Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea. Las recomendaciones específicas proporcionan recomendaciones de reforma adaptadas a cada Estado miembro sobre cómo potenciar el crecimiento y la capacidad de resistencia al tiempo que se mantienen unas finanzas públicas saneadas<sup>27</sup>. La aplicación a su debido tiempo de estas recomendaciones es crucial para reducir las elevadas tasas de desempleo e impulsar el bajo crecimiento potencial de los países de la zona del euro, contribuyendo asimismo a aumentar la capacidad de resistencia de la zona a perturbaciones adversas y, por consiguiente, a garantizar el correcto funcionamiento de la UEM en su conjunto.

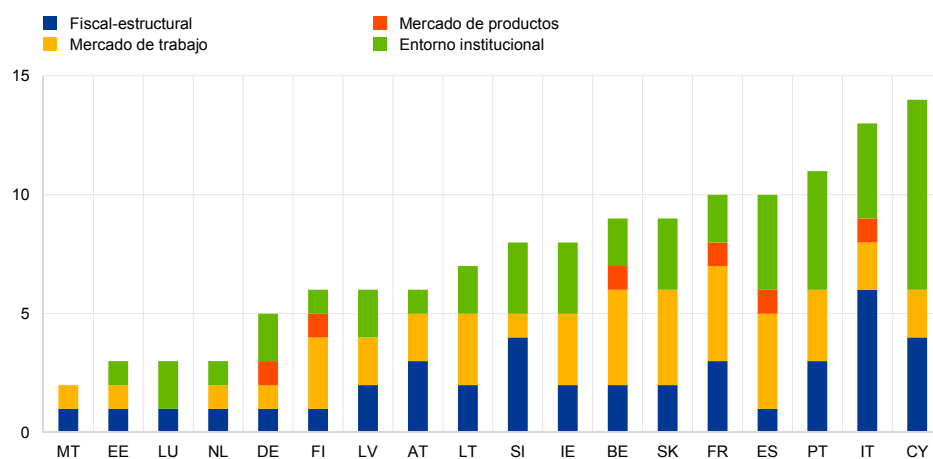
---

<sup>26</sup> Los Estados miembros que están sujetos a un programa de ajuste macroeconómico no reciben recomendaciones específicas, ya que sus prioridades políticas ya están fijadas en un Memorando de Entendimiento. Este es el caso de Grecia actualmente.

<sup>27</sup> Este recuadro se centra en las recomendaciones específicas recibidas por los países de la zona del euro, excepto la primera recomendación sobre políticas fiscales, que incluye recomendaciones para la aplicación del Pacto de Estabilidad y Crecimiento. Estas recomendaciones se describen en el recuadro titulado «Recomendaciones de política fiscal específicas por país en el marco del Semestre Europeo 2016», *Boletín Económico*, número 4, BCE, 2016.

## Gráfico A

### Recomendaciones específicas de 2016 por áreas de reforma en los países de la zona del euro



Fuente: Cálculos del BCE.

Notas: El gráfico muestra el número de recomendaciones específicas por país de 2016 desglosado en áreas generales de reforma. «Fiscal-estructural» incluye la administración pública, el gasto asociado al envejecimiento de la población y las políticas impositivas; «mercado de productos» incluye normativa específica del sector; «mercado de trabajo» incluye las políticas salariales, la protección del empleo, la educación y las políticas activas del mercado de trabajo; «entorno institucional» incluye el entorno regulatorio, las contrataciones públicas, el sistema judicial, los regímenes de insolvencia, las políticas de vivienda y la normativa del sector financiero. Las recomendaciones específicas por país relacionadas con el Pacto de Estabilidad y Crecimiento no se incluyen en el gráfico.

### Las recomendaciones específicas por país se elaboran mediante un exhaustivo proceso que comienza en el otoño del año anterior a su adopción.

En noviembre de 2015, la Comisión Europea publicó el Estudio Prospectivo Anual sobre el Crecimiento y el Informe sobre el Mecanismo de Alerta. Mientras que en el primero se identificaban las principales prioridades de política económica para la UE en su conjunto, en el Informe sobre el Mecanismo de Alerta se examinaba la evolución de los Estados miembros con el fin de determinar si estaban surgiendo o existían desequilibrios que debían corregirse mediante medidas específicas. A partir de estos informes, el Consejo de la UE aprobó recomendaciones para la zona del euro a principios de 2016, estableciendo las principales áreas de reforma para el conjunto de la UEM. En estas recomendaciones, publicadas el 1 de febrero de 2016, se instaba a corregir los desequilibrios restantes, a abordar las rigideces de los mercados de trabajo, a reforzar la competencia en los mercados de productos y a mejorar el entorno institucional, en particular, mediante mejoras de los procedimientos de insolvencia para las empresas y los hogares, con el objetivo, entre otros, de contribuir a reducir los préstamos fallidos. El 18 de mayo, la Comisión proporcionó a los Estados miembros los proyectos de recomendaciones específicas de 2016. Después de que se debatieran en los respectivos comités de la UE, el Consejo de la UE adoptó las recomendaciones específicas por país definitivas el 12 de julio.

**La aplicación de las recomendaciones específicas por país por parte de los Estados miembros ha sido deficiente en los últimos años<sup>28</sup>.** En febrero de este año, la Comisión llegó a la conclusión de que la gran mayoría de las

<sup>28</sup> Para más detalles, véase el recuadro titulado «El procedimiento de desequilibrios macroeconómicos de 2016 y la implementación de las recomendaciones específicas para cada país de 2015», *Boletín Económico*, número 2, BCE, 2016.

recomendaciones de reforma de 2015 (más del 90 %), solo se habían implementado de forma «moderada» o «limitada», al tiempo que únicamente un reducido número de recomendaciones se habían implementado «en su mayor parte» o «íntegramente». Además, esta aplicación insuficiente de reformas estructurales representa un empeoramiento, tras las decepcionantes experiencias con el cumplimiento de las recomendaciones específicas nacionales en años anteriores. La deficiente implementación de las recomendaciones específicas por país es aún más preocupante si se tienen en cuenta las rigideces y vulnerabilidades que persisten en los países de la zona del euro, como se reflejó, entre otras cosas, en la conclusión de la Comisión de que un número creciente de países tienen desequilibrios excesivos<sup>29</sup>.

**Para algunos países, las recomendaciones específicas de 2016 se han simplificado más, tras la significativa priorización llevada a cabo el año pasado.** La Comisión simplificó las recomendaciones específicas por país de 2015 con el fin de permitir que los Estados miembros se centraran en cuestiones prioritarias clave de relevancia macroeconómica y social. No obstante, pese a esta medida, la implementación no ha mejorado, como se ha observado anteriormente. Las recomendaciones de este año se han reducido más, incluso para la mayoría de los países con desequilibrios excesivos.

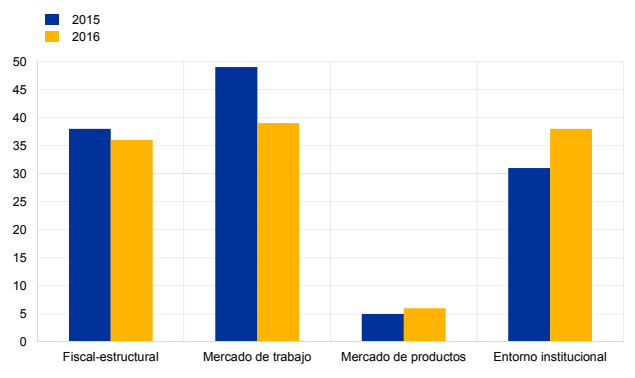
**Las prioridades de las recomendaciones específicas por país de 2016 se han modificado para que sean consistentes con las recomendaciones para la zona del euro.** Para distintos Estados miembros, la Comisión ha aumentado de forma significativa el número de recomendaciones específicas en las que se aborda la necesidad de políticas que favorezcan la inversión a través de la mejora del entorno institucional, por ejemplo mejorando el entorno empresarial e incrementando la eficacia de los marcos de resolución de los préstamos fallidos. Esto último reviste especial importancia para los países con niveles de endeudamiento elevados del sector privado, en los que una resolución más rápida de estos préstamos debería ayudar a las empresas viables a realizar nuevas inversiones. El gráfico A muestra un detalle de las recomendaciones específicas por país de 2016 por áreas de reforma e indica que, para muchos países, gran parte de las recomendaciones abordan los cuellos de botella en el entorno institucional, que incluye todas las medidas relacionadas con el entorno regulatorio, el sistema judicial, los regímenes de insolvencia, las políticas de vivienda y la normativa del sector financiero. Estos cuellos de botella afectan negativamente al acceso a los mercados, reducen los incentivos para que las empresas inviertan y dificultan la reasignación de recursos.

---

<sup>29</sup> Véase el gráfico 11 del artículo titulado «Increasing resilience and long-term growth: the importance of sound institutions and economic structures for euro area countries and EMU» en este Boletín Económico.

## Gráfico B

Recomendaciones específicas por país de 2015 y 2016 por áreas de reforma (países de la zona del euro)



Fuente: Cálculos del BCE.

Notas: El gráfico muestra el número de recomendaciones específicas por país de 2015 y 2016 desglosadas en áreas generales de reforma (véase la nota al pie del gráfico A). Chipre no se incluye porque recibió recomendaciones específicas solo en 2016.

**Como consecuencia de la modificación de prioridades, las recomendaciones específicas por país de este año incluyen menos recomendaciones relativas a las políticas de los mercados de trabajo (véase gráfico B).**

Aunque en el pasado se acometieron importantes reformas de estos mercados, especialmente en los países que se habían visto más afectados por las crisis financiera y de deuda soberana, la capacidad de resistencia de los mercados laborales de los países de la zona del euro sigue siendo limitada y el desempleo elevado<sup>30</sup>. Con este trasfondo, y habida cuenta de la limitada implementación de las recomendaciones específicas relativas a los mercados de trabajo que ahora se han suprimido, parece necesario continuar con los esfuerzos de reforma en estos mercados<sup>31</sup>.

**La realización de un seguimiento continuo de otras áreas de reforma que ya no se incluyen en las recomendaciones específicas por país, pero que son fundamentales para la marcha de la economía de los Estados miembros, sigue siendo esencial.** En las recomendaciones específicas por país de 2015, la Comisión excluyó determinadas áreas de política que ya quedaban cubiertas por otras vías de seguimiento<sup>32</sup>. Entre ellas se encontraban el sector energético (cubierto en el contexto de la unión energética) y los mecanismos de seguimiento y ejecución relacionados con el mercado único. Con todo, sigue siendo vital que los desarrollos y las políticas en estas áreas también sean objeto de seguimiento en el contexto del Semestre europeo con el fin de garantizar que todas las políticas económicas importantes aplicadas por los Estados miembros se evalúen de manera integral.

<sup>30</sup> Véase el gráfico 5 del artículo titulado «Increasing resilience and long-term growth: the importance of sound institutions and economic structures for euro area countries and EMU» en este Boletín Económico.

<sup>31</sup> Para un debate de los beneficios de las reformas de los mercados de trabajo y de productos para el crecimiento y la capacidad de resistencia de los países de la zona del euro, véase la sección 3 del artículo titulado «Increasing resilience and long-term growth: the importance of sound institutions and economic structures for euro area countries and EMU» en este Boletín Económico.

<sup>32</sup> Véase la comunicación de la Comisión Europea titulada «2016 European Semester: country-specific recommendations», publicada el 13 de mayo de 2015.