

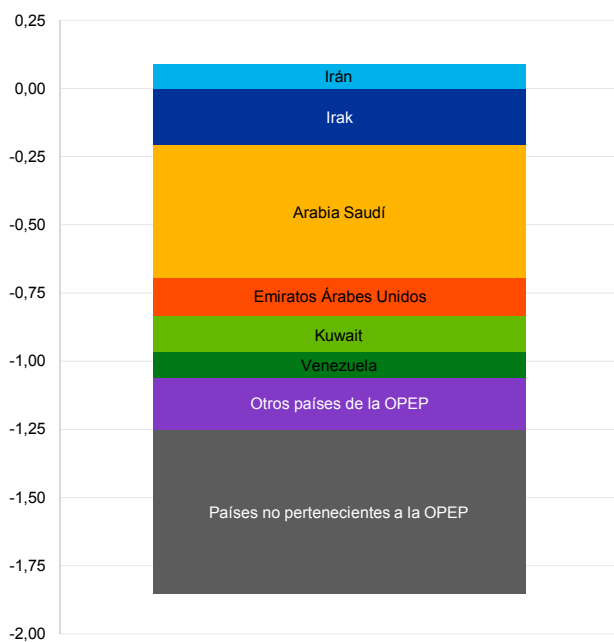
Recuadros

1 El impacto del acuerdo de la OPEP de noviembre de 2016 sobre el mercado del petróleo

En la conferencia ministerial celebrada el 30 de noviembre de 2016, la Organización de Países Exportadores de Petróleo (OPEP) estableció las condiciones para reintroducir un objetivo de producción de petróleo de 32,5 millones de barriles al día. El acuerdo implica un recorte en la producción de 1,2 millones de barriles diarios, que se llevará a cabo reduciendo, de manera uniforme, un 4,5 % la oferta de cada miembro de la organización entre enero y junio de 2017 (véase gráfico A). En función de la situación y de las perspectivas del mercado, el acuerdo para reducir la oferta de petróleo podría prorrogarse hasta finales de 2017. Sin embargo, Libia y Nigeria han quedado exentos, ya que la oferta de estos países es impredecible y está sujeta a interrupciones recurrentes como consecuencia de la inestabilidad política. Irán, que está recuperándose de las sanciones occidentales, recibió un trato especial y se le asignó un objetivo de producción de 4 millones de barriles diarios, muy por encima de su nivel de producción real. La estrategia de la OPEP de recortar la producción de petróleo cuenta con el respaldo de algunos

Gráfico A
Recortes de producción acordados en la reunión de la OPEP del 30 de noviembre

(millones de barriles diarios)



Fuente: OPEP.

Notas: Irán: 0,09 mb/d; Irak: -0,21 mb/d; Kuwait: -0,13 mb/d; Arabia Saudí: -0,49 mb/d; Emiratos Árabes Unidos: -0,14 mb/d; Venezuela: -0,1 mb/d; países no pertenecientes a la OPEP: -0,6 mb/d; «otros países de la OPEP» incluye Argelia (-0,05 mb/d), Angola (-0,08 mb/d), Ecuador (-0,03 mb/d), Gabón (-0,01 mb/d) y Catar (-0,03 mb/d).

países productores no pertenecientes a esta organización, que tienen previsto aplicar un recorte de 0,6 millones de barriles diarios. La oferta mundial disminuirá un 1,9 %, frente a un crecimiento del 2,6 % en el período 2015-2016.

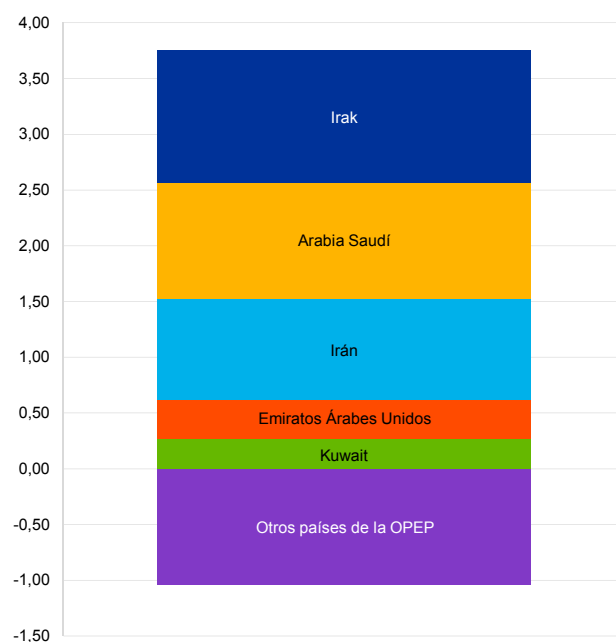
En este recuadro se analiza la nueva estrategia de oferta de la organización y se valora su impacto potencial sobre los precios del petróleo. Desde que, el 28 de septiembre, la OPEP anunciara su intención de reintroducir un límite a la producción, el precio del petróleo ha fluctuado en un rango de entre 44 y 54 dólares estadounidenses por barril. Esto se ha traducido en un ligero aumento de la volatilidad, pero no en un incremento significativo de los precios, ya que el clima de los mercados se ha mostrado cambiante en cuanto a la probabilidad de que se reintroduzcan cuotas de producción. Tras el acuerdo, el precio del Brent registró un acusado ascenso de 6 dólares por barril, pasando de 45,9 dólares el 29 de noviembre a 52 dólares el 7 de diciembre. Sin embargo, todavía persisten algunos de los factores que generaron incertidumbre en los mercados.

Es la primera vez que los países de la OPEP y países productores no pertenecientes a esta organización acuerdan recortar la oferta de forma coordinada. Esta colaboración se sustenta en el deseo común de estos países de mejorar las condiciones financieras de sus economías. La aportación de la OPEP es más modesta que en ocasiones anteriores (supone aproximadamente la mitad del recorte efectuado durante la crisis asiática o la Gran Recesión), pero la participación de los países productores no pertenecientes a la OPEP contribuye a garantizar una reducción sustancial de la oferta de petróleo. No obstante, puede que la reducción real sea inferior a la anunciada, ya que queda por ver si Rusia y otros productores que no son miembros de la OPEP cumplirán sus compromisos.

Gráfico B

Cambios en la oferta de los países de la OPEP en los dos últimos años

(millones de barriles diarios)



Fuente: Agencia Internacional de la Energía.

Notes: Irán: 0,91 mb/d; Irak: 1,19 mb/d; Kuwait: 0,28 mb/d; Arabia Saudí: 1,04 mb/d, Emiratos Árabes Unidos: 0,34 mb/d; «otros países de la OPEP» incluye Argelia (-0,01 mb/d), Angola (-0,17 mb/d), Gabón (-0,03 mb/d), Libia (-0,18 mb/d), Nigeria (-0,32 mb/d), Catar (-0,06 mb/d), Venezuela (-0,32 mb/d), Ecuador (0,01 mb/d) e Indonesia (0,04 mb/d).

Con este acuerdo, Arabia Saudí está dando marcha atrás en la estrategia adoptada en noviembre de 2014 de proteger su cuota de mercado.

En aquel momento se opuso a una iniciativa planteada por los países más pequeños de la OPEP para limitar la producción y evitar una nueva caída del precio del petróleo. En consecuencia, desde principios de 2015, la oferta total de la OPEP ha aumentado en 2,7 millones de barriles diarios. El grueso de esta oferta ha procedido de Irak, de Arabia Saudí y posteriormente de Irán, pero las tasas de producción de algunos países miembros han descendido debido a los bajos precios del petróleo (véase gráfico B).

El impacto de la decisión de la OPEP sobre los precios futuros del petróleo puede valorarse aplicando un amplio conjunto de modelos.

Por ejemplo, la reducción de la oferta se ha analizado desde la óptica de los modelos utilizados por los expertos del Eurosistema⁹ y con la ayuda de un modelo estructural de vectores autorregresivos (SVAR) del mercado de petróleo con restricciones de signo similar al propuesto por Kilian y Murphy¹⁰. Usando estos modelos, se prevé que, para

⁹ Véase la combinación de cuatro modelos presentada en el artículo titulado «Forecasting the price of oil», *Boletín Económico*, número 4, BCE, 2015.

¹⁰ «The role of inventories and speculative trading in the global market for crude oil», *Journal of Applied Econometrics*, vol. 29, 2014, pp. 454-478.

finales de 2017, el precio del petróleo aumente entre un 19 % y un 25 % por encima de las proyecciones de referencia (basadas en los precios de los futuros del petróleo¹¹).

No obstante, este escenario alcista está sujeto a riesgos a la baja. En primer lugar, las ingentes existencias acumuladas durante más de dos años de exceso de oferta pueden actuar como un colchón adicional, amortiguando cualquier respuesta repentina y contundente de los precios del petróleo. En segundo lugar, es posible que la evolución de la producción en los países de la OPEP que han quedado exentos del acuerdo compense parcialmente la oferta. En tercer lugar, la posible reacción endógena de la oferta de los países productores no pertenecientes a la OPEP puede contener la respuesta de los precios del crudo. En particular, los cambios estructurales provocados por la revolución del petróleo no convencional (*shale oil*) en Estados Unidos hicieron que sus costes de extracción se redujeran y se situaran en niveles inferiores a los de otros productores de petróleo no convencional, un cambio que probablemente afectará al precio de equilibrio del petróleo.

A largo plazo, el precio del petróleo seguirá vinculado al coste marginal de producción. En los dos últimos años, las condiciones estructurales del mercado no han cambiado significativamente; en todo caso, el mercado del petróleo es hoy aún más competitivo que entonces, ya que la reestructuración del sector petrolero estadounidense para reducir costes, y los nuevos avances tecnológicos han provocado un descenso adicional del precio que hace rentable la extracción del petróleo no convencional en origen en más de una quinta parte en tres años¹².

¹¹ Según las proyecciones de referencia, el precio del petróleo alcanzará los 55 dólares estadounidenses por barril a finales de 2019. El análisis realizado en este recuadro es básicamente acorde con una trayectoria alternativa de los precios del petróleo utilizada para llevar a cabo un análisis de sensibilidad en torno a las últimas proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema, que estaban condicionadas, entre otros factores, a los futuros de los precios del petróleo previos al acuerdo de la OPEP. Los resultados de este análisis de sensibilidad se presentan en el recuadro 3 titulado «Análisis de sensibilidad y de escenarios», en las Proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema para la zona del euro de diciembre de 2016, disponibles en el sitio web del BCE.

¹² Rystad Energy, *North American Shale Report – NASReport*, 2016.

2 Situación de liquidez y operaciones de política monetaria en el período comprendido entre el 27 de julio y el 25 de octubre de 2016

En este recuadro se describen las operaciones de política monetaria del BCE realizadas durante el quinto y el sexto períodos de mantenimiento de reservas de 2016, comprendidos entre el 27 de julio y el 13 de septiembre y entre el 14 de septiembre y el 25 de octubre, 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 septiembre se liquidó la segunda 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 45,3 mm de euros. La liquidez inyectada mediante esa operación fue compensada, en parte, con los reembolsos obligatorios de la primera serie de TLTRO (TLTRO-I) y los reembolsos voluntarios de la primera TLTRO-I, por un importe total de 11 mm de euros. Esa inyección de liquidez neta de 34,2 mm de euros hizo que el saldo vivo total de los dos programas de operaciones TLTRO aumentara hasta los 497,2 mm de euros al final del período de referencia. Además, el Eurosistema continuó adquiriendo valores públicos, bonos garantizados, bonos de titulización de activos y bonos corporativos como parte de su programa ampliado de compra de activos (APP, en sus siglas en inglés), estando previsto realizar adquisiciones por importe de 80 mm de euros, en promedio, 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 908 mm de euros, lo que representa un incremento de 65 mm de euros con respecto al período de referencia anterior (es decir, el tercero y el cuarto períodos de mantenimiento de 2016). Las mayores necesidades de liquidez fueron atribuibles casi exclusivamente al aumento de 63,2 mm de euros registrado en la media de los factores autónomos netos, que alcanzaron la cifra récord de 790,8 mm de euros, mientras que las exigencias de reservas mínimas aumentaron solo ligeramente (véase cuadro).

Cuadro

Situación de liquidez del Eurosistema

	Período actual (27 de julio a 25 de octubre de 2016)		Período anterior (27 de abril a 26 de julio de 2016)	Sexto período de mantenimiento (14 de septiembre a 25 de octubre de 2016)		Quinto período de mantenimiento (27 de julio a 13 de septiembre de 2016)	
Pasivo – Necesidades de liquidez (medias; mm de euros)							
Factores autónomos de liquidez	1.916,7	(+65,0)	1.851,7	1.938,4	(+40,3)	1.898,0	(+0,3)
Billetes en circulación	1.095,5	(+13,3)	1.082,3	1.094,7	(-1,5)	1.096,2	(+9,1)
Depósitos de las AAPP	151,9	(+0,2)	151,6	168,3	(+30,5)	137,8	(-37,7)
Otros factores autónomos	669,3	(+51,5)	617,7	675,3	(+11,3)	664,0	(+28,9)
Instrumentos de política monetaria							
Cuentas corrientes	762,0	(+120,1)	641,9	777,4	(+28,6)	748,8	(+91,4)
Exigencias de reservas mínimas	117,2	(+1,7)	115,5	117,8	(+1,1)	116,7	(+0,8)
Facilidad de depósito	369,9	(+53,3)	316,6	387,3	(+32,2)	355,1	(+32,0)
Operaciones de ajuste de absorción de liquidez	-	(+0,0)	-	-	(+0,0)	-	(+0,0)
Activo – Oferta de liquidez (medias; mm de euros)							
Factores autónomos de liquidez	1.126,2	(+1,7)	1.124,5	1.115,5	(-19,8)	1.135,3	(+3,0)
Activos exteriores netos	686,3	(+32,1)	654,2	687,8	(+2,8)	685,0	(+18,9)
Activos netos denominados en euros	439,9	(-30,4)	470,3	427,8	(-22,6)	450,3	(-15,9)
Instrumentos de política monetaria							
Operaciones de mercado abierto	1.922,7	(+236,8)	1.685,9	1.987,9	(+121,0)	1.866,9	(+120,6)
Operaciones de subasta	533,5	(+18,4)	515,0	540,9	(+13,7)	527,2	(+8,0)
OPF	40,6	(-9,8)	50,5	37,4	(-6,1)	43,5	(-4,1)
OFPML a tres meses	19,3	(-8,2)	27,6	17,7	(-3,0)	20,7	(-3,8)
Operaciones TLTRO-I	60,3	(-253,9)	314,1	56,3	(-7,4)	63,7	(-155,2)
Operaciones TLTRO-II	413,2	(+290,4)	122,9	429,5	(+30,2)	399,3	(+171,1)
Carteras en firme	1.389,2	(+218,4)	1.170,9	1.447,0	(+107,3)	1.339,7	(+112,6)
Primer programa de adquisiciones de bonos garantizados	15,9	(-2,4)	18,3	15,2	(-1,3)	16,5	(-1,3)
Segundo programa de adquisiciones de bonos garantizados	7,4	(-0,7)	8,0	7,2	(-0,3)	7,5	(-0,2)
Tercer programa de adquisiciones de bonos garantizados	191,6	(+11,8)	179,7	194,7	(+5,9)	188,8	(+5,6)
Programa para los mercados de valores	107,1	(-4,0)	111,1	105,4	(-3,1)	108,5	(-2,4)
Programa de compras de bonos de titulación de activos	20,5	(+1,0)	19,5	20,7	(+0,4)	20,3	(+0,4)
Programa de compras de valores públicos	1.023,0	(+192,3)	830,7	1.072,9	(+92,6)	980,3	(+99,1)
Programa de compras de bonos corporativos	23,9	(+20,4)	3,5	30,8	(+12,9)	17,9	(+11,4)
Facilidad marginal de crédito	0,1	(-0,1)	0,2	0,1	(+0,0)	0,0	(-0,1)
Otra información relativa a la liquidez (medias; mm de euros)							
Necesidades de liquidez agregadas	908,0	(+65,0)	843,1	941,1	(+61,4)	879,7	(-2,0)
Factores autónomos ¹	790,8	(+63,2)	727,6	823,3	(+60,3)	763,0	(-2,9)
Exceso de liquidez	1.014,7	(+171,9)	842,8	1.046,8	(+59,6)	987,2	(+122,6)
Evolución de los tipos de interés (medias, porcentajes)							
OPF	0,00	(+0,00)	0,00	0,00	(+0,00)	0,00	(+0,00)
Facilidad marginal de crédito	0,25	(+0,00)	0,25	0,25	(+0,00)	0,25	(+0,00)
Facilidad de depósito	-0,40	(+0,00)	-0,40	-0,40	(+0,00)	-0,40	(+0,00)
Eonia	-0,342	(-0,008)	-0,333	-0,345	(-0,006)	-0,339	(-0,009)

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 también «partidas en curso de liquidación».

Los factores autónomos de inyección de liquidez se incrementaron ligeramente 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 439,9 mm de euros, 30,4 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. El hecho de que estas instituciones aumentaran sus tenencias se debió, posiblemente, a la escasez de alternativas de inversión atractivas en el mercado. Los activos exteriores netos se incrementaron en 32,1 mm de euros y se situaron en 686,3 mm de euros, fundamentalmente como resultado de las revalorizaciones trimestrales de las carteras, que reflejaron el debilitamiento del euro (y que se vieron contrarrestadas, en última instancia, por cambios equivalentes que afectaron al conjunto de otros factores autónomos de absorción de liquidez).

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 fluctuaciones de los depósitos de las Administraciones Públicas y, aunque en mucha menor medida, la revalorización trimestral de los activos exteriores netos y de los activos netos denominados en euros. Al mismo tiempo, el error medio absoluto de las previsiones semanales del Eurosistema relativas a los factores autónomos aumentó en 5,1 mm de euros, hasta situarse en 11,3 mm de euros en el período analizado.

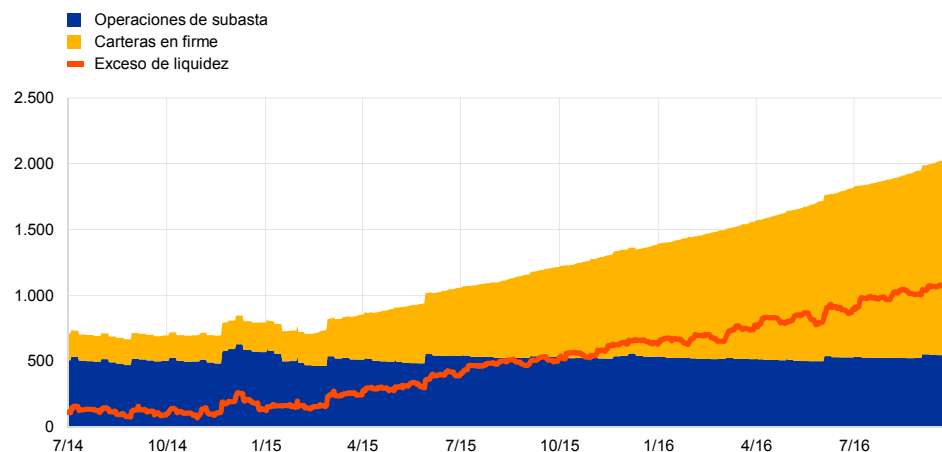
Liquidez inyectada mediante instrumentos de política monetaria

El volumen medio de liquidez proporcionado a través de las operaciones de mercado abierto —operaciones de subasta y programas de compra de activos— se incrementó en 236,8 mm de euros, hasta situarse en 1.922,7 mm de euros (véase gráfico). Este aumento se debió, principalmente, al programa ampliado de compra de activos del BCE.

Gráfico

Evolución de los instrumentos de política monetaria y exceso de liquidez

(mm de euros)



Fuente: BCE.

La liquidez media proporcionada mediante operaciones de subasta se incrementó en 18,4 mm de euros, hasta situarse en 533,5 mm de euros. El aumento de la liquidez inyectada mediante las TLTRO compensó con creces la disminución de la liquidez proporcionada mediante las operaciones regulares. Concretamente, la liquidez inyectada por las OPF y las OFPML a tres meses se redujo en 9,8 mm de euros y 8,2 mm de euros, respectivamente, mientras que el saldo vivo de las TLTRO se incrementó en 36,5 mm de euros, en promedio, como efecto neto de la liquidación de la segunda TLTRO-II, de los reembolsos obligatorios de las operaciones TLTRO-I y de los reembolsos voluntarios de la primera TLTRO-I.

La liquidez media proporcionada a través del APP ampliado aumentó en 218,4 mm de euros, hasta situarse en 1.389,2 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 192,3 mm de euros, 11,8 mm de euros, 1 mm de euros y 20,4 mm de euros, respectivamente. La amortización de bonos de la cartera del programa para los mercados de valores y del primer y segundo programa de adquisiciones de bonos garantizados ascendió a 7,1 mm de euros en total.

Exceso de liquidez

Como consecuencia de la evolución detallada anteriormente, el exceso medio de liquidez aumentó en 171,9 mm de euros y se situó en 1.014,7 mm de euros en el período analizado (véase gráfico). La mayor parte de este aumento se produjo en el quinto período de mantenimiento, cuando el exceso de liquidez registró un alza de 122,6 mm de euros como consecuencia de la liquidez proporcionada por el APP

ampliado, mientras que los factores autónomos se mantuvieron prácticamente sin cambios. El incremento más limitado de 59,6 mm de euros durante el sexto período de mantenimiento obedeció fundamentalmente al avance de los factores autónomos, que absorbió parcialmente la liquidez proporcionada por el APP ampliado.

El aumento del exceso de liquidez quedó reflejado fundamentalmente en un incremento de 120,1 mm de euros de los saldos medios en cuenta corriente, hasta situarse en 762 mm de euros en el período analizado. El recurso medio a la facilidad de depósito se incrementó en 53,3 mm de euros y se situó en 369,9 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, o incluso por debajo, 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 $-0,342\%$, ligeramente por debajo de un nivel medio del $-0,333\%$ en el período de referencia anterior. El eonia fluctuó dentro de una banda estrecha, con un máximo del $-0,321\%$ y un mínimo del $-0,354\%$. Además, los tipos repo medios a un día del mercado GC Pooling descendieron hasta situarse en el $-0,401\%$ y el $-0,395\%$ para las cestas estandarizadas y ampliadas de activos de garantía, respectivamente, lo que supone una disminución de 0,005 y 0,008 puntos porcentuales en relación con el período de referencia anterior. Esos tipos repo también oscilaron dentro de una banda estrecha, excepto al final del tercer trimestre, cuando el tipo a un día del mercado GC Pooling para la cesta estandarizada de activos de garantía cayó hasta situarse en el $-0,457\%$. Esta caída reflejó la menor oferta de activos de garantía de alta calidad en el mercado de repos en las fechas de presentación de información reglamentaria, como el cierre del trimestre.

3 Indicadores estructurales del entorno empresarial en la zona del euro

Las prácticas de negocio de los países de la zona del euro continúan siendo muy heterogéneas y, en general, distan mucho de estar entre las de los países con mejores prácticas a escala internacional. Un entorno empresarial propicio puede facilitar la creación de nuevas empresas, promover la actividad económica y el empleo, y aumentar la capacidad de resistencia de las economías frente a perturbaciones adversas¹³. Algunas instituciones¹⁴, entre ellas el BCE¹⁵, han instado a que el entorno empresarial se reforme con el fin de impulsar el dinamismo económico y fomentar el espíritu empresarial en la zona del euro. En este recuadro se utilizan indicadores estructurales con el fin de presentar una visión general, regularidades empíricas y ejemplos intuitivos de la situación en los países de la zona del euro en lo que respecta a su entorno empresarial en comparación con los países con mejores prácticas del mundo, y cómo puede haber cambiado esta situación durante la crisis.

Los indicadores estructurales confirman que el entorno sigue siendo poco favorable para los negocios en la mayoría de los países de la zona del euro.

El indicador de facilidad para hacer negocios (*ease of doing business*)¹⁶ del Banco Mundial recoge aspectos clave del entorno empresarial y se presenta en el gráfico A, en el que el eje horizontal indica la clasificación mundial de los países y los histogramas muestran el nivel del indicador. Los puntos amarillos muestran las variaciones de los indicadores en los años 2008-2013, y los triángulos rojos señalan los avances realizados en el período 2013-2016. La clasificación del informe *Doing Business 2017* indica que ningún país de la zona del euro se encuentra entre los diez mejores del mundo¹⁷. Los países de la zona con mejor posición son Estonia (12), Finlandia (13) y Letonia (14), mientras que entre los peor clasificados se incluyen Luxemburgo (59), Grecia (61) y Malta (76). Si se considera la aplicación de reformas, países como Letonia, Portugal y Eslovenia mostraron que habían realizado avances significativos hacia un entorno empresarial más favorable durante la crisis de 2008-2013 (puntos amarillos). Sin embargo, el ritmo de aplicación de reformas en el período 2013-2016 fue considerablemente más lento en la mayoría de los países de la zona del euro (triángulos rojos). De hecho, desde 2013 solo se han observado progresos en

¹³ Véase un ejemplo reciente en D. Sondermann, «Towards more resilient economies: the role of well-functioning economic structures», *ECB Working Paper Series*, n.º 1984, noviembre de 2016.

¹⁴ Véase, por ejemplo, el documento de la Comisión Europea titulado [Recomendación del Consejo sobre la política económica de la zona del euro](#), COM (2016) 726, 16 de noviembre de 2016.

¹⁵ Véanse, por ejemplo, discursos recientes de miembros del Comité Ejecutivo y los Comunicados Preliminares del presidente del BCE: M. Draghi, «[El reto de la productividad en Europa](#)», Centenario de Deusto Business School, Madrid, 30 de noviembre de 2016, o M. Draghi, «[Introductory statement to the plenary debate of the European Parliament on the ECB's Annual Report 2015](#)», Estrasburgo, 21 de noviembre de 2016.

¹⁶ El indicador global *Doing Business* es una agregación de diez subindicadores: apertura de una empresa, obtención de permisos de construcción, obtención de electricidad, registro de la propiedad, obtención de crédito, protección de los inversores minoristas, pago de impuestos, comercio transfronterizo, cumplimiento de contratos y resolución de insolvencias. Los subindicadores también son una agregación de varios indicadores.

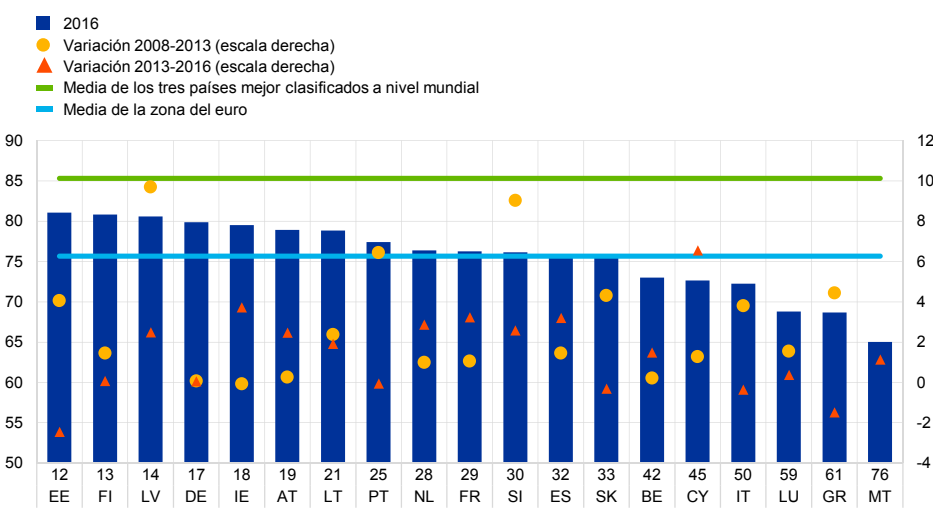
¹⁷ Véase el informe [Doing Business Report 2017](#).

áreas clave del entorno empresarial en Irlanda, Austria, Países Bajos, Francia, España, Bélgica y Chipre. Al mismo tiempo, algunos países de la zona del euro se han alejado aún más de las mejores prácticas entre 2013 y 2016 (por ejemplo, Grecia, Italia, Eslovaquia y Estonia). Además, la media de la zona del euro (línea azul claro) está muy por debajo de los países con mejores prácticas del mundo (línea verde), y algunos países de la zona están clasificados entre los peores de las economías avanzadas.

Gráfico A

Clasificación global de la «facilidad para hacer negocios»

[distancia a la frontera (escala izquierda); aplicación de reformas (escala derecha)]



Fuentes: Banco Mundial, *Doing Business* y cálculos del BCE.

Notas: En la escala izquierda se muestra la distancia a la frontera. Cuanto más elevado es el valor, más próximo está a la frontera el país mejor clasificado (frontera = 100). A modo de medición de las reformas que se han implementado, en la escala derecha se muestra cómo ha cambiado la distancia a la frontera en los periodos 2008-2013 (puntos amarillos) y 2013-2016 (triángulos rojos). Una variación positiva (negativa) en la aplicación de reformas significa que un país se está aproximando a (alejando de) la frontera. El número que figura en el eje horizontal indica la clasificación mundial actual del país. No se dispone de un valor relativo a Malta 2008.

La mayoría de los países de la zona del euro también continúan lejos de la frontera de la competitividad (véase gráfico B).

Así lo confirma el Índice de Competitividad Global¹⁸, que sugiere que muchos países de la zona todavía afrontan una reducida competitividad. Mientras que los Países Bajos, Alemania y Finlandia se encuentran entre las diez economías más competitivas del mundo, algunos países de la zona siguen clasificados entre las economías avanzadas menos competitivas del mundo. Según el índice, en el período comprendido entre 2008 y 2013 la competitividad se deterioró en varios países (como Francia, España, Eslovenia, Eslovaquia, Chipre y Grecia), pero mejoró ligeramente entre 2013 y 2016¹⁹ en la mayoría de los países de la zona, con la excepción de Finlandia y Chipre. Habida cuenta del bajo crecimiento de la productividad total de los factores

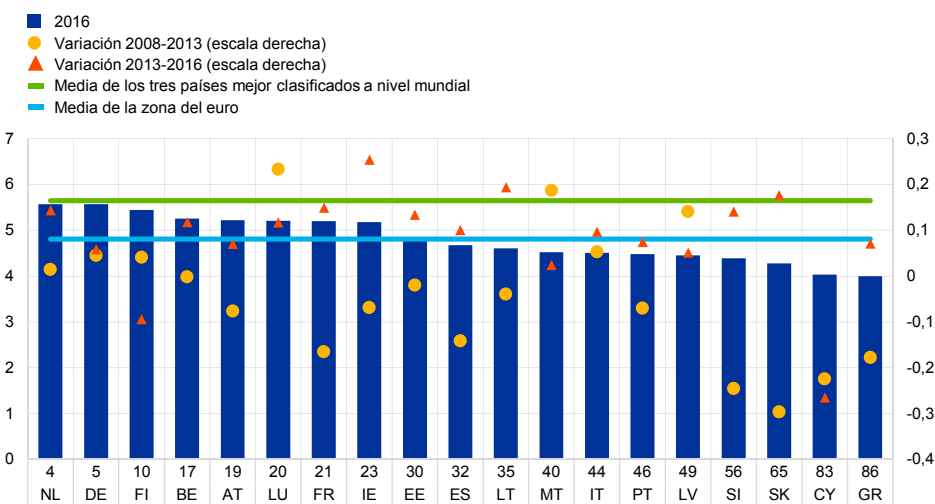
¹⁸ El Índice de Competitividad Global analiza el entorno de competitividad de 138 economías con arreglo a una escala de 1 (peor) a 7 (mejor), y proporciona información sobre los factores determinantes de la productividad y la prosperidad. El índice integra más de 100 variables, combinando los aspectos macroeconómicos y microeconómicos/empresariales de la competitividad en un solo índice. Además, el índice es una agregación de 12 pilares (subindicadores), pero en este recuadro solo se presenta el índice agregado.

¹⁹ Se ha de observar que el Índice de Competitividad Global corrige el efecto del PIB per cápita. Por consiguiente, cabe esperar que los países con un PIB per cápita más elevado tengan, en promedio, un entorno más competitivo, por lo que la recuperación económica ayuda a los países a obtener una puntuación mejor en el indicador.

(PTF) en la zona del euro durante los últimos veinte años, así como de las débiles perspectivas de crecimiento futuro de la productividad, es esencial realizar importantes avances hacia la consecución de estructuras más competitivas²⁰ para situarse al nivel de las economías con mayor competitividad.

Gráfico B
«Índice de Competitividad Global»

[Índice (escala izquierda); aplicación de reformas (escala derecha)]



Fuentes: Foro Económico Mundial y cálculos del BCE.

Notas: En la escala izquierda, unos valores más elevados indican mayor competitividad. A modo de medición de las reformas que se han implementado, en la escala derecha se muestra cómo ha cambiado el índice en los períodos 2008-2013 (puntos amarillos) y 2013-2016 (triángulos rojos). Una variación positiva (negativa) en la aplicación de reformas superior (inferior) a cero significa que un país obtuvo mejores (peores) resultados al final de la fase con respecto al punto de partida. El número que figura en el eje horizontal indica la clasificación mundial actual del país.

Los subcomponentes del indicador *Doing Business*, como el «cumplimiento de contratos», confirman que la brecha entre los países con mejores resultados y los países de la zona del euro es sustancial.

La larga duración de los procesos judiciales y las dificultades para hacer cumplir un contrato²¹ pueden ser indicios de limitaciones en el sistema jurídico de un país. Por ejemplo, es posible que estas limitaciones desanimen a los inversores o reduzcan el acceso a la financiación externa que pueden necesitar las empresas. Por lo tanto, otro motivo de preocupación es que se tarda más de 600 días, en promedio, en hacer cumplir un contrato en la zona del euro, mientras que solo se tarda unos 250 días en los países mejor clasificados del mundo (véase gráfico C). De hecho, todavía se tardan más de tres años en hacer cumplir un contrato en Grecia, Eslovenia, Italia y Chipre, aunque con posterioridad a 2008 se han observado algunos avances en Eslovenia e Italia. Sin embargo, las reformas que han emprendido siguen sin ser acordes con los esfuerzos necesarios para acercarse a los países mejor clasificados. En cambio, se tarda aproximadamente un año en hacer cumplir un contrato en Luxemburgo, Lituania y Finlandia.

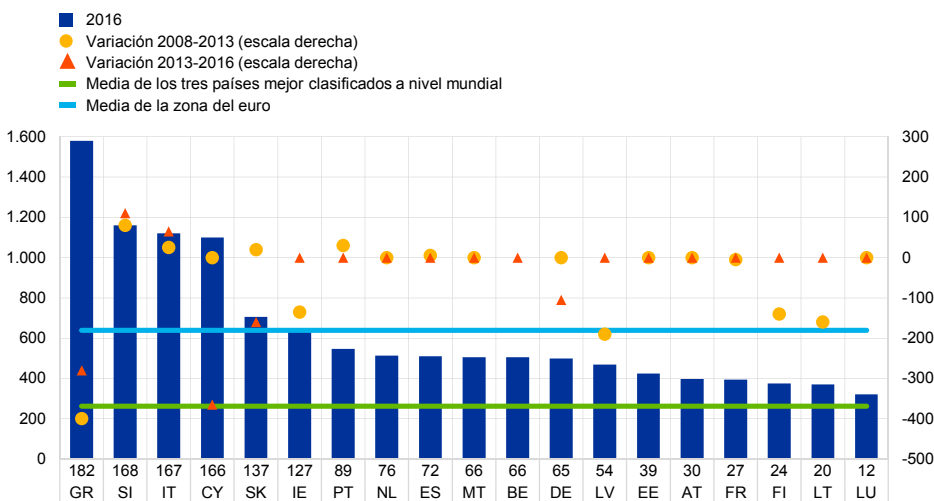
²⁰ Véase también el artículo titulado «Increasing resilience and long-term growth: the importance of sound institutions and economic structures for euro area countries and EMU», *Boletín Económico*, BCE, número 5, 2016.

²¹ Véase D. Aboala, N. Noya y A. Rius, «Contract Enforcement and Investment: A Systematic Review of the Evidence», *World Development*, volumen 64, páginas 322-338, 2014, diciembre, para un análisis detallado de la literatura sobre esta materia.

Gráfico C

Indicador «Tiempo necesario para hacer cumplir un contrato»

[cumplimiento de contratos: tiempo (días) (escala izquierda); aplicación de reformas (escala derecha)]



Fuentes: Banco Mundial, *Doing Business* (componente de tiempo para hacer cumplir un contrato) y cálculos del BCE.

Notas: En la escala izquierda, cuanto más elevado es el valor, más cuesta hacer cumplir un contrato, calculado en función del tiempo necesario. A modo de medición de las reformas que se han implementado, en la escala derecha se muestra cómo ha cambiado el número de días necesarios para hacer cumplir un contrato en los períodos 2008-2013 (puntos amarillos) y 2013-2016 (triángulos rojos). Una variación en la aplicación de reformas superior (inferior) a cero significa que un país se está acercando a (alejando de) las mejores prácticas. El número que figura en la parte inferior del gráfico indica la clasificación mundial actual del país. No se dispone de un valor para Malta para 2008.

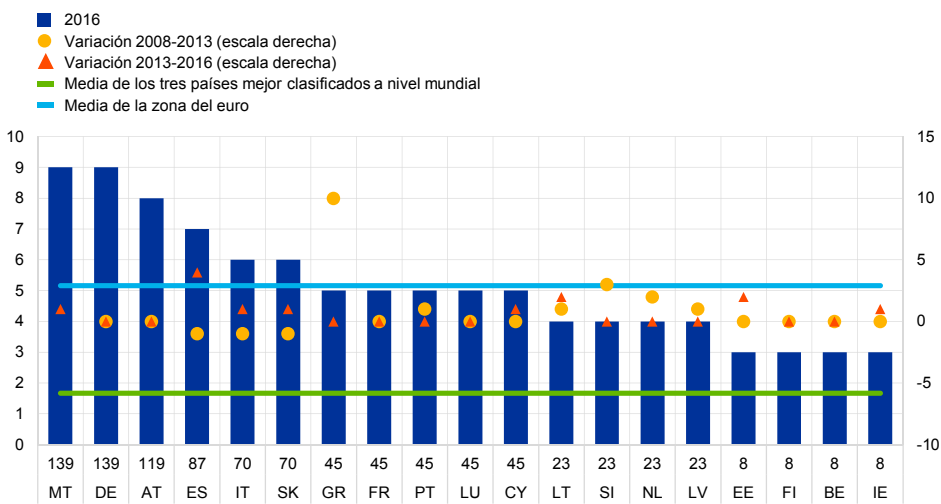
En la zona del euro son necesarios cinco trámites para abrir una empresa, lo que supone mucha más burocracia que en los países con mejores resultados a escala mundial en este ámbito (véase gráfico D). Esta cifra varía, de tres trámites (en Bélgica, Estonia, Finlandia e Irlanda) a nueve (en Alemania y Malta), mientras que en el país mejor clasificado a nivel mundial solo es necesario un trámite. Aparte de Grecia, la mayor parte de los países de la zona del euro realizaron escasos esfuerzos por reducir la burocracia. Una burocracia restrictiva y una regulación compleja pueden dificultar una asignación eficiente de los recursos por parte de las empresas y, con frecuencia, indicar que la Administración Pública es rígida²².

²² Véase, por ejemplo, C. Gust y J. Márquez, «International comparisons of productivity growth: the role of information technology and regulatory practices», *Labour Economics*, volumen 11, número 1, páginas 33-58, 2004, febrero.

Gráfico D

Indicador «Número de trámites necesarios para abrir una empresa»

[apertura de una empresa: trámites (número) (escala izquierda); aplicación de reformas (escala derecha)]



Fuentes: Banco Mundial, *Doing Business* (apertura de una empresa – número de trámites) y cálculos del BCE.

Notas: En la escala izquierda, cuanto más elevado es el valor, más cuesta abrir una empresa, calculado en función del número de trámites necesarios para abrir una empresa. A modo de medición de las reformas que se han implementado, en la escala derecha se muestra cómo ha cambiado el número de trámites necesarios para abrir una empresa en los períodos 2008-2013 (puntos amarillos) y 2013-2016 (triángulos rojos). Una variación en la aplicación de reformas superior (inferior) a cero significa que un país se está acercando a (alejando de) las mejores prácticas. El número que figura en la parte inferior del gráfico se refiere a la clasificación mundial actual del país. No se dispone de un valor para Malta para 2008.

Para incrementar la inversión y la productividad, impulsar la creación de empleo y garantizar una capacidad suficiente para absorber perturbaciones, la adopción de medidas para abordar las deficiencias anteriormente mencionadas en el entorno empresarial —incluidas medidas para facilitar la entrada de nuevas empresas y potenciar la competitividad— debería ser una cuestión prioritaria en la zona del euro. Según diversos

indicadores, algunos países de la zona del euro muestran un entorno empresarial relativamente desfavorable, por lo que serían los más beneficiados de la aplicación de reformas sustanciales en esta área. No obstante, la conclusión general que se obtiene de las distintas medidas e indicadores es que la zona del euro va a la zaga de los países con mejor entorno empresarial del mundo. Por lo tanto, los países de la zona del euro pueden beneficiarse de forma significativa de la aplicación de reformas para mejorar su entorno empresarial.

Evaluación del impacto de los costes de la vivienda en la inflación medida por el IAPC

Los precios de los inmuebles residenciales en la zona del euro han experimentado un fuerte crecimiento recientemente, mientras que la inflación medida por el IAPC se ha mantenido contenida. La tasa de variación interanual de los precios de los inmuebles residenciales de la zona del euro se ha ido fortaleciendo durante varios trimestres sucesivos, y a mediados de 2016 recuperó su media de largo plazo del 2,9 %²³. En este recuadro se analiza la cuestión de por qué, entonces, los costes de la vivienda no han ejercido presión al alza sobre la inflación medida por el IAPC a través del componente de servicios. Estos costes se incluyen actualmente en el IAPC a través de los alquileres brutos y reparaciones menores, pero, idealmente, el IAPC debería incorporar todos los gastos de consumo relacionados con la vivienda. Con el fin de seguir mejorando la pertinencia y la comparabilidad del IAPC, el Sistema Estadístico Europeo está desarrollando un índice de los costes de las viviendas ocupadas por sus propietarios (OOH, en sus siglas en inglés)²⁴. Con este trasfondo, en este recuadro primero se analiza la relación entre los precios de los inmuebles residenciales y los alquileres, y, en segundo lugar, se evalúan algunos datos experimentales sobre las viviendas ocupadas por sus propietarios publicados por Eurostat a principios del año en curso.

La caída de la inflación de los precios de los alquileres de viviendas contribuyó al retroceso que registró la inflación de los servicios medida por el IAPC en el pasado. La partida del IAPC «alquileres brutos de vivienda» representa el 15 % de la cesta de servicios del IAPC de la zona del euro, y su tasa de inflación interanual suele ser más estable que la del conjunto de servicios. Tras caer ligeramente por debajo del 1,5 % en 2010, la inflación de los alquileres siguió disminuyendo hasta situarse en torno al 1 % en 2015, muy por debajo de la media de largo plazo del 1,7 % (véase gráfico A). Por tanto, la evolución de los precios de los alquileres en los últimos años no ha sustentado la inflación de los servicios, pero ha formado parte integrante de su retroceso.

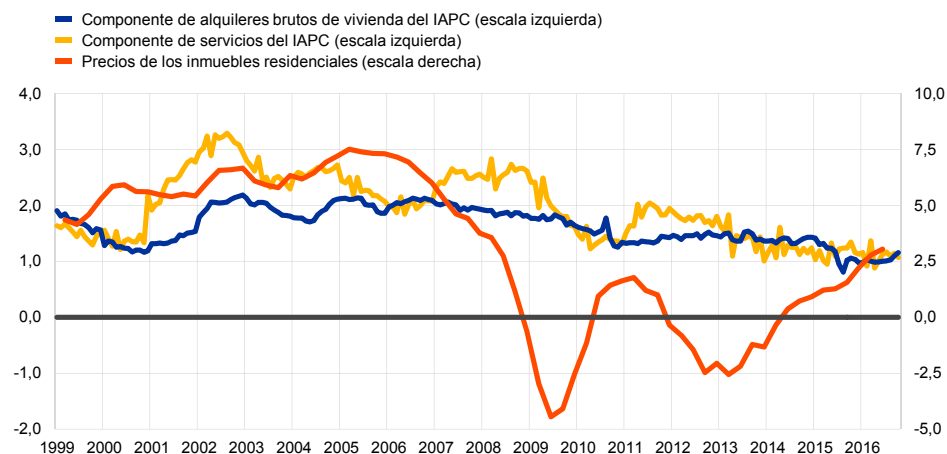
²³ Véase el recuadro titulado «Evolución reciente de los precios de los inmuebles residenciales en la zona del euro», *Boletín Económico*, número 7, BCE, 2016. Las medias se calculan utilizando datos que se remontan a 1999.

²⁴ Para más información, véase el considerando 10 del [Reglamento \(UE\) 2016/792 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 11 de mayo de 2016, sobre los índices de precios de consumo armonizados y el índice de precios de la vivienda, y por el que se deroga el Reglamento \(CE\) n.º 2494/95 del Consejo](#) (DO L 135 de 24.5.2016, p. 11).

Gráfico A

Tasas de variación de los precios de los alquileres, de todos los servicios y de los inmuebles residenciales en la zona del euro

(tasas de variación interanual)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

En principio, existe una relación a largo plazo entre los precios de los inmuebles residenciales y los alquileres.

Por ejemplo, si se considerara que los precios de los inmuebles residenciales son altos en comparación con los alquileres, entonces algunos propietarios de inmuebles podrían decidir vender y pasar a alquilar, con la previsión de volver a comprar posteriormente a un precio más bajo. Ello presionaría los precios de los inmuebles a la baja, y de los alquileres, al alza, por lo que se produciría un ajuste.

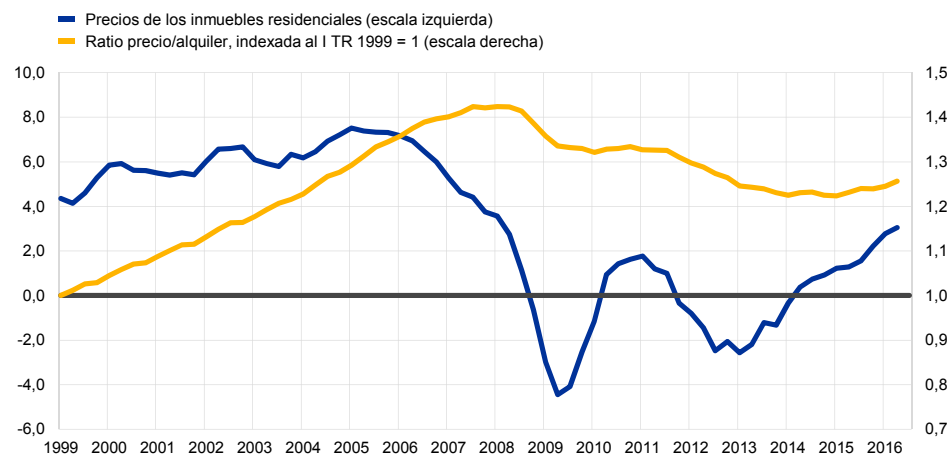
No obstante, en la práctica, determinadas fricciones pueden hacer que se deshaga de forma duradera la relación entre la dinámica de los precios de los inmuebles residenciales y la de los alquileres.

Estas fricciones, como los costes de transacción, las restricciones crediticias y el largo plazo de algunos contratos de alquiler, limitan la sustituibilidad entre el alquiler y la tenencia en propiedad de los inmuebles. Además, en algunos países de la zona del euro, los controles sobre los alquileres, incluida su indexación, son importantes y pueden conducir a que la divergencia entre los precios de las dos modalidades sea más duradera. Este es el caso, sobre todo, de la vivienda social, que representa una parte significativa del componente «alquileres brutos de vivienda» del IAPC nacional de algunos países. En los países donde los alquileres están referenciados al índice de precios de consumo, la baja inflación de los últimos años puede haber ido ejerciendo, sucesivamente, mayor presión a la baja sobre la tasa de variación de los precios de los alquileres.

Gráfico B

Precios de los inmuebles residenciales y ratio precio/alquiler

(tasa de variación interanual)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

La ratio entre los precios de los inmuebles residenciales y los precios de los alquileres en la zona del euro ha variado a lo largo del tiempo (véase gráfico B)²⁵. En particular, es probable que las pasadas reducciones de los tipos de interés hayan influido en esta relación. Las caídas de los tipos de interés nominales implican menores rentabilidades de otros activos de inversión de referencia, como los bonos, y, por tanto, también suponen que la rentabilidad exigida a los alquileres de inmuebles residenciales sea más baja²⁶. En la práctica, es más probable que este ajuste a la baja de la rentabilidad del alquiler se produzca por el aumento más rápido de los precios de los inmuebles que por el incremento más lento de los precios de los alquileres. Pero las variaciones de la ratio entre el precio de los inmuebles residenciales y el alquiler también muestran que, antes de la crisis financiera, las viviendas estaban sobrevaloradas en muchos países. En conclusión, no debería esperarse que el reciente repunte de la inflación de los precios de los inmuebles residenciales provoque un avance automático de la inflación de los precios de los alquileres de la vivienda y, por ende, de la inflación medida por el IAPC.

La inflación medida por el IAPC solo refleja parcialmente las variaciones en los precios relacionados con la vivienda, dado que recoge los alquileres brutos y no incluye todos los costes de las viviendas ocupadas por sus propietarios. Esta restricción refleja las dificultades que entraña resolver la relación de compromiso entre dos objetivos conceptuales aparentemente opuestos. El primero es que el IAPC recoja los precios de consumo más que los precios de los activos. Sin embargo, resulta más natural tratar a los inmuebles residenciales, no como un bien de consumo, sino como un tipo de activo de inversión que sirve como depósito de riqueza y genera un flujo continuo

²⁵ Véase el recuadro titulado «House prices and the rent component of the HICP in the euro area», *Boletín Mensual*, BCE, agosto de 2014.

²⁶ La rentabilidad del alquiler se define como la relación entre el alquiler correspondiente a un año y el precio del inmueble, es decir, es la inversa de la ratio precio/alquiler, de modo que una rentabilidad del alquiler más baja significa una ratio precio/alquiler más elevada.

de servicios de consumo de vivienda²⁷. Esto indicaría que los precios de los inmuebles residenciales no deberían incorporarse directamente en el IAPC. El segundo objetivo conceptual es que el IAPC se base únicamente en los precios de transacciones monetarias observables. Este principio va en contra de utilizar los alquileres de inmuebles equivalentes para medir el precio del flujo continuo de dividendos de servicios de vivienda consumidos por un propietario que ocupa su vivienda (método de equivalencia del alquiler).

La naturaleza de esta dicotomía significa que los institutos nacionales de estadística tienden a alcanzar un compromiso entre estos dos objetivos en lo que respecta a sus propios índices de precios de consumo. Sin embargo, no existe un consenso internacional sobre la forma de compromiso óptima; las características individuales de cada país y la finalidad principal con la que se usa el índice de precios de consumo suelen ser un factor clave. Muchos países con mercados del alquiler muy desarrollados y uniformes han optado por el método de equivalencia del alquiler²⁸. Otros países, especialmente aquellos en los que los datos distinguen entre los precios del edificio que constituye la vivienda (que reflejan la parte de la propiedad correspondiente a un bien de consumo) y los precios del terreno (que reflejan la parte correspondiente a un activo de inversión), calculan su índice de precios de las viviendas ocupadas por sus propietarios directamente a partir del precio del edificio de la vivienda. En la zona del euro, los mercados inmobiliarios son muy heterogéneos entre los distintos países, y el porcentaje de viviendas ocupadas por sus propietarios oscila entre menos del 50 % y más del 90 %. Por ello, durante más de quince años, el Sistema Estadístico Europeo ha estado buscando un método basado en el precio observable de los inmuebles residenciales, lo que significa, no obstante, que el índice sigue incluyendo un elemento de precio del activo.

Eurostat publicó nuevos datos experimentales sobre las viviendas ocupadas por sus propietarios a principios del año en curso, que fueron facilitados por los institutos nacionales de estadística de la UE. Estos índices de precios de las viviendas ocupadas por sus propietarios reflejan las variaciones registradas en el precio de las adquisiciones *netas* de inmuebles residenciales por parte del sector hogares, es decir, las operaciones entre hogares quedan excluidas. Algunos cálculos orientativos del BCE, realizados para ilustrar la magnitud del efecto potencial de incluir los índices de precios OOH nacionales en el IAPC de la zona del euro, indican diferencias absolutas en las tasas de inflación de hasta 0,2 puntos porcentuales en cualquier trimestre, pero no señalan una diferencia en la media de los cinco últimos años. Estos índices de precios OOH nacionales solo están disponibles trimestralmente y con un desfase (los datos más recientes se refieren al

²⁷ A este respecto, la vivienda podría asimilarse a una acción en el sentido de que es un activo que también genera una corriente de dividendos.

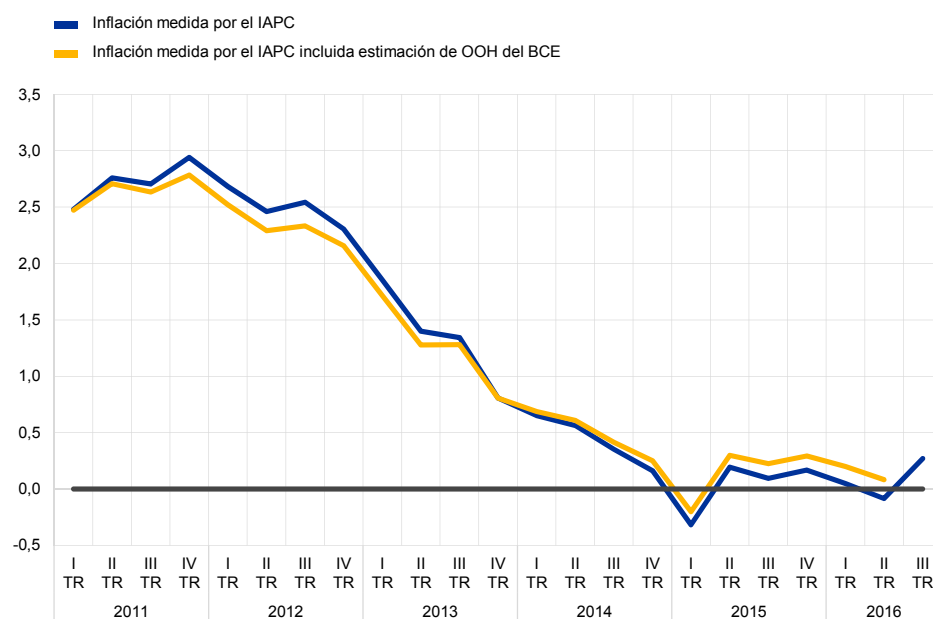
²⁸ Por ejemplo, la Oficina de Estadísticas Nacionales del Reino Unido ha anunciado recientemente que un índice de precios de consumo aumentado por equivalencia del alquiler pasará a ser el principal índice de inflación de la Oficina.

segundo trimestre de 2016)²⁹. En esta coyuntura, una estimación que incluya las viviendas ocupadas por sus propietarios apuntaría a una tasa de inflación algo superior al IAPC, aunque no significativamente (véase gráfico C). No obstante, debería tenerse en cuenta el carácter experimental de estos datos, ya que Eurostat sigue valorando el enfoque y la metodología.

Gráfico C

Inflación de la zona del euro y costes de las viviendas ocupadas por sus propietarios (OOH)

(tasas de variación interanual)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

En resumen, actualmente los costes de la vivienda prestan escaso respaldo a la inflación medida por el IAPC. Los componentes de vivienda que se incluyen en el momento actual en el IAPC, es decir, los precios de los alquileres, siguen lastrando la inflación, en parte porque están referenciados a ella. Un cálculo ilustrativo del BCE basado en los índices de precios OOH nacionales publicados por Eurostat muestra que ampliar la cobertura del IAPC para tener en cuenta los costes de las viviendas ocupadas por sus propietarios no tendría un efecto significativo en la valoración de la inflación.

²⁹ Concretamente, estos índices de precios OOH experimentales, disponibles trimestralmente, solo se publican junto con los datos del IAPC correspondientes al último mes del trimestre siguiente al trimestre de referencia, lo que significa que los datos correspondientes al tercer trimestre de 2016 se publicarán en enero de 2017 junto con los datos del IAPC de diciembre de 2016. Se puede consultar más información sobre estos nuevos datos experimentales en http://ec.europa.eu/eurostat/cache/metadata/en/prc_hpi_oo_esms.htm.

5 La evaluación de los proyectos de planes presupuestarios para 2017 y la situación presupuestaria de la zona del euro en su conjunto

El 16 de noviembre, la Comisión Europea publicó sus dictámenes sobre los proyectos de planes presupuestarios para 2017 de los Gobiernos de la zona del euro³⁰, junto con un análisis de la situación presupuestaria de la zona en su conjunto. Los dictámenes incluyen una evaluación de la medida en que los planes presupuestarios cumplen el Pacto de Estabilidad y Crecimiento (PEC), y siguen las orientaciones que figuran en las recomendaciones de política fiscal específicas para cada país formuladas en el contexto del Semestre Europeo 2016 y adoptadas por el Consejo de Asuntos Económicos y Financieros de la Unión Europea (UE) el 12 de julio de 2016³¹. Además de estos dictámenes, la Comisión publicó una comunicación titulada «Hacia una orientación presupuestaria positiva para la zona del euro», donde se analizó el papel actual que desempeñan las políticas fiscales en la zona del euro en términos agregados. Este documento cumple el mandato que establece el Reglamento (UE) n.º 473/2013 (parte del denominado «Two-Pack»), donde se insta a la Comisión a realizar «una evaluación global de la situación presupuestaria y de las perspectivas de la zona del euro en su conjunto basándose en las perspectivas presupuestarias nacionales y su interacción en la zona».

Según la evaluación de la Comisión, que se basa en sus previsiones económicas de otoño de 2016, solo cinco de los 18 proyectos de planes presupuestarios cumplen plenamente el PEC. La Comisión considera que los planes de Alemania, Estonia, Luxemburgo, Países Bajos y Eslovaquia (todos sujetos al componente preventivo del Pacto) «cumplen» el PEC, sin variación con respecto al año anterior, mientras que, a su juicio, los proyectos de presupuestos de cinco países solo «cumplen en líneas generales» las exigencias del PEC (véase cuadro)³²: concretamente, los de Irlanda, Letonia, Malta y Austria, que están sometidos al componente preventivo, y Francia, sujeto al componente corrector del PEC (procedimiento de déficit excesivo o PDE). Aunque se prevé que el déficit de Francia caiga por debajo del valor de referencia del 3 % del PIB en el plazo fijado en el PDE (2017), no se espera que la corrección del déficit excesivo sea sostenible en vista de la acumulación considerable de incumplimientos en los ajustes estructurales, si se comparan con los compromisos adquiridos en virtud del PEC³³.

³⁰ En los proyectos de planes presupuestarios se excluyen los de los países de la zona del euro que están sujetos a un programa de asistencia financiera, como es el caso de Grecia.

³¹ Véase el recuadro titulado «Recomendaciones de política fiscal específicas por país en el marco del Semestre Europeo 2016», *Boletín Económico*, número 4, BCE, junio de 2016.

³² La información relativa a los criterios de evaluación se puede consultar en las notas que acompañan el cuadro.

³³ Según las previsiones económicas de otoño de 2016 de la Comisión Europea, el ajuste estructural será del 0,6 % del PIB acumulado durante el período 2015-2017, mientras que en la recomendación formulada en 2015 por el Consejo en el contexto del PDE con respecto a Francia se recomienda el 2,2 % del PIB.

Cuadro

Proyectos de planes presupuestarios para 2017

	Objetivo presupuestario a medio plazo (OMP)	Saldo estructural en 2017 (previsiones de otoño de 2016 de la Comisión Europea)	Ajuste estructural real en 2017 (previsiones de otoño de 2016 de la Comisión Europea)	Compromiso de ajuste estructural en 2017 con arreglo al PEC (puntos porcentuales)
Cumplimiento del PEC				
Alemania	-0,5	0,4	-0,2	En el OMP
Estonia*	0,0	-0,2	-0,8	En el OMP
Luxemburgo	-0,5	0,4	-1,5	En el OMP
Países Bajos	-0,5	-0,2	0,3	En el OMP
Eslovaquia	-0,5	-1,4	0,6	0,5
Cumplimiento del PEC en líneas generales				
Irlanda ¹	-0,5	-1,0	0,7	0,6
Letonia* ¹	-1,0	-1,7	-0,2	-0,2
Malta ¹	0,0	-0,7	0,4	0,6
Austria* ¹	-0,5	-0,9	0,1	-0,1
Francia (plazo fijado en el PDE: 2017) ²	-0,4	-2,3	0,2	0,9
Riesgo de incumplimiento del PEC				
Bélgica ³	0,0	-2,0	0,7	0,6
Italia ³	0,0	-2,2	-0,5	0,6
Chipre* ³	0,0	-1,3	-1,4	-0,4
Lituania* ³	-1,0	-1,4	-0,4	-0,2
Eslovenia ³	0,25	-2,3	-0,2	0,6
Finlandia* ³	-0,5	-1,6	-0,3	0,6
Portugal (plazo fijado en el PDE: 2016) ⁴	0,25	-2,4	0,0	0,6
España (plazo fijado en el PDE: 2018) ⁴	0,0	-3,8	0,0	0,5

Fuentes: Comisión Europea y AMECO.

Notas: * Estonia, Chipre, Letonia, Lituania, Austria y Finlandia han solicitado flexibilidad en el marco del PEC (en especial, en lo que respecta a reformas estructurales, inversión y pensiones).

1) Por lo que se refiere a los países sujetos al componente preventivo del PEC, los proyectos de planes presupuestarios «cumplen en líneas generales» las disposiciones del PEC si, con arreglo a la previsión de la Comisión, el plan puede dar lugar a una ligera desviación con respecto al OMP o de la senda de ajuste hacia su consecución, pero el grado de incumplimiento de la exigencia no representaría una desviación significativa con respecto al ajuste requerido. Las desviaciones de los objetivos fiscales en el contexto del componente preventivo se clasifican como «significativas» si superan el 0,5 % del PIB un año o el 0,25 % del PIB, en promedio, dos años consecutivos. Al mismo tiempo, se determina que los Estados miembros respetan «en su caso» el valor de referencia de reducción de la deuda.

2) En el caso de los países sujetos a un PDE, la Comisión considera que los proyectos de planes presupuestarios «cumplen en líneas generales» las disposiciones del PEC si, con arreglo a la previsión de la Comisión, los objetivos de déficit se alcanzarán pero el esfuerzo fiscal será notablemente insuficiente en relación con el objetivo recomendado, poniendo en riesgo el cumplimiento de la recomendación formulada en el contexto del PDE.

3) En el marco del componente preventivo, la Comisión concluye que los proyectos de planes presupuestarios corren «riesgo de incumplimiento del PEC» si la previsión de la Comisión contempla una desviación significativa con respecto al OMP o de la senda de ajuste hacia su consecución en 2017, o riesgo de incumplimiento del valor de referencia de reducción de la deuda «cuando sea el caso».

4) La Comisión considera que los países sometidos a un PDE corren «riesgo de incumplimiento» si la previsión de la Comisión para 2017, sujeta a confirmación *ex post*, podría llevar al endurecimiento del PDE porque se prevé que no se logren el esfuerzo fiscal recomendado ni el objetivo de déficit fijado en la Recomendación.

Aunque algunos planes presupuestarios distan mucho de cumplir las disposiciones del PEC, a finales de octubre, la Comisión no había solicitado a ningún Estado miembro un plan actualizado, dado que no se satisfacía el criterio de incumplimiento especialmente grave de conformidad con el

Reglamento (UE) nº 473/2013. No obstante, según la Comisión, los proyectos de planes presupuestarios de ocho países plantean un «riesgo de incumplimiento» del PEC. Este dato contrasta con los cinco países que se incluyeron en esta categoría en la evaluación del año anterior. En el contexto del componente corrector del PEC, el grupo identificado este año incluye Portugal y España³⁴, cuyo plazo fijado en el PDE es 2016 y 2018, respectivamente. Se considera que ambos países han adoptado medidas eficaces en 2016 en respuesta a las notificaciones enviadas el 2 de agosto, donde se les instaba a tomar medidas adicionales con arreglo al artículo 126, apartado 9, del Tratado del Funcionamiento de la Unión Europea (TFUE). Al mismo tiempo, las previsiones para 2017 señalan que los esfuerzos estructurales serán significativamente insuficientes, si bien las autoridades españolas presentaron antes del 15 de octubre un proyecto de plan presupuestario que no contemplaba cambios en las políticas y se comprometieron a presentar un plan actualizado que cumpla plenamente el PEC en la reunión del Eurogrupo del 5 de diciembre³⁵.

En el grupo de países sujetos al componente preventivo se incluyen seis Estados miembros. Las previsiones para Bélgica, Italia, Chipre y Eslovenia indican que la mejora del saldo estructural con respecto al objetivo presupuestario a medio plazo (OMP) específico para cada país distará significativamente de cumplir los requisitos, es decir, se desviará en más de 0,5 puntos porcentuales del PIB. Esta evaluación no cambiaría aunque se concediese posteriormente la flexibilidad en el marco del PEC que han solicitado algunos Gobiernos en sus proyectos de planes presupuestarios. Los otros dos países del grupo son Lituania y Finlandia, para los cuales la insuficiencia en los esfuerzos estructurales para alcanzar el OMP se mantendría por debajo del umbral que se considera significativo, incluso si posteriormente se les otorgase la flexibilidad solicitada. La Comisión evaluará en la primavera de 2017 la posibilidad de admitir que los países se desvíen de la senda de ajuste hacia la consecución del OMP, de acuerdo con las disposiciones del PEC en materia de flexibilidad.

En el caso de Italia y Bélgica, los dictámenes de la Comisión implican que deja de aplicarse el cumplimiento del componente preventivo como factor atenuante cuando se evalúa su (in)cumplimiento de la regla sobre la deuda.

El 5 de diciembre, el Eurogrupo señaló que, «en vista del incumplimiento *prima facie* del valor de referencia para la reducción de la deuda, la Comisión publicará un nuevo informe con arreglo al artículo 126, apartado 3, del TFUE» para ambos países. En cuanto a Italia, la Comisión había previsto inicialmente revisar en noviembre su evaluación de los factores relevantes en un nuevo informe basado en el proyecto de plan presupuestario para 2017³⁶.

³⁴ Dado que España y Lituania presentaron proyectos de planes presupuestarios que no contemplaban cambios en las políticas —porque no se había formado un nuevo Gobierno tras la celebración de las elecciones—, se les ha solicitado que presenten planes actualizados lo antes posible. El 9 de diciembre, el Consejo de Ministros de España aprobó el proyecto de plan presupuestario para 2017, que prevé un déficit del 3,1% y una mejora de la ratio de déficit estructural del 0,5%, en consonancia con los compromisos adquiridos en el contexto del PDE.

³⁵ Véase http://ec.europa.eu/economy_finance/economic_governance/sgp/pdf/dbp/2016/assessment_pt_es_en.pdf.

³⁶ Para obtener información más detallada, véase http://europa.eu/rapid/press-release_MEMO-16-1727_de.htm.

Los proyectos de planes presupuestarios apuntan a una orientación de la política fiscal prácticamente neutral para la zona del euro en 2017, de modo que se logra un equilibrio entre las necesidades agregadas de estabilización y de sostenibilidad. En líneas generales, el concepto de la orientación general de la política fiscal de la zona del euro supone una aportación útil para los debates sobre políticas y los análisis económicos a escala de la zona del euro, donde la política monetaria única se complementa con políticas fiscales nacionales³⁷. Sin embargo, no representa una restricción legalmente vinculante para los Estados miembros, que siguen estando obligados a cumplir el PEC. Tomando en consideración la comunicación de la Comisión sobre una orientación de la política fiscal adecuada para la zona del euro, el 5 de diciembre, el Eurogrupo subrayó «la importancia de un equilibrio adecuado entre la necesidad de asegurar la sostenibilidad y la necesidad de apoyar la inversión para fortalecer la frágil recuperación». El Eurogrupo recordó también que, en julio, los ministros de Finanzas de la zona del euro habían concluido que la orientación de la política fiscal prácticamente neutral en 2017 representaba un equilibrio apropiado.

Al mismo tiempo, la orientación de la política fiscal prácticamente neutral refleja una composición subóptima por países, como también observó la Comisión. Por un lado, un número considerable de países de la zona del euro deben intensificar sus esfuerzos estructurales para cumplir el PEC. Por otro, algunos países están superando sus OMP y, por consiguiente, disponen de margen de maniobra fiscal. En este sentido, en la declaración del Eurogrupo se recuerda que «estos Estados miembros podrían utilizar su situación presupuestaria favorable para impulsar aún más su demanda interna y su potencial de crecimiento [...], y respetar a la vez el OMP [...]»³⁸.

De cara al futuro, un mecanismo fiscal adecuado favorecería la consecución de los objetivos en materia de política presupuestaria a nivel agregado de la zona del euro. En el informe de los cinco presidentes³⁹, publicado en junio de 2015, se recomienda reforzar el marco institucional de la Unión Económica y Monetaria (UEM) con un mecanismo fiscal para la zona del euro, esto es, con un aumento de la capacidad de estabilización automática cuando existan grandes perturbaciones macroeconómicas. En el informe se hace hincapié en el hecho de que el «objetivo de la estabilización automática a escala de la zona del euro no consistirá en ajustar activamente el ciclo económico, sino en mejorar el modo de amortiguar las grandes perturbaciones macroeconómicas». En este contexto, el informe pone de relieve que cualquier avance hacia la mutualización de riesgos dentro de la zona del euro «debería ser la culminación de un proceso que exige, como condición previa, un grado significativo de convergencia económica, integración financiera y mayor coordinación y centralización de la toma de decisiones sobre los presupuestos

³⁷ Para consultar un análisis de las dificultades que conlleva la evaluación de la orientación de la política fiscal, véase el artículo titulado «La orientación de la política fiscal de la zona del euro», *Boletín Económico*, número 4, BCE, junio de 2016.

³⁸ Ahora bien, el PEC es asimétrico en la medida en que los países cuyos esfuerzos estructurales son insuficientes para cumplir los compromisos adquiridos deben garantizar el cumplimiento, mientras que los países con margen de maniobra fiscal no están obligados a utilizarlo.

³⁹ Véase https://ec.europa.eu/priorities/sites/beta-political/files/5-presidents-report_en.pdf.

nacionales, acompañado de un fortalecimiento acorde de la rendición de cuentas democrática»⁴⁰.

A falta de este tipo de mecanismos y en vista de las reglas fiscales de la UE, la composición de los presupuestos nacionales sigue siendo la herramienta fundamental para respaldar la actividad económica. A este respecto, la Comisión considera que «los proyectos de planes presupuestarios solo prevén cambios muy limitados en la composición de las finanzas públicas en 2016-2017 para la zona del euro en su conjunto». Así pues, el 5 de diciembre el Eurogrupo reconoció también que existía «margen para adoptar decisiones que estimulen en mayor medida el crecimiento» dentro de los presupuestos públicos, y reafirmó la importancia de reducir la carga fiscal sobre el trabajo, así como las ventajas que suponen las revisiones bien diseñadas del gasto público.

En marzo de 2017, el Eurogrupo volverá a evaluar los compromisos adquiridos por los países, basándose en las previsiones de invierno de 2017 de la Comisión Europea. En diciembre de 2016, recalcó que «deben aplicarse políticas fiscales que cumplan plenamente el PEC».

⁴⁰ Asimismo, el Fondo Europeo para Inversiones Estratégicas (FEIE), creado en 2015, posiblemente podría contribuir a la reducción de las disparidades regionales existentes en la UE. Según una propuesta conjunta de la Comisión y del Banco Europeo de Inversiones, esto forma parte de la [orientación estratégica del FEIE](#) (para obtener información detallada, véase la página 4).