

Recuadros

1 Determinantes de la desaceleración del comercio mundial: ¿cuál es la «nueva situación normal»?

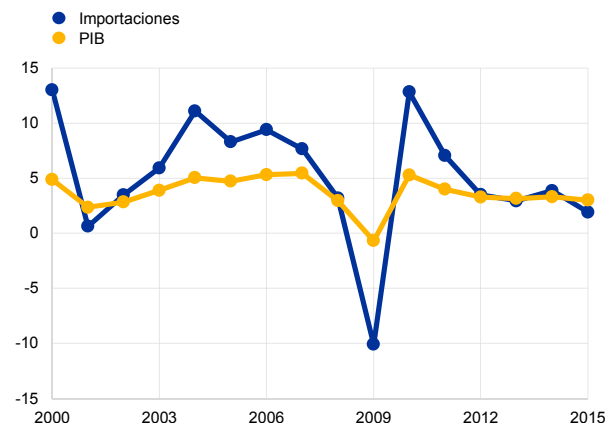
El comercio mundial ha sido excepcionalmente débil durante los cinco últimos años. El crecimiento interanual de las importaciones mundiales lleva por debajo de su media de largo plazo desde mediados de 2011, el período más prolongado de crecimiento inferior a la tendencia en medio siglo. Antes de la Gran Recesión, el comercio internacional creció, en promedio, a un ritmo que más o menos duplicó el del producto mundial, pero desde 2012 apenas se ha aproximado a las tasas de crecimiento del PIB mundial (véase gráfico A). En consecuencia, la ratio de importaciones mundiales sobre el PIB ha interrumpido su fuerte tendencia al alza y se ha estancado considerablemente en los cinco últimos años (véase gráfico B). La disminución observada en la elasticidad del comercio al PIB —definida como la tasa de crecimiento de las importaciones mundiales dividida por la tasa de crecimiento del PIB mundial— plantea la cuestión de si la debilidad del comercio representa una desviación transitoria de la tendencia o un fenómeno más duradero que refleja cambios más fundamentales. Esta cuestión ha sido una importante área de investigación¹ reciente y tiene gran relevancia para los bancos centrales que tratan de entender el papel de la demanda externa y de los vínculos internacionales en las proyecciones de actividad, producto potencial e inflación. Un informe elaborado recientemente por expertos del Sistema Europeo de Bancos Centrales (SEBC) llega a la conclusión de que es probable que la debilidad del comercio mundial con respecto al PIB mundial persista, impulsada fundamentalmente por dos factores².

¹ Véanse, por ejemplo, B. Hoekman, «The Global Trade Slowdown: A New Normal?», *VoxEU.org eBook*, CEPR Press and EUI, Londres, 2015; BCE, «Understanding the weakness in world trade», *Boletín Económico*, número 3, 2015; A. Borin y M. Mancini, *Follow the value added: bilateral gross export accounting*, Working Paper, n.º 1026, Banca d'Italia, 2015.

² El informe, titulado «Understanding the weakness in global trade: what is the new normal?», ha sido elaborado por un grupo de trabajo integrado por expertos del Sistema Europeo de Bancos Centrales (SEBC) y se publicará como Documento Ocasional del BCE. En el informe, el PIB mundial se agrega en función de las ponderaciones de los tipos de cambio de mercado, mientras que, en este recuadro, el PIB mundial se agrega utilizando ponderaciones de la paridad del poder adquisitivo (PPA) para adecuar mejor los resultados a las proyecciones sobre el PIB mundial de los expertos del Eurosistema.

Gráfico A**Importaciones mundiales y crecimiento del PIB**

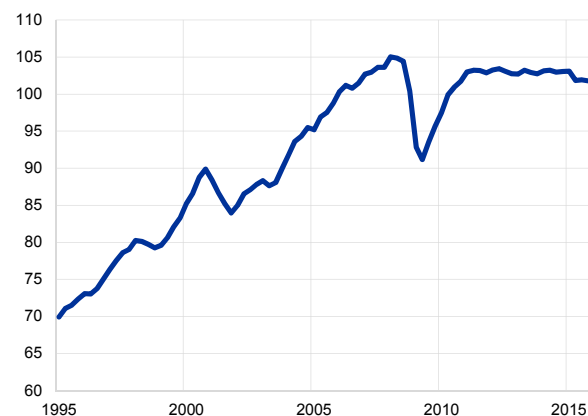
(tasas de variación interanual)



Fuentes: Fuentes nacionales y cálculos de los expertos del BCE.
 Notas: Importaciones de bienes y servicios. El PIB mundial se agrega utilizando ponderaciones de la PPA.

Gráfico B**Ratio de importaciones mundiales sobre el PIB**

(ratio de niveles)



Fuentes: Fuentes nacionales y cálculos de los expertos del BCE.
 Notas: El PIB mundial se agrega utilizando ponderaciones de la PPA. La observación más reciente corresponde al cuarto trimestre de 2015.

En primer lugar, los efectos de composición reducen la elasticidad del**comercio mundial al PIB.**

Los cambios en la elasticidad del comercio mundial pueden reflejar tanto variaciones de las elasticidades de los países individuales como cambios en las ponderaciones relativas de cada país en el agregado mundial. Por lo tanto, además de las fluctuaciones de las elasticidades a escala nacional, las variaciones de la elasticidad mundial también reflejan cambios en las cuotas de importación y en el crecimiento relativo en países con diferentes intensidades de comercio. En particular, la creciente importancia de las economías emergentes, cuyo crecimiento suele ser menos intensivo en comercio, tiene repercusiones para la elasticidad del comercio mundial³. El desplazamiento del crecimiento del comercio y del PIB de las economías avanzadas hacia las emergentes implica una relación más débil entre el comercio y la actividad económica a escala global. Este cambio en la composición geográfica puede explicar aproximadamente la mitad de la disminución de la elasticidad del comercio mundial entre los períodos 1980-2007 y 2012-2015 (véase gráfico C). En menor medida, los efectos de composición de la demanda también han contribuido a la desaceleración del comercio mundial. Dado que los componentes del PIB intensivos en importaciones, como la inversión, se han debilitado en comparación con otros componentes de la demanda, el avance de las importaciones también se ha moderado⁴.

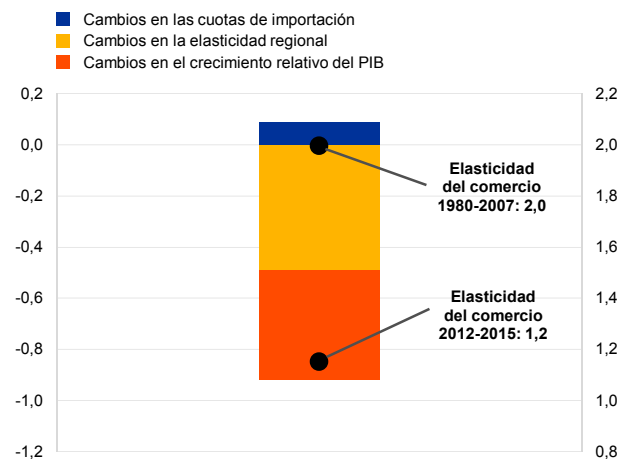
³ La descomposición se basa en U. Slopek, «Why has the Income Elasticity of Global Trade Declined?», mimeo, Deutsche Bundesbank, 2015.

⁴ Véase también M. Bussière, G. Callegari, F. Ghironi, G. Sestieri y N. Yamano, «Estimating Trade Elasticities: Demand Composition and the Trade Collapse of 2008-2009», *American Economic Journal: Macroeconomics*, vol. 5, n.º 3, 2013, pp. 118-151.

Gráfico C

Contribuciones a los cambios de la elasticidad del comercio mundial: 1980-2007 frente a 2012-2015

(escala izquierda: contribuciones a los cambios de la elasticidad del comercio; escala derecha: elasticidad del comercio mundial)

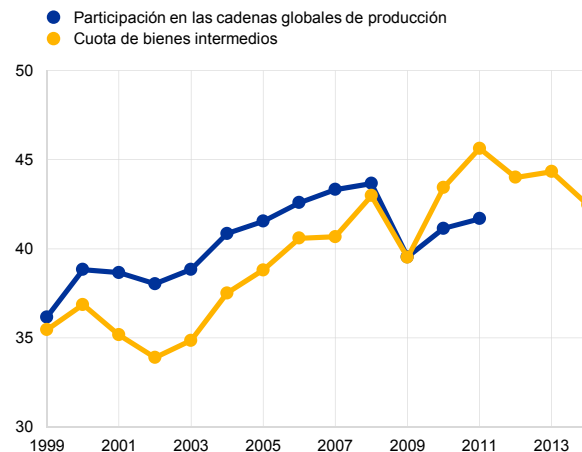


Fuentes: Informe de un grupo de trabajo del SEBC (de próxima publicación) y Slopek (2015).
Notas: Análisis basado en agregados de 24 economías avanzadas y 18 emergentes. Las áreas sombreadas en azul y en naranja representan la contribución de los cambios en la composición geográfica del comercio y la actividad a la disminución de la elasticidad del comercio. El área amarilla representa la reducción de la elasticidad derivada de la disminución de la elasticidad a escala regional.

Gráfico D

Participación de las cadenas globales de producción con respecto a la cuota de bienes intermedios en el total de importaciones de bienes

(índice)



Fuentes: Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (OCDE), World Input-Output Database (WIOD) y cálculos de los expertos del BCE.
Notas: Ambas medidas excluyen el comercio de productos energéticos. La cuota de bienes intermedios se ha ajustado por la media-varianza a la de la medida de la participación de las cadenas globales de producción. Esta medida se basa en Borin y Mancini (2015).

En segundo lugar, varios factores han reducido la elasticidad del comercio a escala nacional. Diversos factores estructurales que estimularon el crecimiento del comercio en el pasado (entre ellos, la disminución de los costes de transporte y la eliminación de las barreras comerciales) parecen haber seguido, en gran medida, su curso normal. Otro factor relacionado es la moderación de la expansión de las cadenas globales de producción. La creciente fragmentación de los procesos de producción entre economías impulsó de forma significativa las cifras brutas de comercio, especialmente en los años noventa y a principios de la década de 2000, cuando los bienes intermedios se intercambiaban de forma creciente entre las distintas economías por el auge de las cadenas de producción. Parece que el acusado aumento de las cadenas globales de producción se ha estancado y que posiblemente incluso ha revertido desde 2011 (véase gráfico D). La evidencia anecdótica sugiere que el aumento de las medidas proteccionistas, como los requisitos de contenido nacional, llevan a las empresas a dotarse de recursos y a producir cada vez más en sus mercados de exportación, sustituyendo así a los anteriores flujos comerciales⁵. Además, la no linealidad del vínculo entre el desarrollo financiero y el grado de apertura comercial también puede haber contribuido a la desaceleración del crecimiento del comercio mundial. El sustancial desarrollo financiero registrado en las tres últimas décadas en muchos países se asoció al incremento de la apertura comercial. Sin embargo, a medida que los sectores financieros han ido madurando, el impacto positivo del mayor desarrollo financiero en el comercio se ha debilitado. Por lo tanto, es probable que la

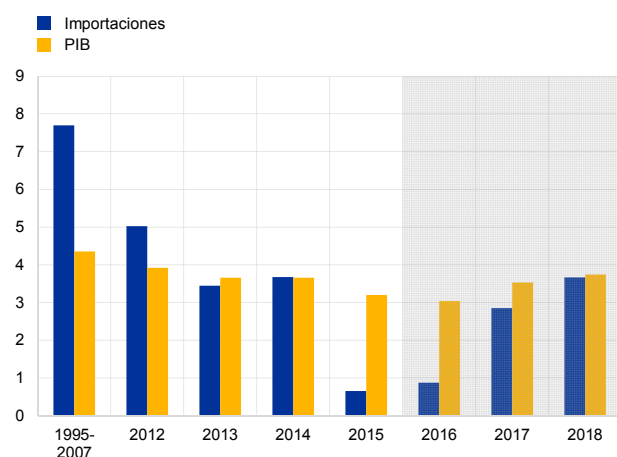
⁵ Véase también el recuadro 4 de este *Boletín Económico*.

contribución futura de los factores financieros a la expansión del comercio internacional sea más bien limitada.

Gráfico E

Crecimiento de las importaciones mundiales (excluida la zona del euro) y del PIB

(tasas de variación interanual)



Fuentes: Fuentes nacionales y cálculos de los expertos del BCE.
Notas: Importaciones de bienes y servicios. El PIB se agrega utilizando ponderaciones de la PPA. Los años 2016-2018 (área sombreada) reflejan las proyecciones más recientes de los expertos del BCE.

De cara al futuro, no parece probable que los factores estructurales vayan a revertir a medio plazo. La persistencia del desplazamiento gradual de la actividad hacia las economías emergentes ha sido ampliamente anticipada. Además, no se prevé que los factores estructurales que favorecieron el comercio en el pasado —la disminución de los costes de transporte, la liberalización del comercio, la expansión de las cadenas globales de producción y el desarrollo financiero— impulsen el comercio en la misma medida a medio plazo.

Como tal, la «nueva situación normal» en lo que respecta a la elasticidad del comercio a medio plazo probablemente sea similar al reducido nivel observado, en promedio, en los últimos años. En concreto, la elasticidad del comercio mundial, excluida la zona del euro, cayó desde alrededor de 1,8 en el período 1995-2007 (esto es, antes de la crisis) a 0,9 en 2012-2015. Parte de la debilidad del período reciente se debe a las importantes perturbaciones

adversas experimentadas en un número reducido de países, en particular en Rusia y Brasil, en 2015. Estas perturbaciones han hecho que la tasa de crecimiento del comercio mundial sea significativamente inferior a la del PIB (véase gráfico E). A medida que estas perturbaciones desaparezcan, se espera que el crecimiento del comercio internacional aumente de forma gradual hasta alcanzar niveles acordes con el PIB mundial, y que haga que la elasticidad del comercio mundial (excluida la zona del euro) vuelva a situarse en su «nueva situación normal» con un valor en torno a la unidad.

2 Restricciones financieras en las regiones de la zona del euro

En este recuadro se presenta nueva evidencia del acceso a la financiación en las distintas regiones de la zona del euro. El BCE y la Comisión Europea realizan la Encuesta sobre el Acceso a la Financiación de las Empresas (SAFE) desde 2009, con carácter semestral. Esta encuesta proporciona información sobre la evolución del acceso y del recurso a la financiación externa por parte de las empresas de la zona del euro, desglosada por tamaño de las sociedades y sector. Hasta ahora, el análisis de los resultados de esta encuesta se ha centrado principalmente en las diferencias entre los países de la zona del euro, sin considerar su heterogeneidad regional. Sin embargo, existe evidencia creciente de que la dimensión regional del acceso a la financiación es importante incluso en mercados financieros integrados, especialmente en el caso de las pequeñas y medianas empresas (pymes). De hecho, el nivel de desarrollo financiero regional —que suele tener implicaciones significativas en lo que se refiere a la accesibilidad a fuentes de financiación externas— guarda una correlación positiva con el crecimiento a escala regional. Al mismo tiempo, las condiciones de los mercados regionales son relevantes a la hora de determinar las restricciones financieras que no están relacionadas con las características y circunstancias financieras individuales de las empresas¹.

Las restricciones financieras varían de una región a otra de la zona del euro. Desde abril de 2014, la encuesta SAFE recoge la información sobre las regiones en las que se encuentran localizadas las empresas encuestadas en función del nivel 1 de la Nomenclatura de las Unidades Territoriales Estadísticas (NUTS). Por tanto, los doce países de la zona del euro que abarca la encuesta se desglosan en 57 regiones socioeconómicas principales². El gráfico A muestra el nivel de restricciones financieras en las distintas regiones por tamaño de la empresa, de acuerdo con los resultados de las encuestas realizadas entre 2014 y 2016³. Con arreglo a la definición utilizada en la encuesta, se considera que una empresa sufre restricciones financieras si solicita un préstamo bancario o una línea de crédito y se deniega su solicitud (o se acepta únicamente en parte) o si rechaza el préstamo o la línea de crédito que se ofrece porque los costes asociados son demasiado elevados. También se considera que una empresa se enfrenta a restricciones financieras si necesita un préstamo bancario o una línea de crédito pero se le disuade de solicitarlo. El porcentaje de empresas que han experimentado restricciones financieras parece variar de una región a otra dentro de cada país. Además, parece que en la mayoría de las regiones es más probable que sean las

¹ Véanse L. Guiso, P. Sapienza y L. Zingales, «Does local financial development matter?», *Quarterly Journal of Economics*, vol. 119, 2004, pp. 929-969, y M. Deloof y M. La Rocca, «Local financial development and the trade credit policy of Italian SMEs», *Small Business Economics*, vol. 44, 2015, pp. 905-924.

² Los países en cuestión son Bélgica (3 regiones), Alemania (16 regiones), Irlanda (1 región), Grecia (4 regiones), España (7 regiones), Francia (9 regiones), Italia (5 regiones), Países Bajos (4 regiones), Austria (3 regiones), Portugal (3 regiones), Eslovaquia (1 región) y Finlandia (1 región).

³ Las cifras de los gráficos de este recuadro están ponderadas utilizando el sistema de calibración que se emplea en la encuesta. Véase www.ecb.europa.eu/stats/pdf/surveys/sme/methodological_information_survey_and_user_guide.pdf para obtener una explicación de las ponderaciones usadas. Las mismas ponderaciones se utilizan en los análisis de regresión.

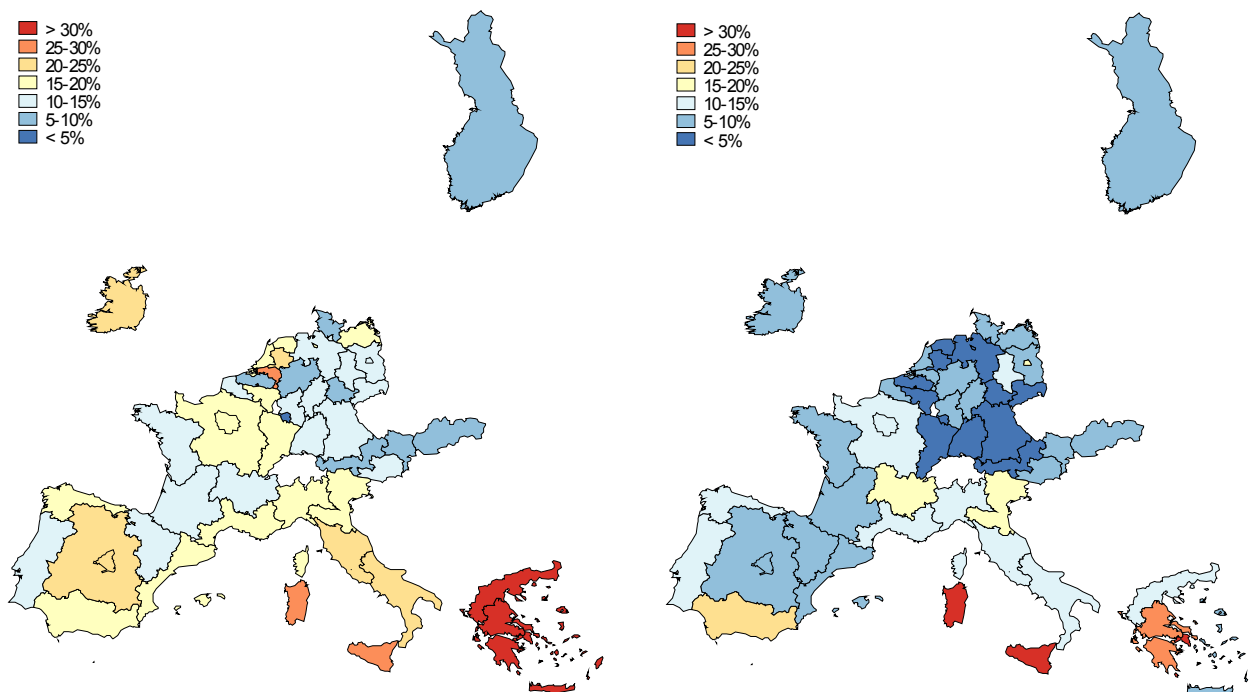
empresas pequeñas las que experimenten estas limitaciones, siendo las diferencias regionales más acusadas que en el caso de las empresas más grandes.

Gráfico A

Restricciones financieras en las distintas regiones

Microempresas y pequeñas empresas (menos de 50 empleados) Medianas y grandes empresas (50 empleados o más)

(porcentaje ponderado de empresas que han experimentado restricciones financieras de algún tipo)



Fuentes: Encuesta SAFE y cálculos del BCE.

Nota: Los mapas muestran agregados regionales del nivel 1 de la NUTS utilizando datos de las cuatro últimas encuestas SAFE (llevadas a cabo entre 2014 y 2016).

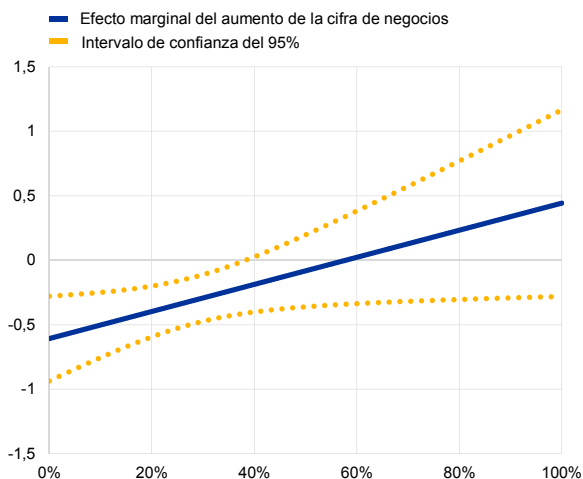
Las condiciones de los mercados a escala regional influyen en el grado de restricciones financieras.

Aunque alrededor del 60 % de toda la diversidad regional en términos de restricciones financieras se debe a las diferencias entre los países, las diferencias regionales dentro de cada país explican la casi totalidad del 40 % restante. El análisis econométrico sugiere que, aunque la evolución positiva de los resultados de las empresas (como el aumento de su cifra de negocios) reduce el grado de restricciones financieras a escala regional, esta correlación depende de las condiciones económicas regionales. Esto es así principalmente en aquellas regiones en las que es menor el número de empresas que consideran que las perspectivas económicas han mejorado en términos globales (véase gráfico B). A medida que las perspectivas económicas generales de las empresas de una región determinada van siendo más favorables, sus resultados son menos relevantes como factor determinante de su acceso a la financiación.

Gráfico B

Restricciones financieras y resultados de las empresas en un entorno de negocio cambiante

(efecto marginal que el aumento de la cifra de negocios tiene sobre las restricciones financieras en relación con el porcentaje de empresas que consideran que las perspectivas económicas han mejorado)



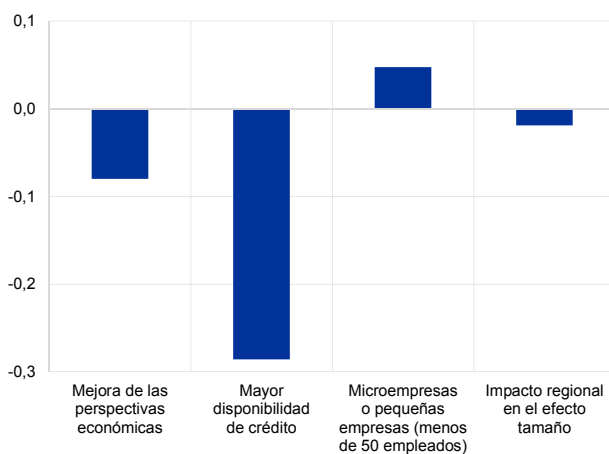
Fuentes: Encuesta SAFE, Eurostat y cálculos del BCE.

Notas: Este gráfico muestra el efecto marginal que el porcentaje de empresas que ha registrado un aumento de la cifra de negocios en los últimos seis meses tiene sobre las restricciones financieras (con un intervalo de confianza del 95 %) en relación con el porcentaje de empresas que consideran que las perspectivas económicas han mejorado en general. Estos resultados se basan en una regresión MCO simple a escala regional, que incluye un plazo de interacción, controles regionales, *dummies* de países y *wave dummies*. El efecto marginal del aumento de la cifra de negocios pasa a ser insignificante desde el punto de vista estadístico cuando el intervalo de confianza del 95 % cruza el valor cero (véase banda superior del gráfico).

Gráfico C

Factores que afectan a la probabilidad de que las empresas experimenten restricciones financieras

(efecto marginal sobre la probabilidad de que una empresa experimente restricciones financieras; basado en una regresión probit)



Fuentes: Encuesta SAFE y cálculos del BCE.

Notas: La variable dependiente es binaria, tomando un valor de 1 si la empresa ha señalado restricciones financieras en los seis meses anteriores y un valor de 0 en caso contrario. La muestra de empresas incluye a todas las empresas que: i) solicitaron crédito bancario, o bien ii) necesitaban crédito, pero fueron disuadidas de solicitarlo. La barra «Impacto regional en el efecto tamaño» muestra la interacción entre el tamaño de las empresas y una variable *dummy* que toma un valor de 1 si el porcentaje de empresas de una región específica que señalan que las perspectivas económicas generales han mejorado en los seis meses anteriores es superior al porcentaje para el conjunto del país. Esta estimación se basa en una regresión *probit* ponderada, que incluye efectos fijos país/sector y tiempo, así como errores *cluster-robust* a escala regional.

Parece que las condiciones regionales son particularmente importantes para las pequeñas empresas a efectos de determinar el acceso a la financiación.

Con el fin de ahondar en la importancia relativa de la región en la que se ubican las empresas, la probabilidad de que una empresa tenga un acceso solo limitado al mercado crediticio se estima en relación con el entorno económico y las condiciones de los mercados a escala regional, junto con las características específicas de la empresa, su situación financiera y su estructura de capital (véase gráfico C)⁴. En términos medios, la probabilidad de experimentar restricciones financieras es un 29 % más baja cuando una empresa indica una mayor disponibilidad de crédito, y en torno a un 8 % inferior cuando su entorno de negocio está mejorando. Además, las microempresas y las pequeñas empresas tienen una probabilidad un 5 % mayor, aproximadamente, de sufrir restricciones financieras que las empresas de mediano y gran tamaño. Sin embargo, este efecto tamaño varía dependiendo de las perspectivas económicas de la región de que se trate en relación con las perspectivas generales del conjunto del país,

⁴ En esta especificación de cada empresa, un primer conjunto de variables controla el tamaño de las empresas (en términos de número de empleados y nivel de la cifra de negocios) y su antigüedad y si son independientes o familiares. Un segundo conjunto controla la situación financiera de las empresas en términos de ventas y de fondos propios, así como su percepción relativa a las perspectivas económicas generales y a la disponibilidad de crédito. Todas estas variables son binarias y adoptan un valor de 1 si hay una mejora en el factor relevante. Además, un tercer conjunto de variables tiene en cuenta el uso de los beneficios no distribuidos y del crédito comercial como alternativas al crédito bancario. Todas las especificaciones econométricas incluyen *wave dummies* y *dummies* sectoriales.

y la probabilidad de que las microempresas y las pequeñas empresas experimenten restricciones financieras cae significativamente (alrededor de 2 puntos porcentuales) si las condiciones financieras locales son más favorables que las observadas a escala del país en su conjunto.

En conjunto, los datos de la encuesta a escala de las empresas confirman que las condiciones de los mercados regionales afectan a las restricciones de financiación que estas afrontan. Es preciso prestar más atención a los factores determinantes de las diferencias regionales en la disponibilidad de crédito, analizando si están relacionados principalmente con la naturaleza del sector bancario local (es decir, su nivel de desarrollo) o con las preferencias de liquidez de los prestatarios locales⁵. En última instancia, el uso de dicha información local proporcionará orientación adicional sobre el impacto que tiene la política monetaria en las distintas regiones de la zona del euro.

⁵ Véase C. J. Rodríguez-Fuentes y S. C. Dow, «EMU and the Regional Impact of Monetary Policy», *Regional Studies*, vol. 37(9), 2003, pp. 969-980.

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

En este recuadro se describen las operaciones de política monetaria del BCE realizadas durante el tercero y el cuarto períodos de mantenimiento de reservas de 2016, comprendidos entre el 27 de abril y el 7 de junio y entre el 8 de junio y el 26 de julio, respectivamente. Durante este período, los tipos de interés aplicados a las operaciones principales de financiación (OPF), a la facilidad marginal de crédito y a la facilidad de depósito se mantuvieron sin variación en el 0,00 %, el 0,25 % y el -0,40 %, respectivamente. El 28 de junio se liquidó la primera operación de financiación a plazo más largo con objetivo específico (TLTRO, en sus siglas en inglés) de la segunda serie de operaciones TLTRO (TLTRO-II), por un importe de 399,3 mm de euros. Sin embargo, ese importe se cubrió en gran medida con los reembolsos voluntarios de la primera serie de TLTRO (TLTRO-I), por un importe total de 367,9 mm de euros. La opción de reembolso voluntario permitió a las entidades sustituir las TLTRO-I por las TLTRO-II, beneficiándose de condiciones más favorables. Por ejemplo, el tipo de interés que se aplica en las TLTRO-II está vinculado al perfil de concesión de crédito de las entidades participantes, es decir, cuantos más préstamos concedan a las sociedades no financieras y a los hogares, menor será el tipo de interés de los fondos obtenidos en las TLTRO-II¹. El 28 de junio se liquidó la octava y última TLTRO-I, por un importe de 6,7 mm de euros, frente a los 7,3 mm de euros liquidados en la séptima TLTRO-I, en marzo. Los reembolsos voluntarios y las nuevas operaciones hicieron que el saldo vivo total de los dos programas de operaciones TLTRO se situara en 463 mm de euros al final del período de referencia. Además, el Eurosistema continuó adquiriendo valores públicos, bonos garantizados y bonos de titulización de activos, y empezó a comprar bonos corporativos como parte de su programa ampliado de compra de activos (APP, en sus siglas en inglés)², estando previsto realizar adquisiciones por importe de 80 mm de euros al mes.

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 843,1 mm de euros, lo que representa un incremento de 64,5 mm de euros con respecto al período de referencia anterior (es decir, el primero y el segundo períodos de mantenimiento de 2016). Las mayores necesidades de liquidez fueron atribuibles casi exclusivamente al aumento de 63,1 mm de euros registrado en la media de los factores autónomos netos, que alcanzaron la cifra de 727,6 mm de euros (véase cuadro).

¹ Para más información sobre las operaciones TLTRO-II, véase el recuadro titulado «La segunda serie de operaciones de financiación a plazo más largo con objetivo específico (TLTRO II)», *Boletín Económico*, número 3, BCE, 2016.

² En el sitio web del BCE puede consultarse información detallada sobre el APP.

Cuadro

Situación de liquidez del Eurosistema

	27 de abril de 2016 a 26 de julio de 2016		27 de enero de 2016 a 26 de abril de 2016		Cuarto período de mantenimiento		Tercer período de mantenimiento	
Pasivo - Necesidades de liquidez (medias; mm de euros)								
Factores autónomos de liquidez	1.851,7	(+81,6)	1.770,1	1.897,7	(+99,8)	1.797,9	(-1,9)	
Billetes en circulación	1.082,3	(+16,2)	1.066,1	1.087,1	(+10,5)	1.076,6	(+7,3)	
Depósitos de las AAPP	151,6	(+21,4)	130,3	175,5	(+51,6)	123,9	(-23,5)	
Otros factores autónomos	617,7	(+44,0)	573,7	635,1	(+37,6)	597,5	(+14,3)	
Instrumentos de política monetaria								
Cuentas corrientes	641,9	(+79,2)	562,7	657,5	(+33,7)	623,8	(+53,8)	
Exigencias de reservas mínimas	115,5	(+1,4)	114,1	115,9	(+0,8)	115,0	(+0,7)	
Facilidad de depósito	316,6	(+71,6)	245,0	323,1	(+14,1)	309,0	(+47,0)	
Operaciones de ajuste de absorción de liquidez	0,0	(+0,0)	0,0	0,0	(+0,0)	0,0	(+0,0)	
Activo - Oferta de liquidez (medias; mm de euros)								
Factores autónomos de liquidez	1.124,5	(+18,6)	1.105,9	1.132,3	(+17,0)	1.115,3	(+2,3)	
Activos exteriores netos	654,2	(+37,3)	616,8	666,1	(+25,8)	640,3	(+13,0)	
Activos netos denominados en euros	470,3	(-18,8)	489,0	466,2	(-8,8)	475,0	(-10,7)	
Instrumentos de política monetaria								
Operaciones de mercado abierto	1.685,9	(+213,7)	1.472,2	1.746,3	(+130,8)	1.615,5	(+96,6)	
Operaciones de subasta	515,0	(-6,8)	521,9	519,2	(+8,9)	510,2	(-8,6)	
OPF	50,5	(-10,2)	60,6	47,6	(-6,3)	53,9	(-4,2)	
OFFPML a tres meses	27,6	(-13,5)	41,1	24,5	(-6,6)	31,1	(-6,8)	
Operaciones TLTRO-I	314,1	(-106,0)	420,2	218,9	(-206,4)	425,3	(+2,4)	
Operaciones TLTRO-II	122,9	(+122,9)	0,0	228,2	(+228,2)	0,0	(+0,0)	
Carteras en firme	1.170,9	(+220,6)	950,3	1.227,1	(+121,9)	1.105,3	(+105,2)	
Primer programa de adquisiciones de bonos garantizados	18,3	(-1,2)	19,5	17,8	(-1,1)	18,9	(-0,3)	
Segundo programa de adquisiciones de bonos garantizados	8,0	(-0,8)	8,8	7,7	(-0,7)	8,4	(-0,3)	
Tercer programa de adquisiciones de bonos garantizados	179,7	(+18,4)	161,3	183,3	(+7,7)	175,6	(+8,5)	
Programa para los mercados de valores	111,1	(-9,6)	120,8	110,9	(-0,5)	111,4	(-8,3)	
Programa de compras de bonos de titulización de activos	19,5	(+0,8)	18,7	19,9	(+0,8)	19,0	(-0,1)	
Programa de compras de valores públicos	830,7	(+209,6)	621,2	881,1	(+109,1)	772,0	(+105,7)	
Programa de compras de bonos corporativos	3,5	(+3,5)	0,0	6,4	(+6,4)	0,0	(+0,0)	
Facilidad marginal de crédito	0,2	(+0,1)	0,1	0,1	(-0,1)	0,2	(+0,1)	
Otra información relativa a la liquidez (medias; mm de euros)								
Necesidades de liquidez agregadas	843,1	(+64,5)	778,6	881,7	(+83,8)	798,0	(-3,4)	
Factores autónomos netos ¹	727,6	(+63,1)	664,5	765,9	(+82,9)	682,9	(-4,1)	
Exceso de liquidez	842,8	(+149,2)	693,6	864,5	(+47,0)	817,5	(+100,0)	
Evolución de los tipos de interés (medias, porcentajes)								
OPF	0,00	(-0,03)	0,03	0,00	(+0,00)	0,00	(+0,00)	
Facilidad marginal de crédito	0,25	(-0,03)	0,28	0,25	(+0,00)	0,25	(+0,00)	
Facilidad de depósito	-0,40	(-0,05)	-0,35	-0,40	(+0,00)	-0,40	(+0,00)	
EONIA	-0,333	(-0,048)	-0,286	-0,330	(+0,007)	-0,337	(+0,003)	

Fuente: BCE.

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

1) El valor total de los factores autónomos incluye «partidas en curso de liquidación».

El incremento observado en los factores autónomos fue resultado, principalmente, del aumento de los factores de absorción de liquidez.

Los depósitos de las Administraciones Públicas fueron los que más contribuyeron a este incremento, con un aumento medio de 21,4 mm de euros, hasta situarse en 151,6 mm de euros en el período analizado. Este aumento se produjo en el cuarto período de mantenimiento, en el que los elevados ingresos tributarios registrados en algunos países de la zona del euro en junio se tradujeron en entradas positivas en las cuentas mantenidas por las Administraciones Públicas en los bancos centrales nacionales. Esto, junto con la actitud reacia de algunos Tesoros a colocar su exceso de liquidez en el mercado a tipos de interés negativos, contribuyó a que aumentara el volumen de depósitos de las Administraciones Públicas en los bancos centrales nacionales. En promedio, la demanda de billetes también se incrementó, registrando un alza de 16,2 mm de euros, hasta situarse en 1.082,3 mm de euros. Otros factores autónomos aumentaron en 44 mm de euros, más que la suma de los depósitos de las Administraciones Públicas y los billetes, aunque el aumento fue atribuible, principalmente, a las revalorizaciones trimestrales de las carteras y, por lo tanto, se vio contrarrestado por las variaciones de los activos exteriores netos.

Los factores de inyección de liquidez se incrementaron durante el período de referencia, dado que el descenso continuado de los activos netos denominados en euros se compensó con un aumento de los activos exteriores netos.

Los activos netos denominados en euros cayeron hasta situarse, en promedio, en 470,3 mm de euros, 18,8 mm de euros por debajo del importe del período de referencia anterior, como consecuencia de la disminución de los activos financieros mantenidos por el Eurosistema con fines distintos de la política monetaria, así como del avance de los pasivos mantenidos por instituciones oficiales extranjeras en los bancos centrales nacionales. Estas instituciones aumentaron sus tenencias, pese al recorte adicional del tipo de interés de la facilidad de depósito, posiblemente debido a que había pocas alternativas de inversión atractivas en el mercado. Los activos exteriores netos se incrementaron en 37,3 mm de euros y se situaron en 654,2 mm de euros, fundamentalmente como consecuencia de las revalorizaciones trimestrales de las carteras.

La volatilidad de los factores autónomos siguió siendo elevada y prácticamente no varió con respecto al período de referencia anterior.

Dicha volatilidad reflejó, principalmente, las marcadas fluctuaciones de los depósitos de las Administraciones Públicas y, en cierta medida, la revalorización trimestral de los activos exteriores netos y de los activos netos denominados en euros. Mientras tanto, los factores autónomos continuaron aumentando. Al mismo tiempo, el error medio absoluto de las previsiones semanales de los factores autónomos disminuyó en 0,8 mm de euros, hasta situarse en 5,2 mm de euros en el período analizado.

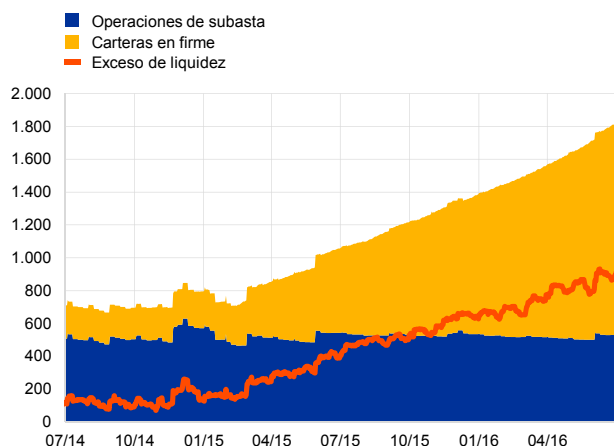
Liquidez inyectada mediante instrumentos de política monetaria

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 213,7 mm de euros, hasta situarse en 1.685,9 mm de euros

Gráfico

Evolución de los instrumentos de política monetaria y exceso de liquidez

(mm de euros)



Fuente: BCE.

(véase gráfico). Este aumento se debió, íntegramente, al programa ampliado de compra de activos del BCE.

La liquidez media proporcionada mediante operaciones de subasta se redujo ligeramente (en 6,8 mm de euros) durante el período analizado, situándose en 515 mm de euros. El aumento de la liquidez media inyectada mediante las TLTRO se vio contrarrestado con creces por la disminución de la liquidez proporcionada mediante las operaciones regulares. Más concretamente, la liquidez inyectada por las OPF y las OFPML a tres meses se redujo en 10,2 mm de euros y 13,5 mm de euros, respectivamente, mientras que el saldo vivo de las TLTRO se incrementó en 16,9 mm de euros como un efecto neto de la liquidación de la primera TLTRO-II y de los reembolsos voluntarios de las siete primeras TLTRO-I.

La liquidez media proporcionada a través del programa ampliado de compra de activos aumentó en 220,6 mm de euros, hasta situarse en 1.170,9 mm de euros, principalmente como consecuencia del 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, del programa de compras de bonos de titulización de activos y del programa de compras de bonos corporativos se incrementó en 209,6 mm de euros, 18,4 mm de euros, 0,8 mm de euros y 3,5 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 11,6 mm de euros en total.

Exceso de liquidez

Como consecuencia de la evolución detallada anteriormente, el exceso medio de liquidez aumentó en 149,2 mm de euros y se situó en 842,8 mm de euros en el período analizado (véase gráfico). La mayor parte de este aumento se produjo en el tercer período de mantenimiento, cuando el exceso de liquidez registró un alza de 100 mm de euros como consecuencia del incremento de las compras y de un efecto de provisión de liquidez resultante de las variaciones de los factores autónomos. El incremento relativamente limitado del exceso de liquidez durante el cuarto período de mantenimiento obedeció fundamentalmente al mayor avance de los factores autónomos, que absorbió parcialmente el aumento de la liquidez proporcionada por el programa ampliado de compras de activos.

El aumento del exceso de liquidez quedó reflejado fundamentalmente en un incremento de 79,2 mm de euros de los saldos medios en cuenta corriente, hasta situarse en 641,9 mm de euros en el período analizado. El recurso medio

a la facilidad de depósito se incrementó en 71,6 mm de euros y se situó en 316,6 mm de euros.

Evolución de los tipos de interés

Los tipos de interés del mercado monetario a un día se mantuvieron próximos al tipo aplicado a la facilidad de depósito durante el período de referencia. 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 $-0,333\%$, por debajo de un nivel medio del $-0,286\%$ en el período de referencia anterior. El eonia fluctuó dentro de una banda estrecha y el 26 de mayo registró un mínimo histórico del $-0,356\%$, pero se recuperó con el habitual incremento a final de trimestre, cuando se situó en el $-0,293\%$. Además, los tipos *repo* medios a un día del mercado GC Pooling³ descendieron hasta situarse en el $-0,396\%$ y el $-0,387\%$ para las cestas estandarizadas y ampliadas de activos de garantía, respectivamente, lo que supone una disminución de 0,064 y 0,066 puntos porcentuales en relación con el período de referencia anterior.

³ El mercado GC Pooling permite negociar acuerdos de recompra con cestas estandarizadas de activos de garantía en la plataforma Eurex.

4 Patrones de la producción mundial desde una perspectiva europea: información de una encuesta a grandes empresas de la zona del euro

Tras la Gran Recesión, el crecimiento del comercio mundial ha sido excepcionalmente débil, sin aumentar apenas en relación con el PIB mundial.

Esta evolución representa un cambio notable con respecto al fuerte crecimiento que experimentó el comercio mundial en las décadas anteriores. Se han sugerido diversas explicaciones para justificar el prolongado período de crecimiento del comercio por debajo de la media observado en los últimos años, que incluyen factores coyunturales, cíclicos y estructurales de largo plazo (véase el recuadro 1 de este número del *Boletín Económico*).

Cuadro

Estadísticas resumidas procedentes de la encuesta

Descomposición sectorial	Número	%	Porcentaje del valor añadido del sector empresarial del EEE
Industria, incluida construcción	25	(57 %)	51 %
Servicios	19	(43 %)	49 %
			Porcentaje de la economía de mercado total del EEE
Empleo (miles)	2.193		1,6 %
Ingresos (millones de euros)	607.785		2,1 %

Fuentes: Eurostat, encuesta sobre comercio y cálculos del BCE.

Nota: El sector empresarial excluye la agricultura, la silvicultura y la pesca, y los servicios de no mercado (incluido el sector público).

En este recuadro se indican los factores determinantes de la reciente evolución del comercio y de la producción mundiales según una encuesta *ad hoc* a empresas líderes de la zona del euro¹. El cuadro muestra de forma resumida el desglose de las 44 empresas participantes. 25 de las respuestas procedieron del sector industrial más amplio (incluida construcción), y 19, del sector servicios. En conjunto, estas grandes empresas (en muchos casos, multinacionales) sumaban en torno a 2,2 millones de empleados y una cifra de negocios de 600 mm de euros, lo que equivale a alrededor del 1,6 % del empleo total del Espacio Económico Europeo (EEE²) en 2013 y a aproximadamente el 2,1 % de su cifra de negocios en el mismo año, respectivamente³.

Los encuestados destacaron los rápidos cambios tecnológicos, las preocupaciones relativas a la demanda y las dificultades del mercado de trabajo entre los principales retos mundiales que afrontan sus sectores en el momento actual (véase gráfico A). Casi la mitad de los encuestados citaron los avances tecnológicos ocasionados por la rápida evolución digital entre los tres retos mundiales principales a los que tienen que hacer frente actualmente sus sectores. Las empresas indicaron que estos avances habían afectado a todos los aspectos de las operaciones —desde la forma de llegar a los clientes (comercio electrónico) hasta la protección de datos, implicaciones en los precios y los costes, y efectos de las mejoras tecnológicas en la localización de la producción/las operaciones y la logística—. Las preocupaciones relativas a la demanda —a escala

¹ La encuesta se llevó a cabo en la primavera de 2016.

² El EEE incluye a la Unión Europea y a Islandia, Liechtenstein y Noruega. Aunque no es un miembro de la Unión Europea ni del EEE, Suiza se incluyó en la encuesta porque tiene acceso al mercado único en los mismos términos que otras empresas de la UE.

³ Datos tomados de las estadísticas estructurales de las empresas (SBS) de Eurostat, disponibles para el EEE solo hasta 2013.

mundial y dentro del EEE— fueron citadas por algo más de un tercio de los participantes en la encuesta, la misma proporción que mencionó las dificultades del mercado de trabajo (preocupación, en particular, por los costes laborales relativos en Europa, así como restricciones más amplias en la oferta de mano de obra y necesidades de cualificación). Una cuarta parte de las empresas señaló el cambio en los patrones del consumo mundial y las cuestiones relacionadas con la inestabilidad geopolítica (incluida la inquietud por la evolución de los precios de las materias primas y el posible impacto del terrorismo en la actividad) entre sus principales retos mundiales.

Las empresas manufactureras, en especial, también destacaron la existencia de barreras al comercio —como normativa en materia de contenido nacional, aranceles y derechos de aduana, y el aumento de barreras menos formales (el denominado «proteccionismo encubierto»)— entre las principales preocupaciones y obstáculos para las economías de escala. Las empresas que operan en varias jurisdicciones geográficas pusieron de relieve las dificultades que plantea la creciente incidencia de la «doble» imposición de las empresas. Además, los encuestados señalaron que los retos mundiales actuales para sus sectores eran la creciente competencia global en los mercados de productos, el cambio en las preferencias de los clientes y la volatilidad de los precios de las materias primas. Las restricciones financieras y la preocupación por mantener el acceso a la financiación apenas se mencionaron.

Gráfico A

Principales retos operativos mundiales en el momento actual

(porcentaje de respuestas, clasificadas partiendo de la citada con mayor frecuencia)



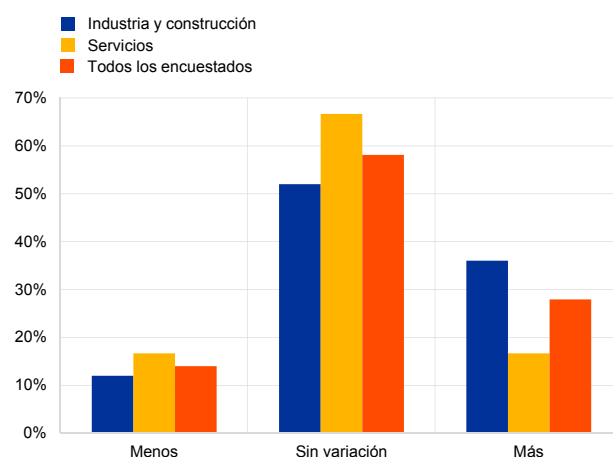
Fuentes: Encuesta sobre el comercio y cálculos del BCE.

Nota: Respuestas a la pregunta: «¿Cuáles son los tres retos operativos globales más importantes en su sector en el momento actual? Enumere un máximo de tres factores y explique brevemente por qué son importantes».

Gráfico B

Cambios en la producción local en los últimos cinco años

(porcentaje de respuestas)



Fuentes: Encuesta sobre el comercio y cálculos del BCE.

Nota: Respuestas a la pregunta: «En los últimos cinco años, ¿se ha hecho más o menos habitual que las empresas de su sector produzcan/operen en los mercados locales en los que se venden los bienes y servicios?».

La encuesta sugiere que la localización de la producción más cerca de los mercados finales ha aumentado ligeramente en los cinco últimos años (véase gráfico B). Aunque la mayoría de las empresas no señaló cambios en los patrones de producción mundial en los últimos cinco años, algo más de una cuarta parte de

los encuestados indicó que habían reubicado sus operaciones de producción o servicios. El cambio en los patrones de la demanda mundial y los elevados costes laborales se citaron como factores importantes que impulsan la salida de las operaciones fuera del EEE. Los requisitos de contenido nacional se mencionaron también como un factor importante. Otros factores que afectan a las decisiones de relocalización estaban relacionados con el deseo de protegerse frente a las fluctuaciones de los tipos de cambio, las limitaciones de capacidad en el EEE, el exceso de regulación y la incertidumbre económica y política.

Los cambios en los patrones de la producción mundial continúan reduciendo la demanda de mano de obra del EEE. Aproximadamente el doble de empresas consideró que los cambios en los patrones del comercio mundial habían reducido la demanda de mano de obra del EEE en su sector, en comparación con las que observaron un incremento. Las reducciones fueron particularmente acusadas en el colectivo de «operarios» (tanto de la industria como de los servicios); sin embargo, los encuestados señalaron que la demanda de trabajadores para los puestos que requieren mayor cualificación (como técnicos y supervisores de producción o trabajadores para I+D y diseño de productos) se había incrementado ligeramente.

Las relocalizaciones fueron raras, ya que para servir a los nuevos mercados normalmente se utilizaron instalaciones adicionales. No obstante, cuando se produjeron, las relocalizaciones fueron generalmente dentro del EEE (en concreto, trasladándose de economías europeas occidentales con costes más elevados, a países de Europa Central y Oriental con costes más bajos, según citó un tercio de los encuestados que se habían relocalizado) o, en menor medida, a países fuera del EEE (según indicó alrededor de una cuarta parte de los que habían cambiado su localización). Únicamente unos pocos encuestados señalaron que habían vuelto a ubicarse en el EEE desde fuera de este. Los participantes en la encuesta indicaron que los incentivos a la relocalización por parte de algunos Gobiernos del EEE y las tendencias hacia la centralización de las funciones administrativa y de sede central —en general, para contener costes— habían favorecido la relocalización hacia el EEE.

Gráfico C

Factores que probablemente fomentarán más producción en el EEE

(porcentaje de respuestas)



Fuentes: Encuesta sobre el comercio y cálculos del BCE.

Notas: Respuestas a la pregunta: «¿Cuáles de los siguientes factores animarían con mayor probabilidad a las empresas de su sector a aumentar la producción/las operaciones en el EEE a medio plazo? Se pidió a los encuestados que señalaran un máximo de cinco factores.»

El aumento de la producción europea exigiría perspectivas de crecimiento más fuerte, mayor contención de costes y medidas de política adicionales, según los encuestados (véase gráfico C).

El gráfico C resume las respuestas a una pregunta en la que los encuestados tenían que seleccionar los cinco factores que animarían con mayor probabilidad a las empresas de su sector a aumentar la producción/las operaciones en el EEE a medio plazo. Las prioridades eran similares en los sectores industrial y de servicios. Más de la mitad de todas las empresas citó las perspectivas de crecimiento más fuerte como incentivo para incrementar la producción radicada en Europa. Muchos pusieron de relieve la iniciativa de una mayor contención de costes, a través de un mayor énfasis en los avances tecnológicos y las ganancias de eficiencia, como una forma esencial de recuperar la competitividad e impulsar la rentabilidad en un entorno de bajo crecimiento. Alrededor de un tercio de las empresas citó como prioridades en materia

de políticas nuevas medidas para reducir los costes operativos –en particular, los costes laborales– y liberalizar la regulación del mercado de trabajo⁴. Algo más de la quinta parte de las empresas destacaron la necesidad de mayores incentivos a la inversión, menor imposición sobre las empresas y menos restricciones a los mercados de productos. En última instancia, las prioridades de los responsables nacionales de elaborar las políticas tendrán que tener en cuenta las condiciones del entorno de negocio local y la posición de un país en las cadenas de valor mundiales, junto con sus ventajas comparativas. Sin embargo, los resultados de esta encuesta sugieren que, en opinión de las empresas participantes, es probable que los altos costes laborales y operativos, así como la fuerte regulación del mercado de trabajo, impacten en las decisiones de localización de las empresas.

⁴ También se mostraron sentimientos similares en una encuesta anterior en relación con el aumento de la inversión en la zona del euro. Véase el recuadro titulado «¿Cuáles son las causas de la baja inversión en la zona del euro? Respuestas de una encuesta a grandes empresas de la zona», en la edición de diciembre de 2015 del *Boletín Económico* del BCE.

¿Qué factores han determinado la reciente disociación entre el deflactor del PIB y el IAPC, excluidos la energía y los alimentos, de la zona del euro?

El deflactor del PIB puede considerarse un indicador amplio de la evolución subyacente de los precios internos. Existen algunas diferencias entre el deflactor del PIB y una medida utilizada con frecuencia, el IAPC, excluidos la energía y los alimentos, en términos de concepto y de objetivo¹. No obstante, en general se ha observado un grado notable de movimientos coincidentes entre la evolución a más largo plazo de estos dos indicadores. Para la zona del euro, la tasa media de variación interanual ha sido de magnitud relativamente similar durante los quince últimos años. Sin embargo, a corto y a medio plazo no es raro que se produzcan desviaciones ligeramente mayores entre ambos indicadores, y los dos últimos años constituyen un ejemplo de apertura de una brecha: el crecimiento interanual del deflactor del PIB ha avanzado de manera más acusada y lleva aumentando desde mediados de 2014, mientras que la inflación medida por el IAPC, excluidos la energía y los alimentos, se ha incrementado mucho menos (véase gráfico A). En este recuadro se analiza la «disociación» reciente, considerando específicamente los factores que explican la recuperación de la tasa de crecimiento del deflactor del PIB.

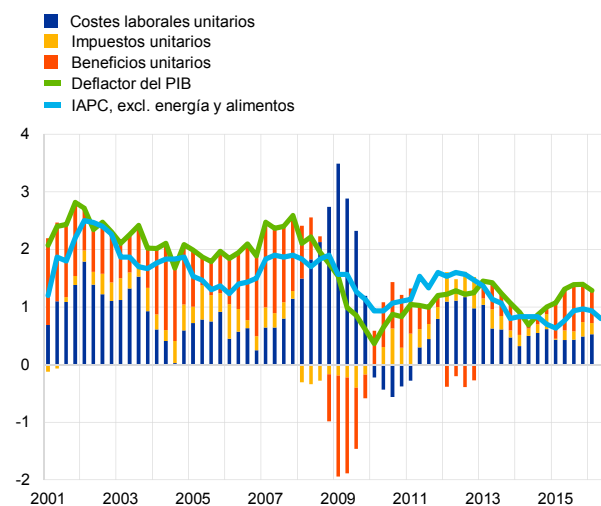
La evolución de los márgenes de beneficio ha sido el principal factor determinante de la reciente aceleración del deflactor del PIB de la zona del euro. La descomposición del crecimiento del deflactor del PIB en componentes de la renta muestra que casi la totalidad del aumento observado desde mediados de 2014 se debe a las mayores contribuciones de los beneficios (excedente bruto de explotación) por unidad de producto, denominados «márgenes de beneficio» en este recuadro. Las contribuciones de los costes laborales unitarios y de los impuestos indirectos unitarios (netos de subvenciones) se han mantenido, en general, prácticamente invariables. La evolución de los márgenes de beneficio en la zona del euro es muy procíclica y su reciente fortalecimiento es acorde con la recuperación en curso del crecimiento del PIB real (véase gráfico B). Una evolución favorable de la actividad económica respalda los márgenes de beneficio, al tiempo que el aumento de la renta y de la demanda facilita subidas de precios, y que el repunte de la actividad asociado y la habitual respuesta retardada de los salarios a la recuperación cíclica moderan los costes laborales unitarios. Sin embargo, el impacto del ciclo económico a través de los beneficios debería ser un factor que influya tanto en la evolución del deflactor del PIB como en la del IAPC, excluidos la energía y los alimentos, lo que sugiere que la reciente disociación refleja otros factores.

¹ Las principales diferencias conceptuales entre los dos indicadores se deben a que el IAPC, excluidos la energía y los alimentos, se refiere a los precios de los bienes y los servicios consumidos por los hogares, mientras que el deflactor del PIB es más completo y recoge los precios de todos los productos finales producidos por la economía nacional. Si el deflactor del PIB se considera por el lado del gasto, incluye los precios del consumo privado, del consumo público, de la formación de capital y de las exportaciones menos los de las importaciones. Mientras que los precios de los bienes y servicios importados no se incluyen en el deflactor del PIB, están incluidos en el IAPC, excluidos la energía y los alimentos (con la excepción del efecto directo de los precios de la energía y los alimentos). Al mismo tiempo, los precios de los bienes y servicios exportados están incluidos en el deflactor del PIB, pero obviamente no lo están en el IAPC, excluidos la energía y los alimentos.

Gráfico A

Deflactor del PIB e IAPC, excluidos la energía y los alimentos

(tasas de variación interanual; contribuciones en puntos porcentuales)

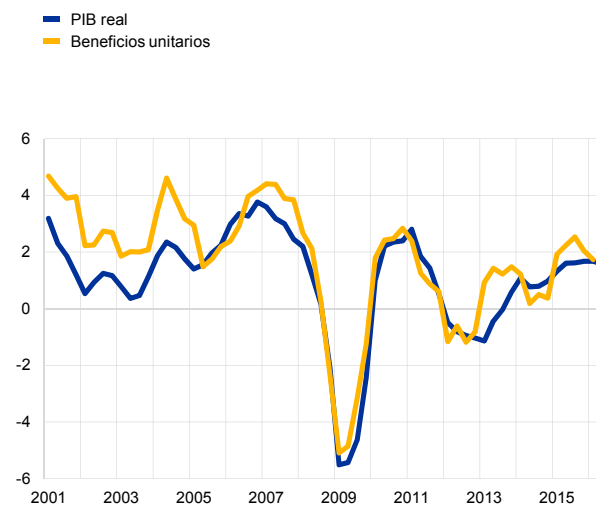


Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Gráfico B

PIB real y beneficios unitarios

(tasas de variación interanual)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Es muy probable que los márgenes de beneficio, según se recogen en el deflactor del PIB, recientemente hayan reflejado también cambios en la relación real de intercambio. Esto es lo que sugiere una comparación de la descomposición del deflactor del PIB por el lado de la renta con la derivada del gasto, en la que la primera incluye el margen de beneficio y la segunda los precios (relativos) de las exportaciones e importaciones, esto es, la relación real de intercambio. Los cambios observados en esta relación pueden haber reflejado distintos factores recientemente. En primer lugar, la depreciación del tipo de cambio efectivo del euro desde mediados de 2014 podría haber beneficiado a los márgenes de beneficio de los exportadores de la zona del euro si ajustaron al mercado los precios de sus productos, es decir, mantuvieron sin variación sus precios de exportación en la moneda extranjera. En segundo lugar, la acusada caída de los precios del petróleo y de otras materias primas a mediados de 2014 podría haber favorecido a los márgenes de beneficio de los productores de la zona del euro si no transmitieron totalmente el descenso asociado de los precios de importación y de los bienes intermedios a los precios de venta. Este impacto viene sugerido por el considerable movimiento coincidente de las respectivas contribuciones de los márgenes de beneficio y de la relación real de intercambio a la tasa de crecimiento del deflactor del PIB en los últimos años (véase gráfico C), mientras que, anteriormente, la evolución cíclica parece haber dominado la trayectoria de los márgenes de beneficio, como se muestra en el gráfico B.

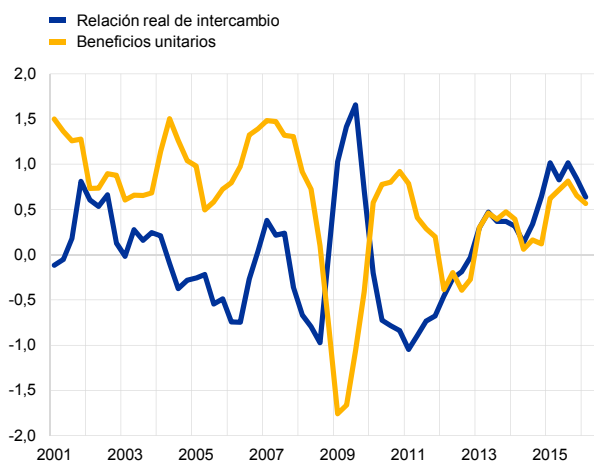
El impacto de los precios de los bienes intermedios en los márgenes de beneficio ayuda a explicar la brecha observada recientemente entre el crecimiento del deflactor del PIB y el del IAPC, excluidos la energía y los alimentos. La fuerte caída del precio del petróleo redujo los precios de los bienes intermedios y de los consumos intermedios en la producción. Como los consumos

intermedios no se incluyen en el PIB, una variación de los precios del petróleo no se plasmará directamente en el deflactor del PIB. Al mismo tiempo, si el descenso de los precios del petróleo se traslada, al menos en parte, a los precios de venta medidos por los precios finales de consumo, la inflación medida por el IAPC, excluidos la energía y los alimentos, puede disminuir. En cambio, si la reducción de los precios del petróleo no se transmite a los precios de venta, la inflación medida por el IAPC, excluidos la energía y los alimentos, permanece constante, mientras que el deflactor del PIB aumenta (a través de mayores márgenes de beneficio). El gráfico D muestra que las acusadas diferencias observadas recientemente entre las tasas de crecimiento de los dos indicadores coincidieron con las acusadas variaciones que experimentaron los precios del petróleo, por lo que esto puede explicar el patrón de disociación registrado en 2015.

Gráfico C

Beneficios unitarios y relación real de intercambio

(contribuciones en puntos porcentuales)



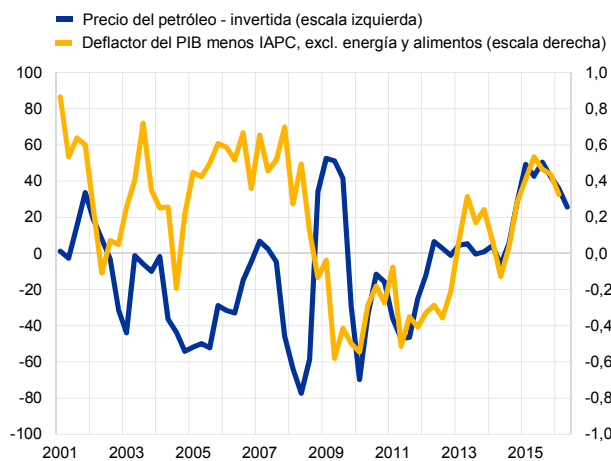
Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Nota: «Relación real de intercambio» se refiere al precio relativo de las exportaciones respecto a los de las importaciones.

Gráfico D

Diferencias entre el deflactor del PIB y el IAPC, excluidos la energía y los alimentos, y variaciones de los precios del petróleo

(tasas de variación interanual; puntos porcentuales)



Fuentes: Bloomberg, Eurostat y cálculos del BCE.

Nota: Precio del Brent en dólares estadounidenses.

De cara al futuro, la desaparición esperada del efecto de los precios del petróleo debería contribuir a que el deflactor del PIB y el IAPC, excluidos la energía y los alimentos, vuelvan a evolucionar de forma similar. A partir de la actual curva de futuros, es probable que el acusado impacto favorable de los precios del petróleo en la evolución de los márgenes de beneficio desaparezca y tenga un efecto moderador sobre el crecimiento del deflactor del PIB a corto plazo, como ya es evidente en los datos correspondientes al primer trimestre de 2016. Al mismo tiempo, *ceteris paribus*, cabría esperar que la inflación medida por el IAPC, excluidos la energía y los alimentos, repunte a medida que reviertan los efectos moderadores indirectos de la anterior caída de los precios del petróleo. Cuando el impacto de estos precios haya desaparecido, los dos indicadores de la inflación subyacente deberían volver a asociarse en cierta medida y aumentar a medida que la recuperación económica desempeñe un papel más destacado como factor impulsor común.

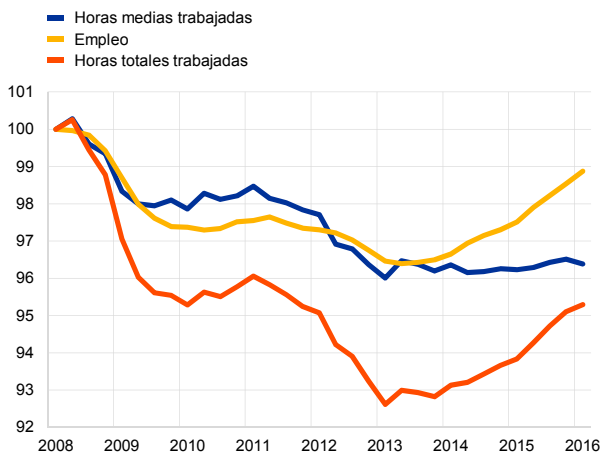
Factores determinantes de la evolución de las horas medias trabajadas por persona empleada desde 2008

En el transcurso de la recuperación de la zona del euro, las horas medias trabajadas por persona empleada se han mantenido básicamente sin variación, tras registrar una caída significativa durante la crisis. La cantidad total de horas trabajadas disminuyó considerablemente entre el primer trimestre de 2008 y el segundo trimestre de 2013, y el descenso fue más significativo en términos de horas totales que en términos de personas ocupadas. El factor subyacente a esta evolución fue una disminución de las horas medias trabajadas por persona, que después se mantuvieron estables durante la recuperación (véase gráfico A). Aunque la caída de las horas medias trabajadas por persona observada desde el comienzo de la crisis se ha considerado en general un fenómeno cíclico, tras doce trimestres de creciente actividad este indicador no ha mostrado signos de recuperación cíclica. En este recuadro se examinan las causas que explican este fenómeno y se determina que el aumento del trabajo a tiempo parcial desempeña un papel importante.

Gráfico A

Empleo, horas totales trabajadas y horas medias trabajadas por persona en la zona del euro

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

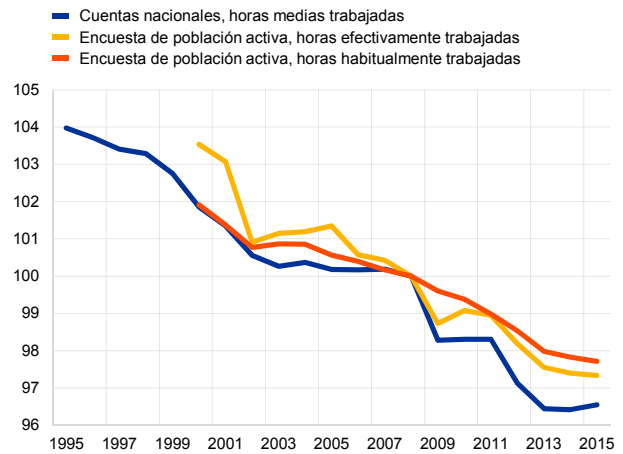


Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Gráfico B

Diferentes medidas de las horas medias trabajadas por persona

(índice: 2008 = 100; datos anuales)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Notas: En la encuesta de población activa de la UE, el número de horas habitualmente trabajadas se refiere a las horas que una persona trabaja normalmente por semana. El número de horas efectivamente trabajadas abarca todas las horas que una persona trabajó durante la semana de referencia, incluidas las horas extraordinarias, independientemente de que fueran remuneradas o no.

Las horas trabajadas ya iban siguiendo una tendencia descendente incluso antes de la crisis. Las horas medias trabajadas en la zona del euro, calculadas sobre la base de las cuentas nacionales, así como de las indicadas en las encuestas de población activa, han disminuido significativamente en las dos últimas décadas (véase gráfico B). Los datos históricos sugieren que las horas trabajadas

han ido reduciéndose durante un período mucho más largo¹. El descenso de este indicador se ha observado en todos los países de la zona del euro y en una amplia gama de sectores².

En la zona del euro, las horas medias realmente trabajadas por semana han disminuido en alrededor de una hora desde 2008, debido sobre todo al aumento del empleo a tiempo parcial. El detalle de la variación de las horas medias trabajadas (medidas por la encuesta de población activa de la UE de Eurostat) muestra que el principal factor que explica la reciente caída de las horas efectivamente trabajadas ha sido el incremento del empleo a tiempo parcial (véase gráfico C). La ratio de empleados a tiempo parcial en relación con el total de trabajadores de la zona del euro subió del 19 % al 21,7 % entre el primer trimestre de 2008 y el segundo trimestre de 2013, y se situó en el 22,2 % en el primer trimestre de 2016. Este aumento representa más de la mitad del descenso de las horas medias trabajadas. Al mismo tiempo, las horas medias trabajadas por los trabajadores a tiempo completo también se redujeron después del comienzo de la crisis (lo que puede tener su explicación en la caída de las horas extraordinarias o en el incremento de las jornadas reducidas), se recuperaron ligeramente en 2010 y 2011, pero han seguido descendiendo desde entonces, contribuyendo también a la disminución de las horas medias trabajadas por persona empleada.

El aumento del empleo a tiempo parcial está fuertemente relacionado con la evolución del sector servicios. Generalmente, el trabajo a tiempo parcial está más extendido en el sector servicios que en la industria y en la construcción. La ratio entre los trabajadores a tiempo parcial y el total de trabajadores se sitúa alrededor del 9 % en la industria y en la construcción, mientras que está bastante por encima del 20 % en los servicios de mercado y de no mercado. Desde 2008, la ratio de parcialidad se ha incrementado en todos los sectores. Sin embargo, el aumento más acusado se ha observado en el sector de servicios de mercado, que ha sido, también debido a su elevado peso en la economía, el que más ha contribuido al incremento de la ratio de parcialidad agregada. Este efecto también se ha visto ampliado, así mismo, por la variación en la composición del empleo, con un desplazamiento hacia los servicios (véase gráfico D). El empleo a tiempo parcial también ha aumentado en la industria y en la construcción desde 2008, pero ha mostrado un patrón más cíclico y ha disminuido ligeramente durante la recuperación.

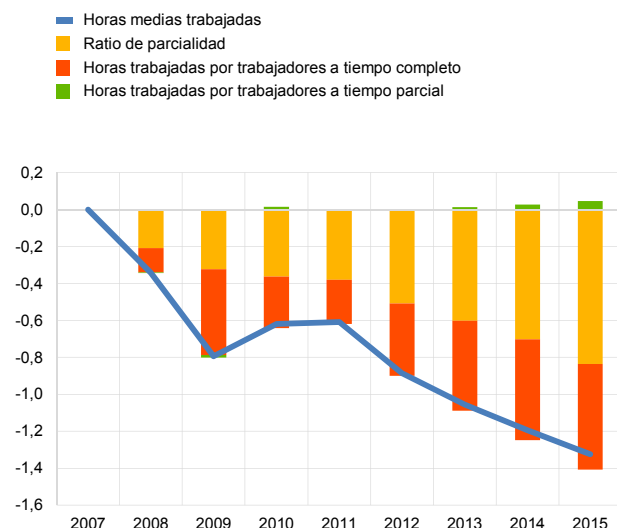
¹ Véanse, por ejemplo, S. Lee, D. McCann y J.C. Messenger, *Working Time Around the World. Trends in working hours, laws and policies in a global comparative perspective*, Organización Internacional del Trabajo, 2007, y T. Boppart y P. Krusell, *How much we work: The past, the present, and the future*, 2016.

² De acuerdo con los datos de las cuentas nacionales, entre el primer trimestre de 2008 y el primer trimestre de 2016, las horas medias trabajadas disminuyeron en los cuatro países más grandes de la zona del euro, salvo en España. Durante este período, el descenso en las horas medias trabajadas en la zona del euro también se observó en todos los sectores NACE, con la excepción de información y comunicaciones.

Gráfico C

Detalle de la variación acumulada de las horas medias trabajadas en la zona del euro

(variación acumulada de las horas medias efectivamente trabajadas por semana desde 2007; porcentaje de trabajadores a tiempo parcial; cifras anuales)



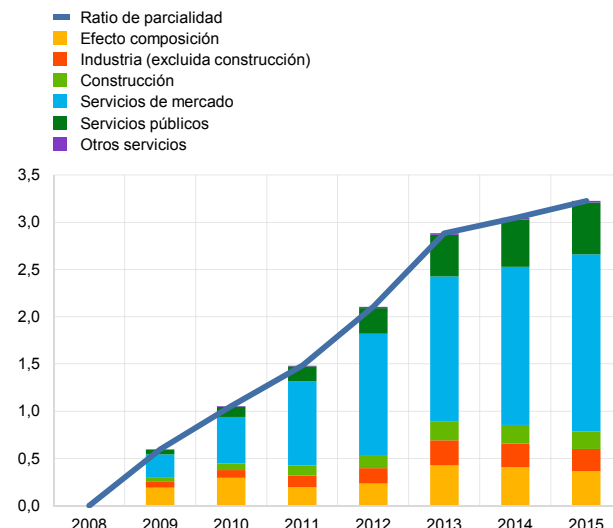
Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Notas: Las horas medias trabajadas por los empleados a tiempo completo y a tiempo parcial, así como la ratio de parcialidad, se toman de la encuesta de población activa de la UE. Para el detalle, el número de empleados se extrae de las cuentas nacionales.

Gráfico D

Detalle de la variación acumulada de la ratio de parcialidad de la zona del euro, mostrando los cambios en los sectores y el efecto composición

(variación acumulada de la ratio de parcialidad desde 2008; puntos porcentuales)



Fuentes: Eurostat, Comisión Europea y cálculos del BCE.

Nota: Para los cálculos, el número de empleados se tomó de las cuentas nacionales, y el porcentaje de trabajadores a tiempo parcial por sector, de la encuesta de población activa.

A escala de la zona del euro, parece que el crecimiento del empleo a tiempo parcial ha obedecido, en gran medida, a la preferencia de las empresas por este tipo de contrato. Parece que más de la mitad del incremento del empleo a tiempo parcial desde el primer trimestre de 2008 es reflejo de decisiones adoptadas de forma voluntaria, dado que los trabajadores aprovecharon de buen grado las nuevas oportunidades de empleo a tiempo parcial. Sin embargo, casi la mitad de dicho incremento se debe al aumento del «subempleo»³, pues los trabajadores aceptaron contra su voluntad empleos a tiempo parcial, pese a que hubiesen deseado trabajar más. El ascenso del empleo a tiempo parcial ha sido similar para ambos géneros, aunque la prevalencia de este tipo de contrato sigue siendo muy superior en el caso de las mujeres. No obstante, el subempleo es más elevado entre los trabajadores a tiempo parcial de sexo masculino, y el crecimiento del empleo a tiempo parcial se vio acompañado por un incremento más elevado del subempleo masculino. Entre el primer trimestre de 2008 y el primer trimestre de 2016, la proporción de trabajadores clasificados como subempleados pasó del 23 % al 30 % en el caso de los hombres, y se mantuvo prácticamente sin variación, en torno al 20 %, en el de las mujeres⁴.

³ «Trabajadores a tiempo parcial subempleados» es una expresión utilizada por Eurostat para referirse a las personas que trabajan a tiempo parcial, pero desean trabajar más horas y tienen disponibilidad para hacerlo. El trabajo a tiempo parcial se registra según lo indicado por cada persona. Para más detalles, véase <http://ec.europa.eu/eurostat/documents/3433488/5579744/KS-SF-11-057-EN.PDF>.

⁴ Las cifras aquí indicadas se refieren al porcentaje de subempleados con respecto a los trabajadores a tiempo parcial.

El aumento de la ratio de parcialidad y el correspondiente descenso de las horas medias trabajadas parecen ser, al menos en parte, de carácter estructural, lo que significa que las horas medias trabajadas pueden no recuperar el nivel registrado antes de la crisis. Parece que el incremento del

empleo a tiempo parcial está determinado, al menos, por dos cambios estructurales: el peso creciente del sector de servicios de mercado, con el consiguiente aumento de la demanda de trabajo a tiempo parcial, y la mayor oferta de mano de obra a tiempo parcial (debido, entre otros factores, a la creciente participación de las mujeres y de personas mayores de 55 años). A menos que se invierta la tendencia a largo plazo hacia un aumento del empleo en los servicios, es probable que la ratio de parcialidad siga creciendo y que las horas medias trabajadas se mantengan por debajo de los niveles observados antes de la crisis.