

Recuadros

1

Evolución de los mercados financieros de las economías emergentes tras las elecciones presidenciales de Estados Unidos de 2016 comparada con la evolución observada durante el período de *tapering talk* de 2013

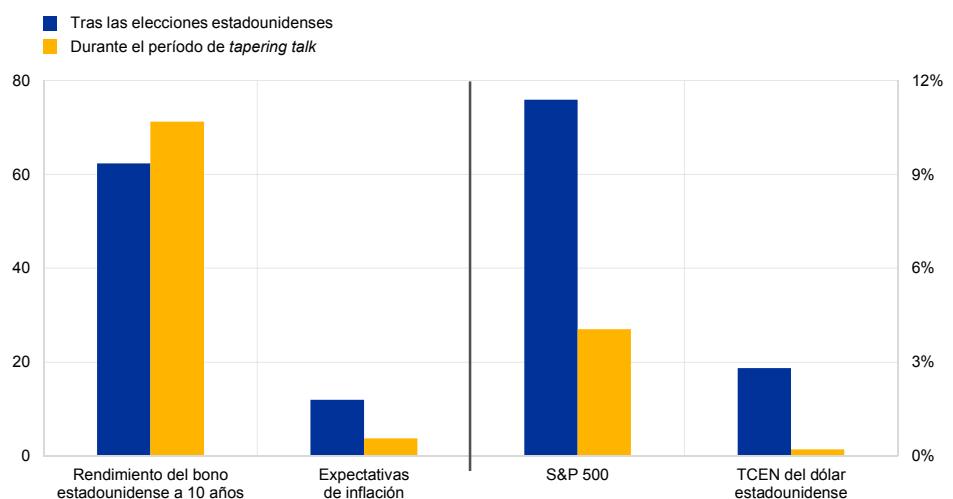
*En este recuadro se compara la respuesta de los mercados financieros de Estados Unidos y de las economías emergentes desde las elecciones presidenciales estadounidenses de 2016 con la reacción durante el período de 2013 en que se habló de una posible reducción del ritmo de compras de activos (*tapering talk*), y se hace hincapié en los riesgos para las perspectivas de las economías emergentes que se derivan de las políticas de Estados Unidos.*

En ambos períodos, las expectativas de una normalización más rápida de la política monetaria de Estados Unidos estuvieron relacionadas con movimientos significativos en los mercados financieros estadounidenses (véase gráfico A). En mayo de 2013, cuando el presidente de la Reserva Federal, Ben Bernanke, mencionó la posibilidad de comenzar a reducir gradualmente las compras de activos que se estaban llevando a cabo en el contexto del tercer programa de expansión cuantitativa (QE3, en sus siglas en inglés), se produjo un notable incremento del rendimiento de los bonos estadounidenses. Desde que se celebraron las elecciones presidenciales en Estados Unidos en 2016, el rendimiento de estos bonos ha registrado un aumento similar. Sin embargo, a diferencia de lo ocurrido en 2013, los mercados bursátiles estadounidenses se han recuperado, los indicadores de mercado de las expectativas de inflación de dicho país han mejorado y el dólar estadounidense se ha fortalecido. En los dos períodos, la curva de rendimientos se desplazó al alza en todos los plazos.

Gráfico A

Variaciones en los precios de las acciones, el rendimiento de los bonos, las expectativas de inflación y el tipo de cambio del dólar en Estados Unidos tras las elecciones presidenciales de 2016 comparadas con las observadas durante el período en que se especuló sobre una posible reducción del ritmo de compras de activos (*tapering talk*)

(porcentajes [lado derecho]; puntos básicos [lado izquierdo])



Fuentes: Bloomberg, Reserva Federal y cálculos del BCE.

Nota: «Expectativas de inflación» se refiere a la serie *US Inflation Compensation: Coupon Equivalent Forward Rate: 5-10 years* y el «TCEN del dólar estadounidense» es el tipo de cambio efectivo nominal del dólar estadounidense; «Tras las elecciones estadounidenses» se refiere a los cambios que se produjeron entre el 8 de noviembre de 2016 (la fecha de la reunión del Comité de Operaciones de Mercado Abierto de la Reserva Federal) y el 3 de marzo de 2017. «Durante el período de *tapering talk*» se refiere a las variaciones observadas entre el 22 de mayo y el 19 de septiembre de 2013.

Ahora bien, las razones que explican en cada caso el aumento del rendimiento de los bonos estadounidenses parecen ser distintas. En el período actual, la interacción de los precios de las acciones, el rendimiento de los bonos y el tipo de cambio del dólar en Estados Unidos sugiere que una perturbación de demanda positiva está estimulando el mercado de activos de dicho país. La subida de los precios de las acciones y la caída de los precios de los bonos, concretamente, parecen haber reflejado las expectativas del mercado de una posible adopción de medidas de estímulo fiscal. En cambio, después del período de 2013 en que se especuló sobre una posible reducción del ritmo de compras de activos, parece que el incremento del rendimiento de los bonos estadounidenses fue resultado de una perturbación de política monetaria, a saber: un cambio en las expectativas del mercado sobre la senda futura de la política monetaria.

Como consecuencia, la reacción de los mercados financieros de las economías emergentes en los últimos meses ha sido, en general, más moderada que durante el período de *tapering talk*. En las semanas posteriores a las elecciones presidenciales estadounidenses, las monedas de las economías emergentes se depreciaron, los precios de los bonos se redujeron (es decir, aumentó el rendimiento) y los precios de las acciones experimentaron un acusado descenso. La caída inicial de los precios de las acciones y de los bonos en las economías emergentes ha revertido desde entonces —los precios de las acciones han aumentado incluso hasta niveles superiores a los existentes antes de las

elecciones— y las monedas de esas economías se han recuperado. Por el contrario, durante el período de *tapering talk* en que se especuló sobre una posible reducción del ritmo de compras de activos, el descenso de los tipos de cambio y de los precios de las acciones y de los bonos en las economías emergentes fue significativamente más persistente (véase gráfico B). De hecho, las ventas masivas registradas en mayo de 2013 marcaron el comienzo de una prolongada tendencia a la baja en los precios de los activos de las economías emergentes que continuó hasta principios de 2016.

Gráfico B

Variaciones en los precios de los activos financieros de las economías emergentes tras las elecciones de Estados Unidos de 2016 y durante el período de *tapering talk*



Fuentes: Bloomberg y cálculos del BCE.

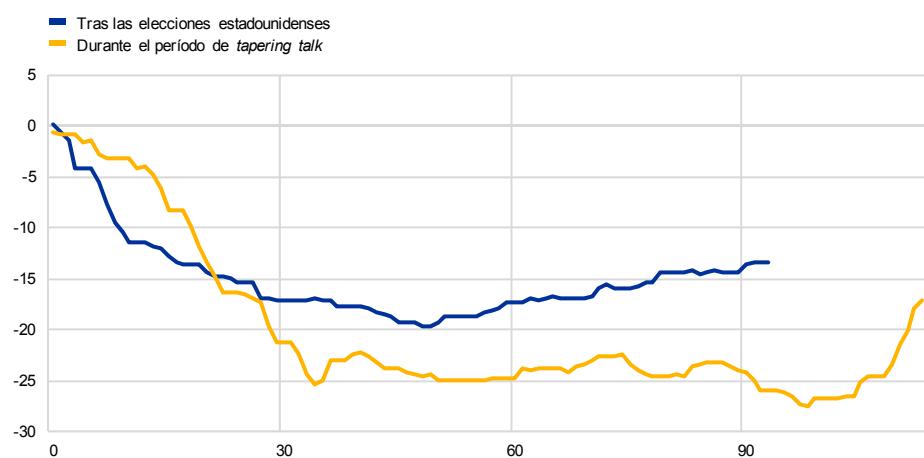
Notas: «Tipos de cambio» se refiere al Índice de divisas de mercados emergentes (EMCI, en sus siglas en inglés) de JP Morgan ponderadas por el comercio. «Bonos» se refiere al índice de precios de los bonos de mercados emergentes (EMBI, en sus siglas en inglés) elaborado por JP Morgan para la deuda soberana denominada en dólares estadounidenses. «Acciones» se refiere al índice MSCI (*Morgan Stanley Capital International*) de mercados emergentes.

Las recientes salidas de capital de los mercados de renta fija y de renta variable de las economías emergentes han sido menores que las observadas en el período de *tapering talk*. Las salidas acumuladas de inversiones de cartera de las economías emergentes en el mes posterior a las elecciones estadounidenses ascendieron a 17 mm de dólares estadounidenses (según los datos del Institute of International Finance), cifra solo ligeramente inferior a las salidas que se produjeron en el mes posterior al comienzo del período de *tapering talk*, que alcanzaron los 21 mm de dólares estadounidenses (véase gráfico C). La evolución reciente se debe, en gran medida, a la desinversión extranjera en los mercados de renta fija de las economías emergentes, como consecuencia del pronunciado aumento observado en el rendimiento de los bonos estadounidenses. Sin embargo, a principios de este año, estas salidas de capital revirtieron, contribuyendo a estabilizar los mercados de activos de las economías emergentes. En ambos períodos, las salidas de inversiones de cartera de no residentes se recuperaron rápidamente y no se produjo un frenazo de capital o episodio de *sudden-stop*.

Gráfico C

Salidas de inversiones de cartera de no residentes de las economías emergentes tras las elecciones de Estados Unidos en 2016 y durante el período de *tapering talk*

(eje de abscisas: días desde el comienzo del período; flujos diarios acumulados en mm de dólares estadounidenses)



Fuentes: Institute of International Finance y cálculos del BCE.

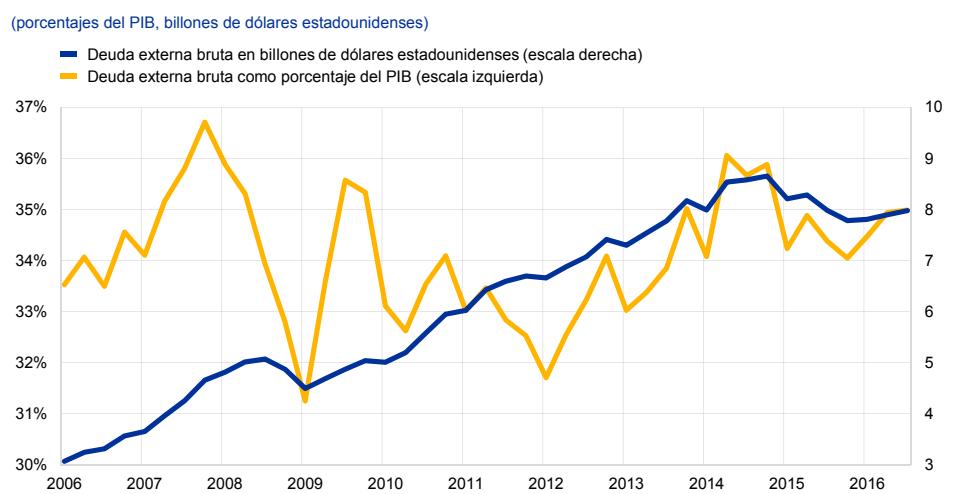
Notas: «Tras las elecciones estadounidenses» se refiere a las variaciones acumuladas entre el 8 de noviembre de 2016 y el 9 de febrero de 2017, mientras que «Durante el período de *tapering talk*» se refiere a las variaciones acumuladas entre el 23 de mayo y el 13 de septiembre de 2013. Los flujos agregados se basan en ocho economías emergentes que publican información diaria sobre los pasivos en forma de inversiones de cartera: Indonesia, India, Corea, Tailandia, Sudáfrica, Brasil, Filipinas y Turquía.

Pese a la evolución generalmente favorable de los mercados financieros, siguen existiendo riesgos a la baja para la actividad de las economías emergentes, relacionados en particular con el posible aumento del proteccionismo dirigido a las principales economías emergentes, que sería perjudicial para el comercio mundial. En caso de aplicarse, las medidas proteccionistas podrían contrarrestar con creces las posibles ganancias derivadas de una mayor actividad en Estados Unidos y, en conjunto, serían un lastre para el crecimiento económico de las economías emergentes. Por ejemplo, la posibilidad de que aumente el proteccionismo ya ha contribuido a intensificar la incertidumbre sobre las perspectivas comerciales futuras de México con Estados Unidos y está afectando a las perspectivas de crecimiento del país. Además, las exportaciones de muchas economías emergentes suelen tener un elevado contenido importador. Dado que estas cadenas de suministro están estrechamente conectadas, el incremento de las barreras al comercio tendría importantes repercusiones y daría lugar a una espiral adversa a escala mundial.

Asimismo, la acumulación de la deuda externa de las economías emergentes, unida al hecho de que las empresas y las entidades de crédito de esas economías prefieren la financiación en dólares estadounidenses, podría dejar a algunas de esas economías en una situación vulnerable. La deuda externa de muchas economías emergentes creció tras la crisis financiera global y ha seguido aumentando desde el episodio de inquietud en los mercados, conocido como *taper tantrum*, debido principalmente a unas condiciones financieras muy holgadas a escala mundial (véase gráfico D). A medida que se fortalece el dólar estadounidense y aumentan los tipos de interés en todo el mundo, la carga financiera se vuelve cada vez más onerosa. Asimismo, en los países donde se han intensificado las presiones

inflacionistas derivadas de la fuerte depreciación de sus monedas, es posible que los bancos centrales tengan que endurecer más la orientación de su política monetaria, lo que incrementaría nuevamente la carga financiera asociada al crédito denominado en moneda local. En conjunto, la ratio de carga financiera más elevada podría afectar a la actividad económica, con consecuencias negativas para el consumo y la inversión en las economías emergentes afectadas.

Gráfico D Deuda externa bruta de las economías emergentes



Fuentes: Banco Mundial y fuentes nacionales en el caso del PIB.

Nota: Esta serie es un agregado de 14 países (Argentina, Brasil, China, India, Indonesia, México, Rusia, Sudáfrica, Corea, Turquía, Hong Kong, Malasia, Singapur y Tailandia).

2

Análisis de los flujos netos de inversiones de cartera de la zona del euro

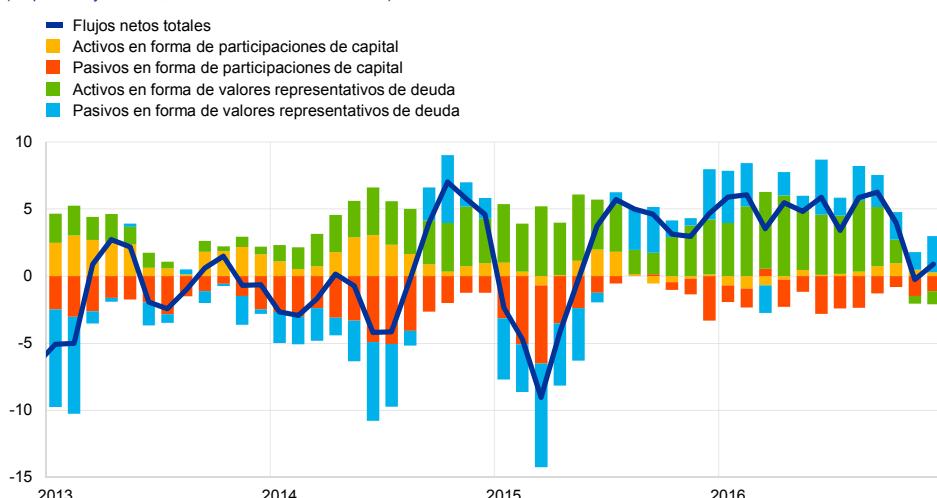
En este recuadro se analiza la evolución reciente de los flujos de inversiones de cartera de la cuenta financiera de la zona del euro. En 2016, el superávit de la balanza por cuenta corriente de la zona del euro se reflejó en la cuenta financiera de la balanza de pagos principalmente en forma de salidas netas de inversiones de cartera y, en menor medida, de inversiones directas.

En 2016, la zona del euro registró salidas netas de inversiones de cartera, que obedecieron a un reequilibrio hacia los valores de renta fija de fuera de la zona por parte de inversores residentes tanto en la zona del euro como fuera de ella (véase gráfico A). En el caso de los primeros, esto significó la continuación de la acusada preferencia por los valores representativos de deuda de fuera de la zona del euro que se había observado desde la segunda mitad de 2014. Las adquisiciones netas anuales de dichos valores por parte de inversores residentes en la zona del euro ascendieron a un total de 364 mm de euros en 2016, cifra solo ligeramente inferior al máximo histórico de 382 mm de euros registrado en 2015. Sin embargo, esto enmascara el hecho de que, en el cuarto trimestre de 2016, los inversores de la zona del euro se convirtieron en vendedores netos de valores de renta fija de fuera de la zona, hecho que no ocurría desde el segundo trimestre de 2012. Las ventas netas de estos valores alcanzaron un total de 26 mm de euros en dicho trimestre. Las inversiones netas en valores de renta variable de fuera de la zona del euro por parte de residentes en la zona se mantuvieron contenidas en 2016, en un importe de 12 mm de euros.

Gráfico A

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

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



Fuentes: BCE y Eurostat.

Notas: En el caso de los activos, un valor positivo (negativo) indica compras (ventas) netas de valores de fuera de la zona del euro por parte de inversores de la zona del euro. En los pasivos, un valor positivo (negativo) representa ventas (compras) netas de valores de la zona del euro por parte de inversores no residentes en la zona. En cuanto a los flujos netos, un valor positivo (negativo) indica salidas (entradas) netas de (a) la zona del euro. Las participaciones de capital incluyen las participaciones en fondos de inversión. La última observación corresponde a diciembre de 2016.

Los inversores no residentes en la zona del euro fueron vendedores netos de valores representativos de deuda de la zona en 2016, hecho que no se producía desde la introducción del euro. Sus ventas netas de estos títulos ascendieron a un total de 192 mm de euros en 2016, frente a adquisiciones netas por importe de 30 mm de euros en 2015. Este cambio fue consecuencia, en gran medida, de las ventas netas de valores de deuda pública (que ascendieron a 116 mm de euros y fueron reflejo, principalmente, de las ventas realizadas en el marco del programa de compras de valores públicos —PSPP—) y de las ventas netas de valores de renta fija emitidos por IFM de la zona del euro (por un total de 63 mm de euros). Por otra parte, los inversores no residentes en la zona del euro continuaron siendo compradores netos de participaciones de capital de la zona, aunque sus compras netas disminuyeron hasta situarse en 126 mm de euros en 2016, frente a los 268 mm de euros de 2015.

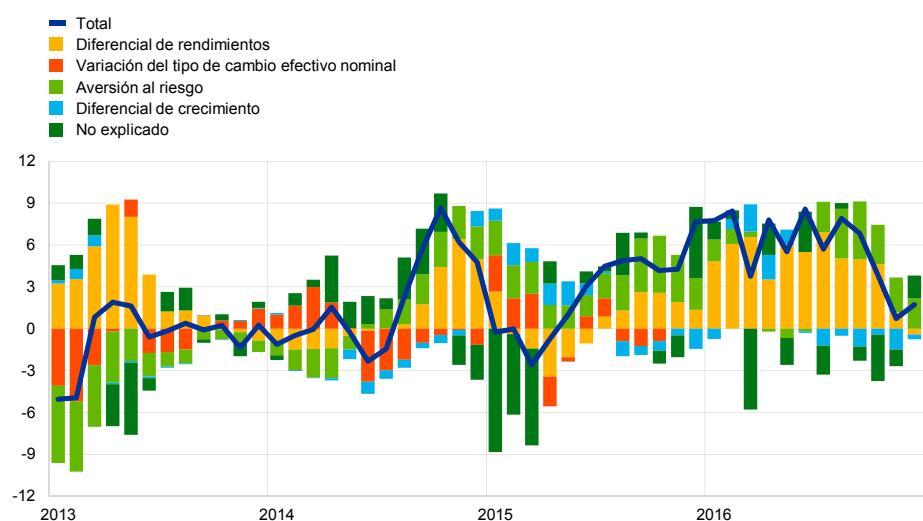
La persistencia de diferenciales de tipos de interés negativos frente a otras economías avanzadas fue un importante factor determinante de las salidas netas de inversiones de cartera en forma de valores representativos de deuda en 2016 (véase gráfico B). Un ejercicio empírico en el que se estima, a lo largo del tiempo, la magnitud de las contribuciones a la evolución de los flujos netos de las inversiones de cartera de la zona del euro materializadas en valores representativos de deuda de determinadas variables económicas y financieras sugiere que los diferenciales de tipos de interés desempeñaron un papel significativo en 2016¹¹. Por ejemplo, en 2016, el diferencial de rendimiento medio entre la deuda pública de la zona del euro ponderada por el PIB y la deuda pública de Estados Unidos fue de alrededor de –1 punto porcentual para los bonos a diez años y de –1,4 puntos porcentuales para los bonos a cinco años. Además, estas estimaciones indican que la aversión al riesgo de los inversores contribuyó en cierta medida a las salidas netas de inversiones de cartera en forma de valores representativos de deuda en el segundo semestre de 2016, lo que puede guardar relación con los aumentos temporales observados en los indicadores de tensión financiera tras el referéndum celebrado en el Reino Unido sobre su pertenencia a la UE en junio de 2016.

¹¹ Estas estimaciones de los factores determinantes, variables en el tiempo, de los flujos netos de inversiones de cartera de la zona del euro se basan en un modelo reducido con coeficientes de regresión que varían en el tiempo y que capta los cambios en el sentimiento del mercado y en las correlaciones condicionales entre las variables fundamentales y los flujos financieros. Estas variables fundamentales incluyen: i) el indicador sintético de tensión sistémica (CISS, en sus siglas en inglés) del BCE como variable aproximada del grado de aversión al riesgo entre los inversores; ii) el tipo de cambio efectivo nominal (TCEN) del euro frente a las monedas de 38 de los socios comerciales más importantes de la zona del euro; iii) la diferencia entre la zona del euro y las economías avanzadas no pertenecientes a la zona del euro en términos de crecimiento de la producción industrial, y iv) el diferencial de rendimiento entre la deuda pública de la zona del euro y la deuda pública de las economías avanzadas no pertenecientes a la zona. El modelo se estima mensualmente aplicando el filtro de Kalman por máxima verosimilitud. Para más detalles, véase el recuadro 3 del artículo titulado «Flujos financieros transfronterizos en la zona del euro», *Boletín Mensual*, BCE, febrero de 2012.

Gráfico B

Estimaciones —basadas en modelos— de los factores determinantes de las salidas netas de inversiones de cartera en forma de valores representativos de deuda

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



Fuentes: BCE y Eurostat.

Notas: Un valor positivo (negativo) indica salidas (entradas) netas de (a) la zona del euro 2016. Véanse los detalles de las variables en la nota a pie de página número 11 de este recuadro. La última observación corresponde a diciembre de 2016.

De conformidad con los datos disponibles para los tres primeros trimestres de 2016, las compras netas de valores representativos de deuda de fuera de la zona del euro por parte de residentes en la zona en dicho período fueron casi exclusivamente de instrumentos de deuda a largo plazo y, en gran medida, se trató de operaciones realizadas por «otras instituciones financieras». Este grupo —que incluye fondos de inversión y de pensiones, así como empresas de seguros— concentró alrededor del 74 % de las compras netas de instrumentos de deuda de fuera de la zona del euro realizadas por residentes en la zona en dicho período, correspondiendo a «otras entidades privadas»¹² el 14 % y a las IFM, excluido el Eurosistema, el 7 %. En torno al 40 % de las compras de esos valores fueron de títulos emitidos por Gobiernos no pertenecientes a la zona y el resto por IFM, otras instituciones financieras y otras entidades privadas no residentes en la zona del euro (aproximadamente, un 20 % cada una).

Las inversiones de cartera en forma de valores representativos de deuda de fuera de la zona del euro por parte de inversores residentes en la zona siguió concentrada en otras economías avanzadas en 2016 (véase gráfico C).

De acuerdo con la evidencia disponible para los tres primeros trimestres de 2016, el 46 % de las adquisiciones netas de valores de renta fija de fuera de la zona del euro por parte de inversores residentes en la zona en dicho período fueron valores emitidos por Estados Unidos, seguido de valores emitidos por el Reino Unido (17 %), otros Estados miembros de la UE (13 %) y Canadá (4 %). Las compras netas agregadas de valores representativos de deuda emitidos por

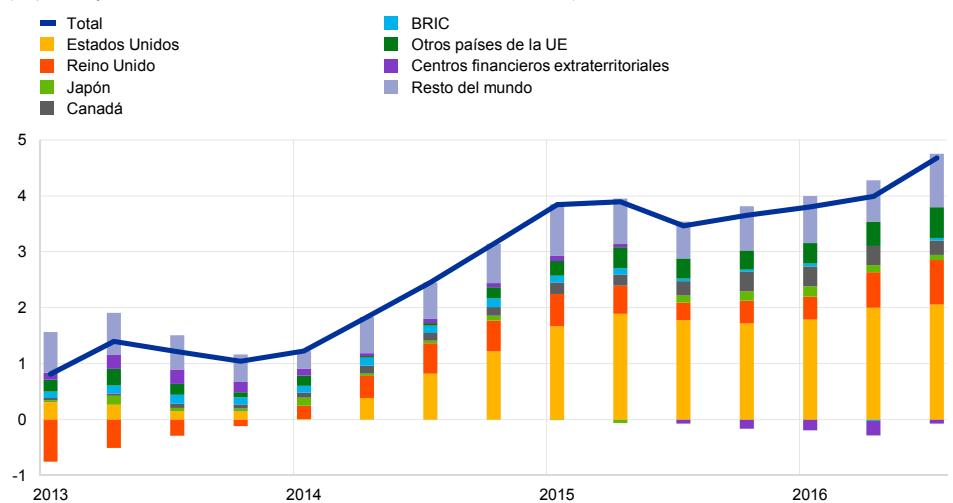
¹² Se incluyen las sociedades no financieras, los hogares y las instituciones sin fines de lucro al servicio de los hogares (ISFLSH).

Brasil, China, India y Rusia continuaron representando menos del 1 % de las adquisiciones netas totales.

Gráfico C

Desagregación geográfica de las compras netas de valores representativos de deuda de fuera de la zona del euro por parte de inversores residentes en la zona

(en porcentaje del PIB de la zona del euro; medias móviles de cuatro trimestres)



Fuentes: BCE y Eurostat.

Notas: «BRIC» se refiere a Brasil, Rusia, la India y China; «Otros países de la UE» incluye los Estados miembros de la UE no pertenecientes a la zona del euro, excluido el Reino Unido. La última observación corresponde al tercer trimestre de 2016.

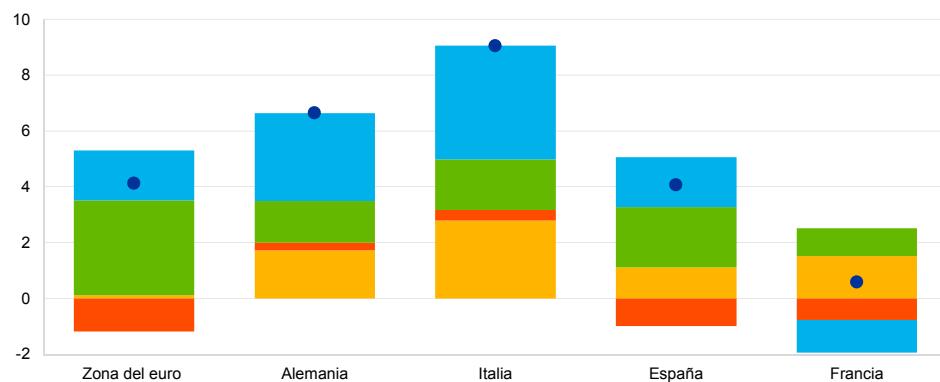
Los datos por países muestran salidas netas de inversiones de cartera en los países de mayor tamaño de la zona del euro, que son el resultado de ventas netas de valores representativos de deuda del país por parte de inversores extranjeros y de adquisiciones netas de activos extranjeros por parte de inversores internos (véase gráfico D). El mayor volumen de ventas netas de valores de renta fija por parte de inversores de otros países se registró en Italia (4,1 % del PIB), seguida de Alemania (3,1 % del PIB) y España (1,8 % del PIB), mientras que los inversores extranjeros fueron compradores netos de valores de renta fija francesa (compras netas por un total del 1,2 % del PIB). España y Francia también registraron entradas netas de inversiones de cartera en forma de participaciones de capital realizadas por inversores extranjeros. A diferencia de lo mostrado en la cuenta financiera de la zona del euro, a nivel país se observaron intensos flujos netos transfronterizos de inversiones de cartera en forma de valores de renta variable, que pueden explicarse por los elevados flujos de capitales transfronterizos dentro de la zona del euro hacia los fondos de inversión —que están radicados fundamentalmente en centros financieros de la zona del euro—. En 2016, las entradas transfronterizas netas en fondos de inversión representaron el grueso de los flujos de inversiones de cartera en forma de participaciones de capital observados en los distintos países de la zona del euro, con Italia a la cabeza. Además, los inversores de Francia, Alemania, Italia y España fueron compradores netos de valores representativos de deuda extranjera en 2016, representando esas compras netas entre el 1 % y el 2 % del PIB.

Gráfico D

Detalle de los flujos netos de inversiones de cartera en 2016

(en porcentaje del PIB)

- Salidas netas totales
- Activos en forma de participaciones de capital
- Pasivos en forma de participaciones de capital
- Activos en forma de instrumentos de deuda
- Pasivos en forma de instrumentos de deuda



Fuente: BCE.

Notas: En el caso de los activos, un valor positivo (negativo) indica compras (ventas) netas de valores extranjeros por parte de inversores del país. En los pasivos, un valor positivo (negativo) representa ventas (compras) netas de valores del país por parte de inversores extranjeros. En cuanto a los flujos netos, un valor positivo (negativo) indica salidas (entradas) netas del (al) país correspondiente / la zona del euro. Las participaciones de capital incluyen las participaciones en fondos de inversión.

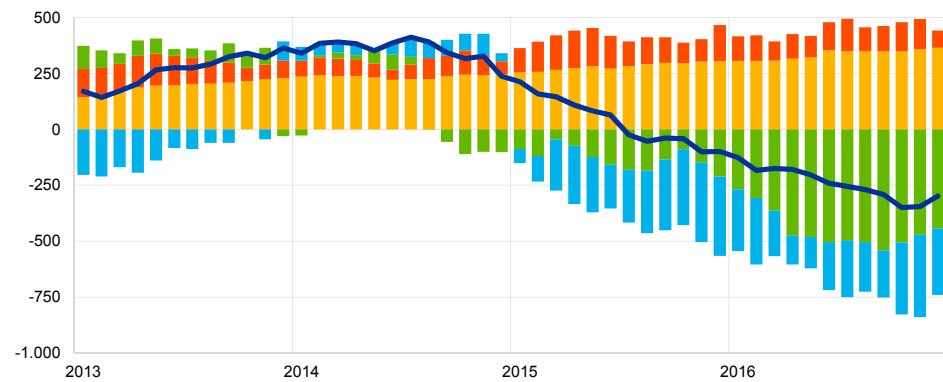
En el sector de instituciones distintas de IFM, los desplazamientos de las carteras en detrimento de los valores representativos de deuda de la zona del euro siguieron lastrando la posición acreedora neta frente al exterior de las IFM de la zona del euro en 2016 (véase gráfico E). Los flujos de inversiones de cartera de la zona del euro, excluido el sector de IFM, siguieron de cerca el patrón de la economía en su conjunto, como muestra el gráfico A. La posición acreedora neta frente al exterior de las IFM refleja las transacciones comerciales y los flujos financieros del sector de instituciones distintas de IFM. Según se observa en la presentación monetaria de la balanza de pagos, las salidas netas de inversiones de cartera de este sector en forma de valores representativos de deuda tuvieron un impacto cada vez más negativo en el crecimiento anual de M3 de la zona del euro en 2016 a través de la posición acreedora neta frente al exterior de las IFM. En cambio, los activos exteriores netos de las IFM continuaron viéndose respaldados por las transacciones de instituciones distintas de IFM relacionadas con el superávit por cuenta corriente de la zona del euro y, en menor medida, por las entradas netas en forma de participaciones de capital.

Gráfico E

Presentación monetaria de la balanza de pagos

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

- Operaciones exteriores netas de las IFM
- Cuenta corriente y cuenta de capital
- Flujos netos en forma de participaciones de capital
- Flujos netos en forma de valores representativos de deuda
- Otros



Fuente: BCE.

Notas: Un valor positivo (negativo) representa entradas (salidas) netas / aumento neto (disminución neta) en el saldo de activos exteriores netos de las IFM. Todas las operaciones de la balanza de pagos se refieren al sector de instituciones distintas de IFM. «Otros» incluye: flujos netos de inversiones directas, otras inversiones, operaciones en derivados financieros y discrepancias entre las estadísticas de la balanza de pagos y monetarias, así como errores y omisiones. La última observación corresponde a diciembre de 2016.

3

Impacto de las medidas no convencionales del BCE en las condiciones de financiación: evidencia reciente

Desde junio de 2014, el BCE ha adoptado una serie de medidas de política monetaria no convencionales para situar de nuevo las tasas de inflación en niveles inferiores, aunque próximos, al 2 % a medio plazo. De entre ellas cabe mencionar las operaciones de financiación a plazo más largo con objetivo específico (TLTRO), la reducción del tipo de la facilidad de depósito hasta niveles negativos y una ampliación del programa de compra de activos (APP) con el fin de adquirir diferentes activos privados y públicos con calificación de grado de inversión. Este conjunto de medidas ha sido respaldado por la orientación sobre el curso futuro de los tipos de interés oficiales del BCE (política de *forward guidance*), de los que se espera que se mantengan en los niveles actuales, o en niveles inferiores, durante un período prolongado, que superará con creces el horizonte de las compras netas de activos, y sobre la adquisición de activos, que se prevé que continúe al ritmo actual «hasta el final de diciembre de 2017, o hasta una fecha posterior, si fuera necesario, y, en todo caso, hasta que el Consejo de Gobierno observe un ajuste sostenido de la senda de inflación compatible con su objetivo de inflación». En el contexto de su política de *forward guidance*, el BCE también ha reiterado su disposición a ampliar el volumen y/o la duración de las compras de activos en caso de que se observen unas perspectivas más desfavorables o unas condiciones financieras injustificadamente más restrictivas.

En este recuadro se examina la evidencia reciente relativa a la eficacia de estas medidas para apoyar las condiciones de financiación y la intermediación crediticia. La adopción de medidas de política monetaria no convencionales por los principales bancos centrales, así como sus efectos y los mecanismos a través de los que operan, ha sido objeto en los últimos años de numerosos trabajos de investigación por parte de la comunidad académica¹³. Este recuadro analiza algunas lecciones fundamentales para la zona del euro que se derivan de estos trabajos y se centra en el ajuste de precios en los mercados financieros y en el comportamiento del crédito bancario, que constituyen las primeras etapas esenciales del proceso de transmisión de la política monetaria¹⁴. El recuadro organiza la evidencia empírica de acuerdo con tres canales de transmisión estilizados, a saber: el canal de señalización, el canal de transmisión directa y el canal de recomposición de carteras.

A través del canal de señalización, las medidas no convencionales han puesto de manifiesto la intención del BCE de mantener los tipos de interés a corto plazo en niveles reducidos durante un período prolongado y han sostenido las

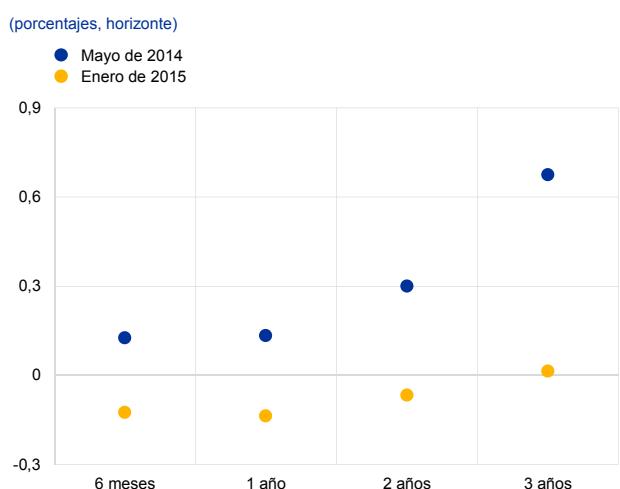
¹³ Para Estados Unidos, véanse, por ejemplo, A. Krishnamurthy y A. Vissing-Jorgensen, «The Effects of Quantitative Easing on Long-term Interest Rates», *Brookings Papers on Economic Activity*, otoño de 2011, pp. 215-265, y J. Gagnon, M. Raskin, J. Remache y B. Sack, «The Financial Market Effects of the Federal Reserve's Large-Scale Asset Purchases», *International Journal of Central Banking*, vol. 7(1), 2011, pp. 3-43; para el Reino Unido, véase, M. A. S. Joyce, A. Lasaosa, I. Stevens y M. Tong, «The Financial Market Impact of Quantitative Easing in the United Kingdom», *International Journal of Central Banking*, vol. 7(3), 2011, pp. 113-161.

¹⁴ Para un análisis exhaustivo de las medidas no convencionales del BCE, véase el artículo titulado «The transmission of the ECB's recent non-standard monetary policy measures», *Boletín Económico*, número 7, BCE, 2015.

expectativas de inflación. La reducción del tipo de la facilidad de depósito hasta niveles negativos ha sido un poderoso instrumento para señalar que los tipos de interés a corto plazo pueden mantenerse en niveles bajos, o recortarse aún más, durante un período más dilatado de lo que se hubiera podido esperar; este hecho ha reforzado el efecto del APP del BCE sobre toda la curva de rendimientos.

Gráfico A

Tipos *forward* del swap del eonia a tres meses



Fuente: BCE.

Una parte sustancial del descenso observado en la senda esperada de los tipos de interés a corto plazo puede atribuirse a las medidas de política monetaria no convencionales. El gráfico A compara dos conjuntos de tipos *forward* del swap del eonia a tres meses (que permiten aproximar las expectativas de mercado relativas a la evolución de los tipos de interés a corto plazo nominales)¹⁵. El primer conjunto se observó en mayo de 2014, es decir, justo antes de la puesta en marcha de las medidas no convencionales; el segundo conjunto se observó inmediatamente después de la reunión del Consejo de Gobierno de 22 de enero de 2015, en que se anunció el APP. En el período comprendido entre mayo de 2014 y enero de 2015, las expectativas de mercado relativas a los tipos de interés se revisaron marcadamente a la baja, como se refleja, por ejemplo, en el descenso de los tipos del swap del eonia a tres años, que cayeron en torno a 70 puntos

básicos. Además de las medidas de política monetaria, diversos factores han podido contribuir a estos cambios en las expectativas de mercado. Un método utilizado en la literatura para identificar la contribución de las medidas adoptadas por el BCE es examinar los cambios en los precios de los activos en torno a las fechas de anuncio de las medidas de política monetaria (enfoque que suele denominarse «metodología de estudio de eventos»)¹⁶. Este enfoque confirma que una parte sustancial del descenso observado en la senda esperada de los tipos de interés a corto plazo puede atribuirse a las medidas de política monetaria no convencionales¹⁷. Además, muestra que las medidas han tenido efectos de señalización en las expectativas de inflación, que han aumentado de forma acusada, en particular en torno a las fechas

¹⁵ En principio, cabe la posibilidad de que los tipos *forward* del swap del eonia no reflejen plenamente los tipos a corto plazo futuros esperados porque pueden incorporar un componente de prima por plazo. Dado que la atención se centra en los vencimientos a corto y medio plazo, esta consideración es algo menos relevante, ya que, para tales vencimientos, la compensación correspondiente al riesgo por plazo suele ser más contenida.

¹⁶ Como los mercados financieros tienen en cuenta el futuro, los precios de los activos responderán a las medidas de política monetaria cuando las expectativas acerca de estas medidas se forman y se revisan, especialmente alrededor de las fechas de anuncio de la política monetaria. Se han utilizado enfoques de estudio de eventos similares para evaluar las medidas de política monetaria adoptadas en Estados Unidos y Reino Unido. Para Estados Unidos, véase, por ejemplo, A. Krishnamurthy y A. Vissing-Jorgensen, *op. cit.*; y para el Reino Unido, véase, M. A. S. Joyce, A. Lasaosa, I. Stevens y M. Tong, *op. cit.*

¹⁷ El canal de señalización ha contribuido, asimismo, a reducir la incertidumbre en torno a los tipos de interés futuros. La menor volatilidad de los tipos de interés reduce la probabilidad de que se produzcan grandes fluctuaciones en el tipo de interés y también hace que los bonos con vencimientos más largos tengan menos riesgos y, por tanto, da lugar a un descenso de las primas por plazo.

de los distintos anuncios de APP¹⁸. Este reanclaje de las expectativas de inflación es fundamental para lograr un ajuste sostenido de la senda de inflación¹⁹.

A través del canal de transmisión directa, la política monetaria ha provocado una pronunciada relajación adicional en los segmentos de mercado a los que iban dirigidas las medidas no convencionales. Además de propiciar una relajación generalizada de las condiciones financieras, las medidas del BCE se han diseñado para mejorar directamente la manera en que el estímulo resultante se transmite a las condiciones de financiación de hogares y empresas. La eficacia de este canal es más evidente en el caso de las TLTRO, que llevan incorporados mecanismos incentivadores para asegurarse de que los favorables costes de financiación que ofrecen a las entidades de crédito se transmitan a los prestatarios últimos²⁰.

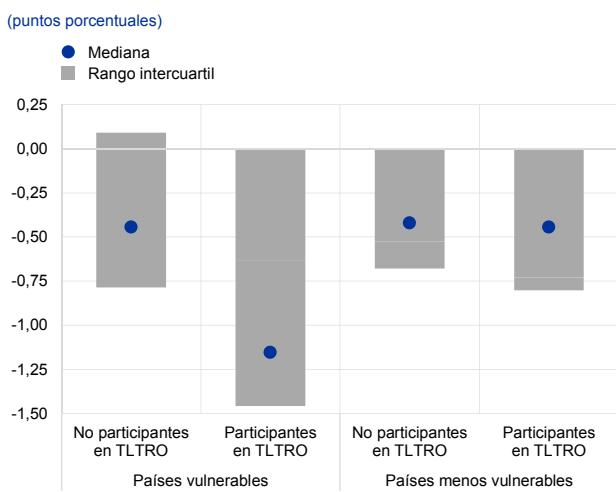
¹⁸ Por ejemplo, se ha observado que el anuncio del APP en enero de 2015 aumentó las expectativas de inflación en todos los vencimientos, con un impacto de entre 10 y 30 puntos básicos, para un vencimiento de cinco años, sobre las expectativas de inflación derivadas de los contratos de swaps de inflación. Véanse C. Altavilla, G. Carboni y R. Motto, «Asset purchase programmes and financial markets: lessons from the euro area», *ECB Working Paper Series*, n.º 1864, BCE, 2015, y S. Ambler y F. Rumler, «The Effectiveness of Unconventional Monetary Policy Announcements in the Euro Area: An Event and Econometric Study», *Oesterreichische Nationalbank Working Papers*, n.º 212, Oesterreichische Nationalbank, 2017.

¹⁹ Concretamente, una evaluación basada en modelos sugiere que este canal de reanclaje puede explicar un tercio del impacto del APP en la inflación. Véase P. Andrade, J. Breckenfelder, F. de Fiore y P. Karadi, «The ECB's asset purchase programme: an early assessment», *ECB Working Paper Series*, n.º 1956, BCE, 2016.

²⁰ Las TLTRO son operaciones con objetivo específico, ya que el importe que los bancos pueden tomar prestado está ligado a los préstamos que concedan a las sociedades no financieras y a los hogares. El mecanismo de incentivos de las TLTRO-II funciona a través de los efectos de precios: si los bancos participantes exceden su referencia cuantitativa específica para la creación de crédito, el tipo de interés de su TLTRO-II se reduce en relación con el coste de financiación estándar –que es igual al tipo de interés de la operación principal de financiación aplicable en el momento de la liquidación– y puede descender hasta un nivel tan bajo como el tipo de interés de la facilidad de depósito aplicable en el mismo momento.

Gráfico B

Variaciones de los tipos de interés de los préstamos a las sociedades no financieras: Operaciones TLTRO-I

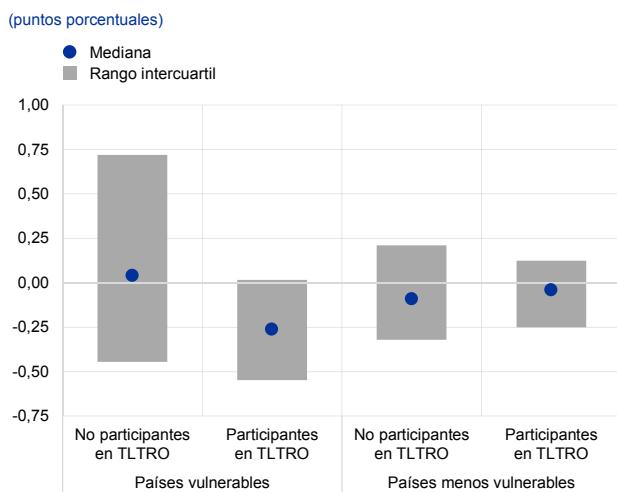


Fuente: BCE.

Notas: El gráfico abarca el período comprendido entre junio de 2014 y julio de 2015. En los países «menos vulnerables», el grupo de «no participantes en TLTRO» incluye 10 entidades de crédito, y el grupo de «participantes en TLTRO», 49 entidades. En los países «menos vulnerables», el grupo de «no participantes en TLTRO» incluye 71 entidades de crédito, y el grupo de «participantes en TLTRO», 43 entidades.

Gráfico C

Variaciones de los tipos de interés de los préstamos a las sociedades no financieras: Operaciones TLTRO-II



Fuente: BCE.

Notas: El gráfico abarca el período comprendido entre marzo y diciembre de 2016. En los países «menos vulnerables», el grupo de «no participantes en TLTRO» incluye 24 entidades de crédito, y el grupo de «participantes en TLTRO», 47 entidades. En los países «menos vulnerables», el grupo de «no participantes en TLTRO» incluye 73 entidades de crédito, y el grupo de «participantes en TLTRO», 51 entidades.

Los gráficos B y C ofrecen evidencia de este canal utilizando información sobre los tipos de interés de los préstamos bancarios y el comportamiento de las entidades a la hora de demandar liquidez en las dos series de TLTRO. La evidencia sugiere que las entidades radicadas en países vulnerables que han participado en las TLTRO han reducido los tipos de interés de sus préstamos más que las entidades no participantes²¹, lo que ha contribuido a dirigir el estímulo monetario hacia los prestatarios del sector privado de la zona del euro, con mayor necesidad de una relajación monetaria.

Por último, a través del canal de recomposición de carteras, las medidas no convencionales del BCE han reducido las primas de riesgo en una amplia gama de clases de activos. Las compras de activos por los bancos centrales implican habitualmente la absorción de bonos a medio y largo plazo a cambio de reservas del banco central de «duración cero». Como resultado, los inversores tienen incentivos para recomponer sus carteras, invirtiendo en otros segmentos del mercado con mayor riesgo, al tiempo que aceptan una compensación más baja por asumir este riesgo. Esto se debe a que las compras de los bancos centrales liberan la capacidad de asunción de riesgos del sector privado y reducen los rendimientos ajustados por riesgo de los activos objeto de los programas de compra, induciendo con ello a los inversores a considerar inversiones alternativas. Para comprender mejor este canal, los gráficos D y E muestran las variaciones de los rendimientos de valores públicos en algunos países de la zona del euro durante la conferencia de

²¹ En este recuadro, el término «países vulnerables» se refiere a Irlanda, Grecia, España, Italia, Chipre, Portugal y Eslovenia, mientras que el término «países menos vulnerables» hace referencia a los restantes países pertenecientes a la zona del euro.

prensa del 22 de enero de 2015, cuando se anunció el APP²². Como predice la teoría, cuanto mayor sea el plazo hasta el vencimiento, más acusada será la caída de los rendimientos. Unas reacciones más amplias de los precios de los activos son también compatibles con la opinión de que las medidas del BCE han provocado una relajación de las condiciones financieras, evidente en la mejora de los mercados de valores de renta variable y en la caída de los rendimientos de los bonos corporativos en torno a este anuncio. Se puede argumentar que limitar el análisis a la reacción de los mercados el 22 de enero de 2015, cuando se hizo el anuncio oficial, no permite recoger la evidencia de que las comunicaciones del BCE que apuntaban al inicio inminente de un programa de compras empezaron a afectar a las expectativas del mercado ya desde septiembre de 2014. Cuando se tienen en cuenta estos efectos de anticipación, la respuesta de los precios de los activos es similar en términos cualitativos a la reacción que se produjo tras el anuncio del APP el 22 de enero de 2015; en términos cuantitativos, el APP explica la mayor parte del descenso observado en el rendimiento de los bonos a largo plazo de la zona del euro desde septiembre de 2014²³. Además, las primas de riesgo se han reducido en una amplia gama de clases de activos, lo que sugiere efectos de contagio a activos que no eran objeto del programa. En el caso de reajustes posteriores del APP, ha resultado cada vez más difícil identificar sus efectos a través de estudios de eventos, porque los participantes en los mercados han revisado gradualmente a lo largo del tiempo sus expectativas relativas a los paquetes de medidas de política monetaria sobre la base de un flujo continuo de publicaciones de datos económicos²⁴. Al mismo tiempo, los estudios disponibles que tratan de abordar este tema utilizando series temporales y variaciones de corte transversal de los precios de los activos y del volumen de activos adquiridos también confirman que las medidas del BCE explican la mayor parte del descenso observado en las primas de riesgo de largo plazo de la zona del euro desde septiembre de 2014²⁵.

²² Los gráficos D y E presentan las variaciones observadas en los rendimientos entre las 14.30 y las 16.00 (hora central europea) del 22 de enero de 2015, es decir, entre el inicio de la rueda de prensa e inmediatamente después de su conclusión.

²³ Gran parte del impacto atribuido al APP está relacionado con los «efectos de saldo», es decir, los cambios persistentes en los rendimientos asociados con la absorción de valores por los bancos centrales. Véanse, por ejemplo, C. Altavilla, G. Carboni y R. Motto, *op. cit.*; S. T. Blattner, M. A. S. Joyce, «Net debt supply shocks in the euro area and the implications for QE», *ECB Working Paper Series*, n.º1957, BCE, 2016; R. de Santis, «Impact of the asset purchase programme on euro area government bond yields using market news», *ECB Working Paper Series*, n.º 1939, BCE, 2016; y R. S. J. Koijen, F. Koulischer, B. Nguyen y M. Yogo, «Quantitative easing in the euro area: The dynamics of risk exposure and the impact on asset prices», *Banque de France Working Papers*, n.º 601, Banque de France, 2016. Se constata que el impacto de la realización efectiva de las compras («efectos de flujo») también es significativo, aunque más limitado que los efectos de saldo. Véase F. Holm-Hadulla y R. de Santis, «Flow effects of ECB sovereign bond purchases: evidence from a natural experiment», *ECB Working Paper Series*, BCE, de próxima publicación.

²⁴ Esto fue evidente, por ejemplo, en el contexto del reajuste más reciente de la orientación de la política monetaria del BCE en la reunión del Consejo de Gobierno celebrada el 8 de diciembre de 2016, anticipada en gran medida por el mercado, como confirma la información basada en encuestas.

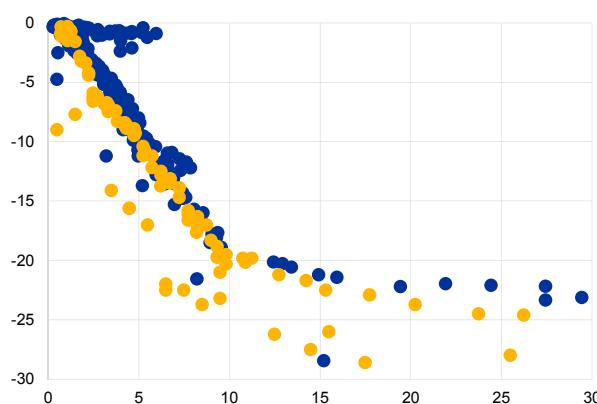
²⁵ Véase, por ejemplo, S. T. Blattner y M. A. S. Joyce, *op. cit.*

Gráfico D

Variaciones en los rendimientos de los valores alemanes y franceses tras el anuncio del APP el 22 de enero de 2015

(puntos básicos, años hasta el vencimiento)

- Valores alemanes
- Valores franceses



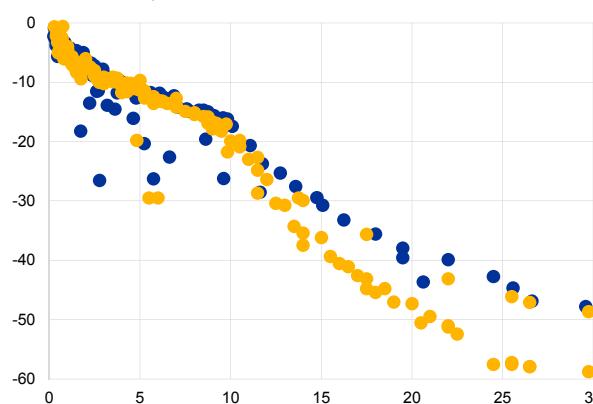
Fuente: Cálculos del BCE.

Gráfico E

Variaciones en los rendimientos de los valores italianos y españoles tras el anuncio del APP el 22 de enero de 2015

(puntos básicos, años hasta el vencimiento)

- Valores italianos
- Valores españoles



Fuente: Cálculos del BCE.

El canal de recomposición no solo ha afectado a los activos financieros sino que también ha proporcionado a los bancos incentivos para mejorar las condiciones de concesión de crédito aplicadas a hogares y sociedades no financieras. Una multitud de análisis empíricos pone de manifiesto que las diferentes medidas, que se han reforzado mutuamente, han afectado a las condiciones de concesión de préstamos bancarios²⁶. Por ejemplo, por el lado del pasivo, las TLTRO han supuesto una mejora, en términos de financiación, para los bancos que participan en las operaciones; al mismo tiempo, el APP y los recortes de los tipos de interés se han traducido en una reducción de los costes de financiación del sistema bancario en su conjunto. Por el lado del activo, los tipos de interés negativos aplicados al exceso de liquidez han reforzado los efectos de la recomposición de las carteras, debido a que el recargo implícito aplicado al exceso de reservas ha aumentado la velocidad de circulación de dicho exceso en el mercado monetario y, por tanto, ha mejorado el atractivo relativo para los bancos de conceder préstamos o mantener valores con un rendimiento más elevado. Al mismo tiempo, los patrones exactos de las mejoras resultantes en las condiciones de concesión de crédito han variado entre los diferentes tipos de entidades de crédito y los distintos países.

En el caso de entidades de crédito con mayor recurso a las TLTRO y con restricciones de balance más estrictas, las medidas se han transmitido

²⁶ Véanse, por ejemplo, U. Albertazzi, B. Becker y M. Boucinha, «Portfolio Rebalancing and the Transmission of Large-Scale Asset Programs: Evidence from the Euro Area», artículo presentado en *Monetary policy pass-through and credit markets – ECB conference 27-28 October 2016*, BCE, Fráncfort del Meno, 2016; C. Altavilla, F. Canova y M. Ciccarelli, «Mending the broken link: heterogeneous bank lending and monetary policy pass-through», *ECB Working Paper Series*, n.º 1978, BCE, 2016; y J. Boeckx, M. de Sola Perea y G. Peersman, «The Transmission Mechanism of Credit Support Policies in the Euro Area», *Working Paper Research*, n.º 302, Nationale Bank van België/Banque Nationale de Belgique, 2016.

habitualmente como una reducción de los tipos de interés de los préstamos.

Por ejemplo, las entidades radicadas en países vulnerables con altos niveles de participación en las TLTRO han respondido a las medidas de política monetaria fundamentalmente reduciendo los tipos de interés de los préstamos a las sociedades no financieras²⁷. En tales casos, el flujo de crédito solo se ha recuperado gradualmente, debido, entre otros factores, a una necesidad estructural de desapalancamiento y a una demanda cíclica débil en un entorno de lenta recuperación económica de los países vulnerables. La intensa transmisión a los tipos de interés de los préstamos en los países más fuertemente afectados por la crisis refleja en gran medida una normalización con respecto a los desajustes anteriores. También se ha traducido en una disminución de la dispersión de los tipos de interés de los préstamos bancarios y en una menor fragmentación en cuanto a las condiciones de financiación en los distintos países de la zona del euro²⁸.

En el caso de entidades de crédito con exceso de liquidez y con una demanda significativa de crédito, el estímulo ha resultado habitualmente en una mejora de los volúmenes de crédito. Como consecuencia de las medidas del BCE, las entidades de crédito radicadas en países en los que la recuperación económica se ha afianzado con más rapidez han reajustado sus carteras ampliando la oferta de crédito. En estos países, el impacto del coste de financiación es menos significativo que en las economías más vulnerables, posiblemente porque los diferenciales y las primas ya eran reducidos. Además, la situación relativamente sólida de los balances de las entidades en economías menos vulnerables ha permitido una expansión de los activos. Por último, la evidencia complementaria sugiere que los tipos oficiales negativos han aumentado los incentivos para recomponer las carteras, ya que se ha constatado que los incrementos de los volúmenes de crédito han sido especialmente significativos en el caso de bancos con elevados niveles de exceso de liquidez²⁹.

En conjunto, la evidencia confirma el «canal del crédito bancario» de la transmisión de la política monetaria, según el cual la situación de los balances de las entidades de crédito afecta a las condiciones del crédito bancario. La evidencia también muestra que la transmisión de las compras de activos en un sistema basado en bancos, como el de la zona del euro, no es más débil que en un sistema en el que los mercados de capitales ocupan un lugar central. Junto con los tipos de interés negativos y las operaciones de préstamo con objetivo específico (TLTRO), los estímulos monetarios del BCE se han traducido en mejoras tangibles de las condiciones de financiación para la economía real.

²⁷ Por ejemplo, a finales de diciembre de 2015, las medidas no convencionales habían contribuido en 40 puntos básicos al mantenimiento de los tipos de interés de los nuevos préstamos a empresas en niveles reducidos. Véase C. Altavilla, F. Canova y M. Ciccarelli, *op. cit.* Véase también U. Albertazzi, A. Nobili y F. Signoretti, «The Bank Lending Channel of Conventional and Unconventional Monetary Policy», *Banca d'Italia Working Papers*, n.º 1094, Banca d'Italia, 2016.

²⁸ Véase el artículo titulado «MFI lending rates: pass-through in the time of non-standard monetary policy», *Economic Bulletin*, BCE, número 1, 2017.

²⁹ S. Demiralp, J. Eisenschmidt y T. Vlassopoulos, «Negative interest rates, excess liquidity and bank business models: banks' reaction to unconventional monetary policy in the euro area», *ECB Working Paper Series*, BCE, de próxima publicación.

4

Situación de liquidez y operaciones de política monetaria en el período comprendido entre el 26 de octubre de 2016 y el 24 de enero de 2017

En este recuadro se describen las operaciones de política monetaria del BCE realizadas durante el séptimo y el octavo períodos de mantenimiento de reservas de 2016, comprendidos entre el 26 de octubre y el 13 de diciembre de 2016 y entre el 14 de diciembre de 2016 y el 24 de enero de 2017, 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 21 de diciembre se liquidó la tercera operación de financiación a plazo más largo con objetivo específico (TLTRO, en sus siglas en inglés) de la segunda serie de TLTRO (TLTRO-II), por un importe de 62,2 mm de euros. La liquidez inyectada mediante esa operación fue compensada, en parte, con los reembolsos voluntarios de la segunda TLTRO-I, que ascendieron a 14,2 mm de euros. Esa inyección neta de liquidez de 48 mm de euros hizo que el saldo vivo total de los dos programas de operaciones TLTRO aumentara hasta los 545,7 mm de euros al final del período analizado. 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 considerado, 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 993,2 mm de euros, lo que representa un incremento de 85,2 mm de euros con respecto al período anterior (es decir, el quinto y el sexto períodos de mantenimiento de 2016). Las mayores necesidades de liquidez fueron atribuibles casi exclusivamente al aumento de 84,3 mm de euros registrado en la media de los factores autónomos netos, que alcanzaron la cifra récord de 875,2 mm de euros, mientras que las exigencias de reservas mínimas se incrementaron solo marginalmente (véase cuadro).

Cuadro

Situación de liquidez del Eurosistema

	26 de octubre de 2016 a 24 de enero de 2017	27 de julio a 25 de octubre de 2016	Octavo período de mantenimiento	Séptimo período de mantenimiento			
Pasivo – Necesidades de liquidez (medias; mm de euros)							
Factores autónomos de liquidez	1.944,8	(+28,1)	1.916,7	1.942,8	(-3,7)	1.946,5	(+8,1)
Billetes en circulación	1.110,5	(+14,9)	1.095,5	1.119,1	(+16,1)	1.103,1	(+8,3)
Depósitos de las AAPP	152,0	(+0,1)	151,9	143,0	(-16,6)	159,7	(-8,6)
Otros factores autónomos	682,3	(+13,0)	669,3	680,6	(-3,2)	683,7	(+8,4)
Instrumentos de política monetaria							
Cuentas corrientes	867,8	(+105,8)	762,0	919,0	(+95,2)	823,9	(+46,5)
Exigencias de reservas mínimas	118,0	(+0,8)	117,2	118,8	(+1,4)	117,4	(-0,4)
Facilidad de depósito	437,1	(+67,2)	369,9	434,4	(-4,9)	439,4	(+52,1)
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	1.070,0	(-56,2)	1.126,2	1.042,1	(-51,8)	1.093,9	(-21,6)
Activos exteriores netos	681,5	(-4,7)	686,3	674,7	(-12,8)	687,4	(-0,4)
Activos netos denominados en euros	388,4	(-51,5)	439,9	367,4	(-39,1)	406,5	(-21,3)
Instrumentos de política monetaria							
Operaciones de mercado abierto	2.179,9	(+257,2)	1.922,7	2.254,3	(+138,3)	2.116,0	(+128,1)
Operaciones de subasta	563,2	(+29,7)	533,5	583,5	(+37,8)	545,8	(+4,9)
OPF	34,3	(-6,4)	40,6	34,6	(+0,6)	34,0	(-3,4)
OFPML a tres meses	13,3	(-6,1)	19,3	11,7	(-2,9)	14,6	(-3,1)
Operaciones TLTRO-I	47,2	(-13,1)	60,3	40,8	(-11,8)	52,6	(-3,7)
Operaciones TLTRO-II	468,5	(+55,2)	413,2	496,4	(+51,8)	444,6	(+15,1)
Carteras en firme	1.616,7	(+227,4)	1.389,2	1.670,8	(+100,6)	1.570,2	(+123,2)
Primer programa de adquisiciones de bonos garantizados	13,1	(-2,8)	15,9	12,5	(-1,0)	13,5	(-1,7)
Segundo programa de adquisiciones de bonos garantizados	7,0	(-0,4)	7,4	6,9	(-0,1)	7,0	(-0,2)
Tercer programa de adquisiciones de bonos garantizados	202,7	(+11,2)	191,6	205,0	(+4,2)	200,8	(+6,1)
Programa para los mercados de valores	102,2	(-4,9)	107,1	102,2	(-0,0)	102,2	(-3,2)
Programa de compras de bonos de titulización de activos	22,4	(+1,9)	20,5	23,0	(+1,0)	21,9	(+1,2)
Programa de compras de valores públicos	1.221,2	(+198,2)	1.023,0	1.268,6	(+88,0)	1.180,6	(+107,7)
Programa de compras de bonos corporativos	48,0	(+24,2)	23,9	52,6	(+8,5)	44,1	(+13,3)
Facilidad marginal de crédito	0,2	(+0,1)	0,1	0,2	(+0,1)	0,2	(+0,1)
Otra información relativa a la liquidez (medias; mm de euros)							
Necesidades de liquidez agregadas	993,2	(+85,2)	908,0	1.019,9	(+49,5)	970,3	(+29,3)
Factores autónomos ¹	875,2	(+84,3)	790,8	901,1	(+48,2)	852,9	(+29,6)
Exceso de liquidez	1.186,7	(+172,0)	1.014,7	1.234,5	(+88,8)	1.145,7	(+98,9)
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	-0,350	(-0,008)	-0,342	-0,351	(-0,003)	-0,348	(-0,003)

Fuente: BCE.

Nota: Dado que todas las cifras del cuadro se han redondeado, 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».

El incremento observado en los factores autónomos fue resultado, en gran medida, del aumento de los factores de absorción de liquidez. El factor que más contribuyó fue la demanda media de billetes, que se incrementó en 14,9 mm de euros, hasta alcanzar los 1.110,5 mm de euros, básicamente en consonancia con los patrones habituales al final del año. Otros factores autónomos también registraron, en promedio, un ascenso de 13 mm de euros, y se situaron en 682,3 mm de euros. Los depósitos de las Administraciones Públicas se mantuvieron, en promedio, prácticamente invariables, y aumentaron solo 0,1 mm de euros, situándose en 152 mm de euros.

Los factores autónomos de inyección de liquidez disminuyeron durante el período considerado, como resultado del descenso continuado de los activos netos denominados en euros, combinado con una ligera caída de los activos exteriores netos. Los activos netos denominados en euros cayeron hasta situarse, en promedio, en 388,4 mm de euros, 51,5 mm de euros por debajo del período 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. Es probable que estas instituciones aumentaran sus tenencias como resultado de las escasas oportunidades de inversión en el mercado. Los activos exteriores netos disminuyeron, en promedio, 4,7 mm de euros, hasta situarse en 681,5 mm de euros.

La volatilidad de los factores autónomos siguió siendo elevada y apenas varió con respecto al período anterior. La volatilidad reflejó, principalmente, las fluctuaciones de los depósitos de las Administraciones Públicas y de los activos netos denominados en euros.

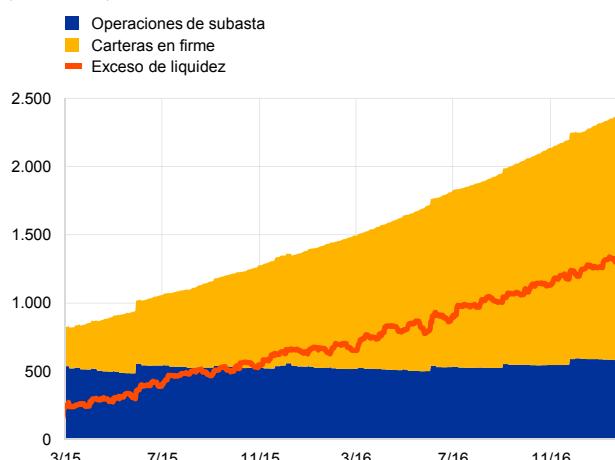
Liquidez inyectada mediante instrumentos de política monetaria

El volumen medio de liquidez proporcionado en las operaciones de mercado abierto —operaciones de subasta y programas de compra de activos— se incrementó en 257,2 mm de euros, hasta situarse en 2.179,9 mm de euros (véase gráfico). Este aumento se debió, fundamentalmente, 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 en las operaciones de subasta se incrementó en 29,7 mm de euros, hasta situarse en 563,2 mm de euros. El aumento de la liquidez inyectada con las TLTRO compensó con creces la disminución de la liquidez proporcionada mediante las operaciones regulares. La liquidez inyectada por las OPF y las OFPML a tres meses se redujo, en promedio, en 6,4 mm de euros y 6,1 mm de euros, respectivamente, mientras que el saldo vivo de las TLTRO se incrementó, en promedio, en 42,1 mm de euros, debido principalmente al efecto neto de la liquidación de la tercera TLTRO-II y de los reembolsos anticipados voluntarios de la financiación obtenida en la segunda TLTRO-I.

La liquidez media proporcionada por el APP aumentó en 227,4 mm de euros, hasta situarse en 1.616,7 mm de euros, principalmente como consecuencia del programa de compras de valores

públicos (PSPP, en sus siglas en inglés). La liquidez media proporcionada por el programa de compras de valores públicos, el tercer programa de adquisiciones de bonos garantizados, el programa de compras de bonos de titulización de activos y el programa de compras de bonos corporativos se incrementó en 198,2 mm de euros, 11,2 mm de euros, 1,9 mm de euros y 24,2 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 un total de 8,1 mm de euros.

Exceso de liquidez

Como consecuencia de la evolución detallada anteriormente, el exceso medio de liquidez aumentó en 172 mm de euros y se situó en 1.186,7 mm de euros en el período analizado (véase gráfico). En el séptimo período de mantenimiento, el exceso medio de liquidez se elevó en 98,9 mm de euros como consecuencia de la liquidez inyectada por el APP. El incremento más limitado de 88,8 mm de euros observado durante el octavo período de mantenimiento obedeció fundamentalmente a una disminución de los factores autónomos de inyección de liquidez, por valor de 51,8 mm de euros, que compensó en parte la liquidez proporcionada por el programa ampliado de compra de activos. Además, el ritmo de adquisición de activos en el marco de los programas de compras fue algo más lento en el octavo período de mantenimiento, debido al período navideño.

El aumento del exceso de liquidez se vio reflejado fundamentalmente en un incremento de 105,8 mm de euros de los saldos medios en cuenta corriente, hasta situarse en 867,8 mm de euros en el período analizado. El recurso medio a la facilidad de depósito se incrementó en 67,2 mm de euros y se situó en 437,1 mm de euros.

Evolución de los tipos de interés

Los tipos de interés a un día del mercado monetario se mantuvieron próximos al tipo de la facilidad de depósito (y en algunos casos fueron inferiores), mientras que en el mercado de repos los tipos registraron mínimos históricos durante el período de final de año. 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 –0,350 %, marginalmente por debajo del nivel medio del –0,342 % del período anterior. El eonia fluctuó dentro de una banda relativamente estrecha, con un máximo del –0,329 % el último día de 2016 y un mínimo del –0,356 %. Asimismo, en el mercado de operaciones con garantías, los tipos repo medios a un día del mercado GC Pooling descendieron ligeramente, hasta situarse en el –0,405 % y el –0,399 % para las cestas estándar y ampliada de activos de garantía, respectivamente, lo que supone en ambos casos una disminución de 0,004 puntos porcentuales en relación con el período anterior.

Los principales tipos aplicados a los activos de garantía registraron mínimos históricos durante el período de final de año en un entorno de restricciones de oferta. Por ejemplo, el tipo repo (RepoFunds Rate) a un día de los activos de garantía de Alemania se situó en el –4,9 % durante el período de final de año, mientras que el equivalente francés registró un –5,3 %. Si se comparan, el tipo de interés alemán mencionado se situó, en promedio, en el –0,86 % durante todo el período considerado, mientras que el correspondiente a Francia registró un promedio del –0,75 %. A finales de año se observaron descensos más limitados en los tipos repo de Italia y España. Posteriormente, los tipos repo volvieron a los niveles observados en noviembre.

Desde el 8 de diciembre, los bancos centrales del Eurosistema pueden aceptar también efectivo como garantía en sus facilidades de préstamo de valores del PSPP sin necesidad de reinvertir el efectivo. Esta medida sirve de apoyo a la liquidez y al funcionamiento del mercado de repos de la zona del euro y contribuye a aliviar las posibles tensiones en el mercado relacionadas con los activos de garantía.

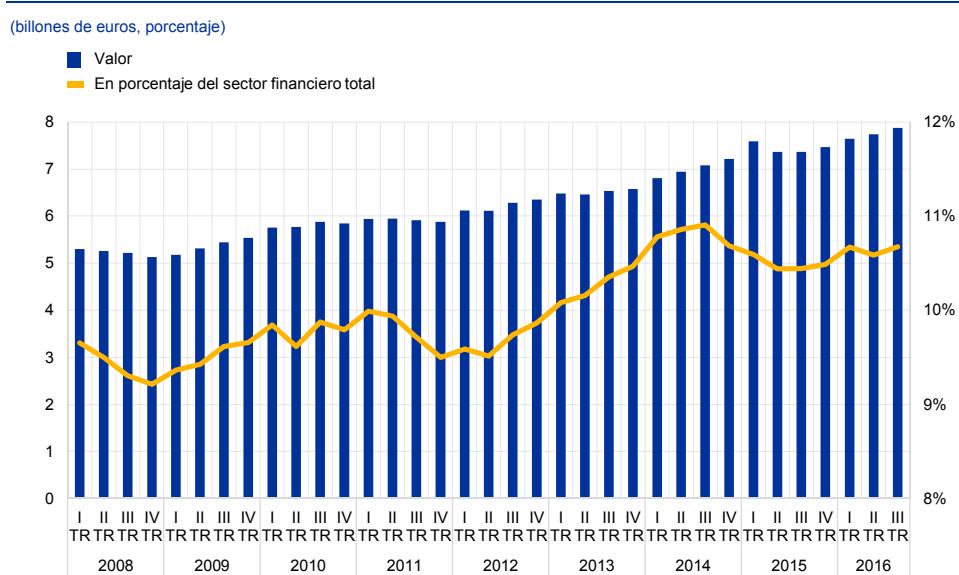
5

Nuevas estadísticas sobre empresas de seguros de la zona del euro

Las empresas de seguros constituyen un importante subsector dentro del sector financiero de la zona del euro, representando en el tercer trimestre de 2016 el 11 % de los activos totales del mismo. Este subsector ha crecido ininterrumpidamente en los últimos años y, en el tercer trimestre de 2016, sus activos totales ascendían a 7,9 billones de euros (lo que equivale al 74 % del PIB anual de la zona del euro), como se muestra en el gráfico siguiente.

Gráfico

Activos totales de las empresas de seguros de la zona del euro



Fuentes: BCE y cálculos del BCE.

En febrero de 2017, el BCE publicó por primera vez estadísticas armonizadas sobre empresas de seguros. El conjunto de datos, agregados trimestralmente, incluye los activos y los pasivos de las empresas de seguros de la zona del euro desde el tercer trimestre de 2016. Estos datos (junto con el nuevo conjunto de datos de fondos de pensiones que se presenta por separado) mejoran la calidad, la cobertura y la granularidad de las estadísticas del BCE sobre el sector financiero de la zona. En esta etapa inicial, solo abarcan los saldos vivos, pero se prevé que en el futuro se introduzcan nuevas mejoras, como la inclusión de datos de operaciones, desagregaciones más detalladas y una publicación de la información más adelantada.

El conjunto de datos sobre las empresas de seguros y fondos de pensiones de la zona del euro publicado por el BCE desde junio de 2011 hasta octubre de 2016 adolecía de ciertas limitaciones. En concreto, los datos no estaban armonizados para toda la zona del euro. Además, cuando no se disponía de datos a escala nacional, se estimaban. Tras la publicación de los datos correspondientes al segundo trimestre de 2016, dejaron de publicarse. Sin embargo, los usuarios de las estadísticas sobre empresas de seguros pueden relacionar los conjuntos de datos

antiguos y nuevos, ya que también se han publicado como estimaciones los datos sobre empresas de seguros correspondientes al tercer trimestre de 2016 elaborados según el marco anterior.

Las nuevas estadísticas sobre empresas de seguros mejoran el antiguo conjunto de datos en varios aspectos. El nuevo conjunto de datos presenta: i) conceptos armonizados que cumplen las normas estadísticas internacionales; ii) una cobertura completa de las empresas; iii) desagregaciones detalladas de los activos y los pasivos; iv) detalles por tipo de empresa (seguros de vida, no vida, multiramo y reaseguros), y v) una publicación de la información más adelantada.

Al diseñar el marco de recopilación estadística del nuevo conjunto de datos, el BCE ha realizado un esfuerzo conjunto para minimizar la carga informadora de las empresas de seguros integrando las exigencias europeas de información estadística y supervisora. De este modo, el marco de recopilación de datos estadísticos permite que la información estadística se derive, en gran medida, de los datos remitidos a efectos de supervisión de conformidad con el marco de Solvencia II de la UE. Muchas autoridades nacionales competentes han optado por recibir un único flujo de datos estadísticos y supervisores, basado en las plantillas de presentación de información preparadas por el BCE en estrecha colaboración con la Autoridad Europea de Seguros y Pensiones de Jubilación (EIOPA, en sus siglas en inglés), que consolidan las exigencias de información estadística y supervisora. La EIOPA ha establecido un marco técnico común, basado en la taxonomía XBRL (lenguaje extensible de intercambio de información financiera en formato electrónico o *eXtensible Business Reporting Language*), para facilitar la integración.

6

Aspectos conceptuales sobre la medición del margen de maniobra fiscal

Las recomendaciones de política presupuestaria a menudo hacen referencia al «margen fiscal» de los países. Por ejemplo, el 5 de diciembre de 2016, el Eurogrupo hizo hincapié en que «existen diferencias considerables entre los Estados miembros en términos de margen de maniobra presupuestario y necesidades de saneamiento presupuestario»³⁰. En consecuencia, las recomendaciones con frecuencia aluden a cómo se puede generar margen de maniobra fiscal, por ejemplo, mediante la aplicación de reformas estructurales que promuevan el crecimiento³¹.

Generalmente, el margen fiscal se refiere al margen de maniobra presupuestario del que disponen los Gobiernos al tiempo que se preserva la solidez de las finanzas públicas en su conjunto. Sin embargo, no existe un enfoque consensuado para medirlo, sino que las estimaciones del «margen fiscal» difieren en función del método o del modelo utilizado. Los distintos enfoques metodológicos que se han discutido en el debate político reciente pueden agruparse en tres categorías generales, dependiendo de si tienen en cuenta posibles limitaciones a las políticas fiscales derivadas de: i) los marcos presupuestarios existentes; ii) los riesgos para la sostenibilidad de la deuda, o iii) los denominados «límites de deuda», es decir, estimaciones de las ratios de deuda que, si superan un nivel, hace que se cuestione la capacidad de los Gobiernos para cumplir sus obligaciones de pago de la deuda³². En este recuadro se analizan y se valoran estos conceptos diferentes en el contexto del marco de gobernanza fiscal de la UE.

Por lo que respecta a la primera limitación, el margen fiscal de los Estados miembros de la UE se deriva del Pacto de Estabilidad y Crecimiento (PEC) y de los marcos fiscales nacionales. Las disposiciones del PEC sirven de guía para que los países consigan unas situaciones presupuestarias sostenibles a medio plazo. Estas disposiciones se reflejan en los denominados «objetivos presupuestarios a medio plazo, OMP», que se definen en términos de saldos presupuestarios estructurales, es decir, corregidos por el impacto del ciclo económico y de medidas temporales. Los OMP son específicos para cada país, los fija el Gobierno y están condicionados al cumplimiento de unos valores de referencia mínimos que se calculan con arreglo a una metodología común³³. En este contexto, la medida más simple del margen fiscal en el PEC es la distancia que separa el saldo estructural de un país de su OMP. Según las previsiones de invierno de 2017 de la Comisión Europea, solo tres países de la zona del euro (Alemania, Luxemburgo y Países Bajos) superarán sus OMP en 2017 (véase cuadro).

³⁰ Véanse las principales conclusiones de la reunión del Eurogrupo del 5 de diciembre de 2016.

³¹ Véase, por ejemplo, «[Priorities for structural reforms in G20 countries](#)», staff background paper for G20 surveillance note, FMI, Washington, 2016.

³² Para conocer otro método de clasificación de los enfoques existentes, véase «[Using the fiscal levers to escape the low-growth trap](#)», *Economic Outlook*, OCDE, noviembre de 2016.

³³ De conformidad con el PEC, los OMP se han establecido con tres objetivos: i) que los Estados miembros mantengan un margen de seguridad que les impida incumplir el valor de referencia del déficit del 3 %, fijado en el Tratado de Maastricht, durante las fases de desaceleración cíclica; ii) que la deuda de los Estados miembros sea sostenible, teniendo en cuenta el impacto económico y presupuestario del envejecimiento de la población, y iii) que los Estados miembros dispongan de un margen de maniobra presupuestario, en particular cuando se trata de preservar la inversión pública.

En el caso de los países que todavía no han alcanzado sus OMP, el PEC recomienda la realización de los esfuerzos necesarios para su consecución³⁴. Si se comparan con las recomendaciones específicas por país para 2017, se prevé que, en muchos países, los ajustes estructurales orientados a lograr unas situaciones presupuestarias sólidas no serán suficientes para cumplir los compromisos adquiridos en el PEC (véase cuadro). Por lo tanto, es probable que solo unos pocos países dispongan de margen fiscal —limitado— si se considera la exigencia de ajuste este año.

El marco fiscal de la UE es asimétrico. A los países que no cumplen las exigencias de ajuste se les insta a que intensifiquen los esfuerzos de consolidación. Además, en algunos países, los marcos fiscales nacionales pueden imponer ajustes de las finanzas públicas más exigentes que los fijados en el marco del PEC. Por el contrario, el PEC no establece que los países con margen de maniobra presupuestaria deban utilizarlo.

Cuadro

Indicadores del margen fiscal

	Saldo estructural (2017)	Objetivo presupuestario a medio plazo (OMP)	Ajuste estructural en 2017 (variación del saldo estructural en puntos porcentuales del PIB)	Compromiso de ajuste estructural con arreglo al PEC (en puntos porcentuales del PIB)*	Margen fiscal			
					Distancia al OMP	Brecha con respecto al compromiso de ajuste estructural	Criterio de deuda: distancia al valor de referencia (60 %)	Evaluación global de la sostenibilidad de la deuda por parte de la CE**
Componente preventivo del PEC								
Bélgica	-2,0	0,0	0,6	0,6	-2,0	0,0	46,5	ALTO
Alemania	0,4	-0,5	-0,3	-	0,9	0,0	5,5	BAJO
Estonia	-0,4	0,0	-0,7	-	-0,4	0,0	-49,9	BAJO
Irlanda	-1,4	-0,5	0,5	0,6	-0,9	-0,1	13,6	MEDIO
Italia	-2,0	0,0	-0,4	0,6	-2,0	-1,0	73,3	ALTO
Chipre	-0,7	0,0	-1,3	-0,6	-0,7	-0,7	43,2	ALTO
Letonia	-1,6	-1,0	-0,9	-1,0	-0,6	0,1	-23,5	BAJO
Lituania	-1,4	-1,0	-0,4	-0,2	-0,4	-0,2	-16,5	BAJO
Luxemburgo	0,4	-0,5	-1,8	-	0,9	0,0	-36,9	BAJO
Malta	-0,7	0,0	0,7	0,6	-0,7	0,1	-2,0	BAJO
Países Bajos	0,0	-0,5	-0,1	-	0,5	0,0	0,2	BAJO
Austria	-0,8	-0,5	0,1	0,3	-0,3	-0,2	21,3	MEDIO
Eslovenia	-2,1	0,25	-0,2	0,6	-2,4	-0,8	18,9	ALTO
Eslovaquia	-1,3	-0,5	0,7	0,5	-0,8	0,2	-8,2	BAJO
Finlandia	-1,5	-0,5	-0,3	0,6	-1,0	-0,9	5,6	ALTO
Componente corrector del PEC								
España	-3,6	0,0	0,2	0,5	-3,6	-0,3	40,0	ALTO
Francia	-2,3	-0,4	0,2	0,9	-1,9	-0,7	36,7	ALTO
Portugal	-2,3	0,25	-0,1	0,6	-2,0	-0,7	68,9	ALTO

Fuentes: Previsiones de invierno de 2017 de la Comisión Europea e informe «Debt Sustainability Monitor 2016» (véase https://ec.europa.eu/info/publications/debt-sustainability-monitor-2016_en). Notas: El cuadro no incluye a Grecia, que está sujeta a un programa de asistencia financiera. *Las exigencias de ajuste estructural se refieren a las que figuran en las recomendaciones específicas por país para 2017, que pueden ser menores si se ha concedido flexibilidad a los países para realizar reformas estructurales o inversiones públicas, entre otras medidas. En cambio, las exigencias son mayores para los países que, con arreglo al PEC, están obligados a respetar el valor de referencia de reducción de la deuda. Estas exigencias tratan de garantizar que se realizan avances suficientes en la reducción de los niveles elevados de deuda hacia el valor de referencia de la deuda, el 60 % del PIB. **Esta clasificación por categorías de riesgo se refiere a los riesgos identificados en el análisis de la sostenibilidad de la deuda «a medio plazo» de la Comisión. El marco de sostenibilidad de la Comisión incluye un análisis exhaustivo «a medio plazo» (horizonte de diez años) junto con el indicador «S1». La Comisión Europea utiliza otros dos indicadores para captar los riesgos: el indicador «S0» (para los riesgos a corto plazo) y el indicador «S2» (para los riesgos a —muy— largo plazo). En concreto, el indicador «S2» calcula el ajuste fiscal inicial necesario para estabilizar la deuda en relación con el PIB en un horizonte infinito, incluyendo la financiación de cualquier gasto adicional derivado del envejecimiento de la población.

³⁴ Para más detalles, véase el recuadro titulado «La eficacia del objetivo presupuestario a medio plazo como ancla de las políticas fiscales», Boletín Económico, número 4, BCE, 2015.

La disponibilidad de margen fiscal con arreglo a las normas fiscales de la UE también refleja las circunstancias económicas y de otro tipo. Algunas disposiciones del PEC permiten expresamente que se tengan en cuenta la evolución cíclica y otros factores. Tras la publicación de la comunicación de la Comisión sobre flexibilidad en el marco fiscal de la UE en enero de 2015, las exigencias de ajuste con arreglo al componente preventivo del PEC han pasado a estar condicionadas a la brecha de producción. El ajuste hacia la consecución del OMP también puede efectuarse a un ritmo más lento si los países emprenden reformas estructurales o aumentan las inversiones³⁵. Por lo que respecta a las exigencias de reducción de la deuda, distintos factores relevantes, como una inflación y un crecimiento bajos, pueden reducir las necesidades de ajuste³⁶. Además, la «cláusula general de excepción», que hasta ahora nunca se ha aplicado, permite, en principio, que el ajuste fiscal se modifique en caso de que se produzca una desaceleración económica grave, siempre que la sostenibilidad de la deuda en el medio plazo no se vea amenazada.

En cuanto a la segunda limitación mencionada anteriormente, el margen fiscal disponible puede derivarse del análisis exhaustivo de sostenibilidad de la deuda. No hay una medida única que indique si, en la práctica, la deuda es sostenible. El análisis exhaustivo de sostenibilidad de la deuda (DSA, en sus siglas en inglés) presenta la evolución prevista de la deuda y el nivel en el que la deuda se estabiliza en un escenario central (de referencia) y ante diversas perturbaciones de carácter adverso. Asimismo, el DSA tiene en cuenta otros indicadores relevantes, como las necesidades de financiación bruta de un gobierno, su marco fiscal, la estructura de vencimientos de la deuda pública, el margen de generación de pasivos contingentes, la calidad de las instituciones y los riesgos políticos³⁷. Habida cuenta de la necesidad de realizar proyecciones de la evolución de la deuda en horizontes a largo plazo, cualquier DSA es sensible a los supuestos utilizados. Según el último informe «Debt Sustainability Monitor³⁸» de la Comisión Europea, un número considerable de países afronta altos riesgos para la sostenibilidad de la deuda en el medio plazo (véase cuadro)³⁹. Por consiguiente, con arreglo a esta metodología, la mayoría de los países de la zona del euro disponen de un margen de maniobra presupuestario muy limitado o nulo. Como se muestra en el cuadro, los resultados obtenidos con este enfoque están estrechamente relacionados con los derivados del margen fiscal basado en la aplicación de las normas: por norma general, los países con alto riesgo para la sostenibilidad de la deuda son también aquellos

³⁵ Para más detalles, véase el recuadro titulado «Flexibility within the Stability and Growth Pact», *Boletín Económico*, número 1, BCE, 2015.

³⁶ Véanse también los artículos «Government debt reduction strategies in the euro area», *Boletín Económico*, número 3, BCE, 2016, y «The euro area fiscal stance», *Boletín Económico*, número 4, BCE, 2016.

³⁷ Véase, por ejemplo, O. Bouabdallah, C. Checherita-Westphal, T. Warmedinger, R. de Stefani, F. Drudi, R. Setzer y A. Westphal «Debt sustainability analysis for euro area sovereigns: a methodological framework», BCE, Fráncfort, *Occasional Paper* de próxima publicación, BCE, 2017.

³⁸ Véanse https://ec.europa.eu/info/publications/debt-sustainability-monitor-2016_en y el cuadro.

³⁹ De acuerdo con los resultados basados en el indicador «S0», ningún país de la zona del euro (UE) afronta riesgos altos a corto plazo, mientras que, según los resultados basados en el indicador «S2», solo uno presenta riesgos altos a (muy) largo plazo.

cuya ratio de deuda supera el valor de referencia (60 % del PIB) por el mayor margen y cuya situación presupuestaria estructural está más alejada del OMP⁴⁰.

Por lo que respecta a la tercera limitación, el concepto de margen fiscal en relación con los «límites de deuda» refleja el margen de maniobra presupuestario como la distancia entre la ratio de deuda actual y el nivel a partir del cual los países corren el riesgo de no cumplir sus obligaciones de pago de la deuda⁴¹. La especificación de los límites de deuda está directamente vinculada a la capacidad del Gobierno para obtener ingresos, o se calibra de manera más general como el punto en el que se estima que el «cansancio político» impide la adopción de las medidas de consolidación necesarias para estabilizar la creciente deuda. Distintos enfoques modelizan las perturbaciones que supuestamente afectan a las economías, el historial de políticas presupuestarias de los Gobiernos y sus respuestas al aumento de la deuda. En general, habida cuenta de que varían de forma significativa en función de los supuestos utilizados, los resultados empíricos y basados en modelos relativos a los límites de deuda están sujetos a un grado elevado de incertidumbre, lo que plantea un interrogante sobre su aplicabilidad concreta a recomendaciones de política.

A efectos de la política presupuestaria, el margen fiscal basado en normas es muy importante para la planificación presupuestaria de los países de la zona del euro y está menos expuesto que otras medidas a revisiones extremas. Por lo tanto, justifica la necesidad de que las políticas fiscales de los países de la Unión Económica y Monetaria extremen la cautela. Al mismo tiempo, el análisis de los diferentes métodos utilizados para medir el margen fiscal señalan que este puede generarse con la ayuda de políticas adecuadamente diseñadas⁴², que van desde medidas de consolidación adicionales hasta una composición de las políticas presupuestarias que promueva el crecimiento, así como reformas estructurales para elevar el crecimiento del producto potencial. Todos los países de la zona del euro disponen de margen de maniobra a este respecto.

⁴⁰ En principio, un entorno de tipos de interés bajos aumenta el margen fiscal de un gobierno derivado de las disposiciones del PEC y de las limitaciones asociadas al nivel de deuda: la reducción de los pagos de intereses mejora los saldos estructurales y contribuye a la sostenibilidad de la deuda.

⁴¹ Véase, por ejemplo, A. R. Gosh, J. I. Kim, E. Mendoza, J. D. Ostry y M. Quereshi «Fiscal fatigue, fiscal space and debt sustainability in advanced economies», *Economic Journal*, vol. 123, 2013. Otro enfoque consiste en calcular el nivel de deuda en estado estacionario, es decir, la ratio de deuda en relación con el PIB hacia la que una economía tiende a converger en el largo plazo. Se obtiene descontando los saldos primarios históricos por un diferencial positivo entre crecimiento y tipos de interés. Las estimaciones de una ratio de deuda sostenible realizadas con este método fluctúan entre el 62 % y el 74 % del PIB en la zona del euro.

⁴² Véase también el recuadro 3 en K. Bankowski y M. Ferdinandusse (2017), «Euro area fiscal stance», *ECB Occasional Paper Series*, n.º 182.

El Procedimiento de Desequilibrio Macroeconómico de 2017 y las recomendaciones específicas por país de 2016

El 22 de febrero de 2017, la Comisión Europea publicó el paquete de invierno del Semestre Europeo, que incluye las conclusiones alcanzadas tras la aplicación del Procedimiento de Desequilibrio Macroeconómico (PDM), así como una evaluación de los progresos en las reformas emprendidas en cada Estado miembro desde la adopción de las recomendaciones específicas por país correspondientes en julio de 2016.

Resultado de la evaluación del Procedimiento de Desequilibrio Macroeconómico de 2017 realizada por la Comisión Europea

El PDM, introducido en 2011, se encuentra ahora en su sexto año de aplicación. Este procedimiento trata de evitar la aparición de desequilibrios macroeconómicos perjudiciales en los países de la UE y de corregirlos cuando sean excesivos. Tras la revisión que se lleva a cabo en otoño de cada año a partir de un conjunto de indicadores, la Comisión realiza un examen exhaustivo de una selección de países (que se incluye en los informes anuales por países), con el fin de determinar la gravedad de los posibles desequilibrios. Si se constata la existencia de estos desequilibrios, el Estado miembro en cuestión recibe recomendaciones del Consejo de la Unión Europea —basadas en las recomendaciones de la Comisión Europea— dentro del componente preventivo del procedimiento. Si se considera que los desequilibrios son excesivos, puede iniciarse el procedimiento de desequilibrio excesivo a partir de una recomendación de la Comisión al Consejo⁴³. Con arreglo al componente corrector de este procedimiento, es necesario presentar un plan de acción correctiva para explicar cómo se hará frente a los desequilibrios excesivos. En caso de incumplimiento reiterado de la obligación de presentar un plan adecuado o si se incumple un plan aprobado, el Consejo puede imponer sanciones económicas al país de la zona del euro en cuestión.

En su evaluación, la Comisión Europea determinó que seis países registran desequilibrios excesivos: Bulgaria, Francia, Croacia, Italia, Chipre y Portugal (véase cuadro A). Desde 2015 se ha constatado la existencia de desequilibrios excesivos en todos estos países, excepto en Chipre, que se incorporó a la lista en 2016, tras salir de su programa de ajuste económico y financiero en marzo de ese año. Si se examina en retrospectiva un período más largo, el número de países que la Comisión considera que registran desequilibrios excesivos ha aumentado todos los años desde 2012 y no se ha estabilizado hasta este año (véase gráfico A). En cierta medida, esta tendencia se explica por los países que han concluido programas de ajuste económico y que, en consecuencia, se han reincorporado automáticamente a los procesos de vigilancia ordinarios de la UE. Aunque los programas de ajuste han contribuido a reducir los desequilibrios, en general, las

⁴³ Véase el considerando 22 del Reglamento (UE) n.º 1176/2011 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 16 de noviembre de 2011, relativo a la prevención y corrección de los desequilibrios macroeconómicos.

vulnerabilidades en estos países continúan siendo elevadas, y, por tanto, sigue siendo esencial realizar un estrecho seguimiento. Con todo, incluso teniendo en cuenta estas incorporaciones «automáticas», el número de países incluidos en la categoría «Desequilibrios excesivos» no ha disminuido. Esto parece estar en consonancia con el resultado de la evaluación de la aplicación de las recomendaciones específicas por país realizada en 2016 (véase más abajo), según el cual el ritmo de avance de las reformas continúa siendo lento, pese a los desafíos que afrontan estos países. Tan solo España y Eslovenia han conseguido abandonar la categoría «Desequilibrios excesivos», mientras que Italia ya lleva cuatro años en ella.

Cuadro A

Conclusiones de la Comisión Europea sobre el Procedimiento de Desequilibrio Macroeconómico de 2017

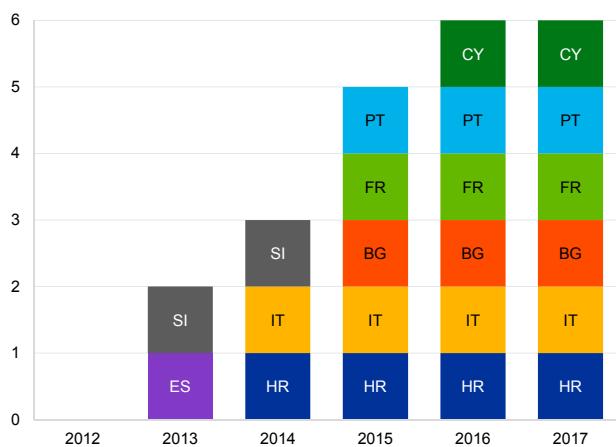
(1) Sin desequilibrios				(2) Desequilibrios		(3) Desequilibrios excesivos		(4) Desequilibrios excesivos y aplicación del componente corrector	
2016		2017		2016	2017	2016	2017	2016	2017
BE*	HU*	BE	HU	DE	DE	BG	BG	-	-
CZ	MT	CZ	MT	IE	IE	FR	FR		
DK	AT*	DK	AT	ES	ES	HR**	HR		
EE*	PL	EE	PL	NL	NL	IT	IT**		
LV	RO*	LV	RO	SI	SI	PT**	PT**		
LT	SK	LT	SK	FI		CY	CY**		
LU	UK*	LU	UK	SE	SE				
			FI*						

Fuente: Comisión Europea.

Notas: * Cada uno de estos países fue sometido a un examen exhaustivo en 2017. En el informe sobre el mecanismo de alerta —que constituye la primera etapa del PDM— se determinó que los demás países de la columna (1) no registraban desequilibrios. ** En el caso de Italia, Chipre y Portugal, la Comisión examinará específicamente si sus programas nacionales de reformas incluyen medidas suficientemente ambiciosas, y, si considera que es así, no recurrirá al componente corrector del PDM para ese país. En 2016 se aplicó este mismo enfoque a Croacia y Portugal.

Gráfico A

Incremento desde 2012 del número de países con desequilibrios excesivos



Fuente: Comisión Europea.

Notas: En este gráfico se muestran, para cada año, los países que la Comisión determinó que registraban «desequilibrios excesivos». Los países sujetos a un programa de ajuste económico se incorporan automáticamente al PDM tras la finalización del programa. En 2012 no se detectaron desequilibrios excesivos en ningún país.

Al igual que el año anterior, la Comisión ha vuelto a constatar la existencia de desequilibrios (aunque no excesivos) en Alemania, Irlanda, España, Países Bajos, Eslovenia y Suecia. En cambio, en el caso de Finlandia, la Comisión cerró el procedimiento tras concluir que este país no registra los desequilibrios detectados el año pasado, debido, entre otros motivos, a las enérgicas medidas aplicadas por el Gobierno para recuperar la competitividad.

Aunque puede observarse que el número de países sin desequilibrios aumentó en 2016, esto no significa que estos países deban cejar en sus esfuerzos por implementar reformas. La mayoría de los países de la zona del euro todavía están lejos de aplicar las mejores prácticas en términos de políticas para el buen funcionamiento de los mercados de trabajo y de productos⁴⁴. Los estudios empíricos también apuntan a la existencia de un estrecho vínculo entre instituciones de más calidad, por un lado, y una

mayor capacidad de resistencia frente a perturbaciones y un crecimiento más elevado, por otro⁴⁵. Así pues, estos países precisan reformas adicionales para aumentar su capacidad de resistencia y su competitividad.

Pese a haber detectado desequilibrios excesivos en seis países, por el momento la Comisión Europea no propone activar el procedimiento de desequilibrio excesivo (es decir, el componente corrector del procedimiento).

Desde la creación de este procedimiento, el BCE ha considerado que los instrumentos que integran el PDM —incluido el componente corrector completo— han de utilizarse íntegramente en relación con aquellos países que presentan desequilibrios excesivos, a lo que también se instó de forma explícita en el «Informe de los cinco presidentes» de 2015⁴⁶. El uso de estos instrumentos no es deseable solo para mejorar las perspectivas económicas del país en cuestión, sino también para facilitar procesos de ajuste económico dentro de la zona del euro y para reducir las vulnerabilidades de la zona en su conjunto. Así pues, su utilización redunda en beneficio de toda la zona del euro.

Aunque por ahora no haya activado el componente corrector, la Comisión ha anunciado que ha solicitado a tres de los países con desequilibrios excesivos (Italia, Chipre y Portugal) que propongan medidas especialmente ambiciosas en sus programas nacionales de reformas (que han de presentarse, a más tardar, en abril de 2017). En caso de que estos programas no incluyan las medidas requeridas, el procedimiento de desequilibrio excesivo podría abrirse en mayo. En

⁴⁴ «Increasing resilience and long-term growth: the importance of sound institutions and economic structures for euro area countries and EMU», *Boletín Económico*, número 5, 2016.

⁴⁵ *Ibid.*

⁴⁶ J.-C. Juncker et al., «Realizar la Unión Económica y Monetaria europea», junio de 2015.

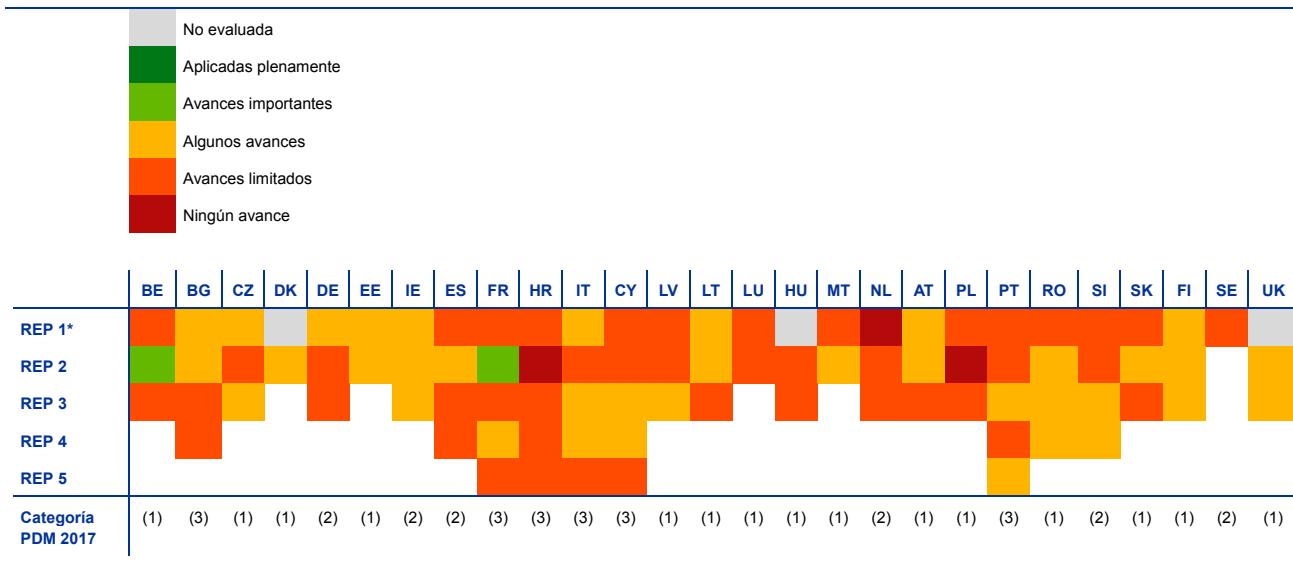
cada país en el que haya detectado un desequilibrio o un desequilibrio excesivo, la Comisión realizará una misión de seguimiento específico acorde con su gravedad.

Evaluación de la aplicación de las recomendaciones específicas por país de 2016

En general, los Estados miembros no han adoptado medidas suficientes para aplicar reformas en respuesta a las recomendaciones específicas por país formuladas en 2016 (véase cuadro B). La Comisión Europea ha concluido que únicamente se han realizado «algunos» avances o avances «limitados» en la aplicación de la inmensa mayoría (más del 90 %) de las recomendaciones de reforma, mientras que solo en dos de las recomendaciones específicas (de unas 90) se han registrado avances importantes, y que ninguna se ha aplicado plenamente. Este tímido impulso reformista contrasta claramente con la conclusión de que el número de países con desequilibrios excesivos no ha disminuido. Pese a su mayor vulnerabilidad, los seis países en los que se detectaron desequilibrios excesivos el año pasado, excepto Francia, no alcanzaron, en promedio, tasas de implementación mucho mayores que el Estado miembro promedio de la UE. Este hecho resulta particularmente sorprendente en el caso de Portugal y de Croacia, ya que estos países se comprometieron a poner en marcha una ambiciosa agenda de reformas en 2016, por lo que la Comisión decidió no aplicar el procedimiento de desequilibrio excesivo.

Cuadro B

Evaluación de la aplicación de las recomendaciones específicas por país (REP) de 2016



Fuente: Comisión Europea.

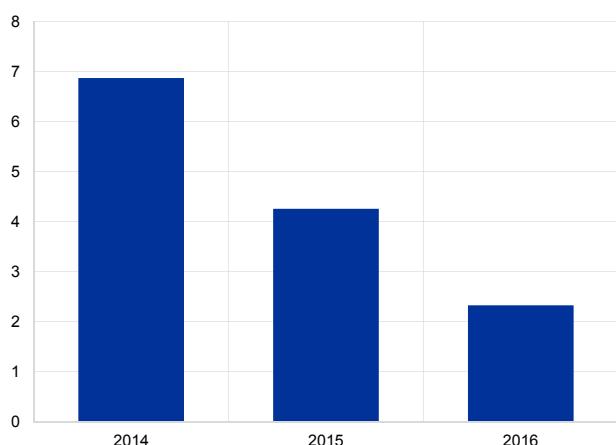
Notas: * En la evaluación de la REP 1 no se incluye el cumplimiento del Pacto de Estabilidad y Crecimiento, que la Comisión evaluará en la primavera de 2017.
No se incluyó a Grecia (GR) en el Semestre Europeo de 2016 porque el país está sujeto a un programa de ajuste económico y, por tanto, no ha recibido ninguna REP. «Ningún avance»: El Estado miembro no ha anunciado ni adoptado de forma creíble medidas para seguir la REP. Esta categoría también es aplicable si un Estado miembro ha encargado a un grupo de estudio que evalúe las posibles medidas. «Avances limitados»: el Estado miembro ha anunciado la adopción de ciertas medidas, aunque estas solo tienen en cuenta la REP de forma limitada, y/o ha presentado actos legislativos ante el órgano ejecutivo o legislativo, pero estos no se han adoptado aún y se necesitan trabajos no legislativos adicionales sustanciales antes de poner en práctica la REP, y/o ha presentado actos no legislativos, sin que se les haya dado el seguimiento necesario, en términos de puesta en práctica, para seguir la REP. «Algunos avances»: el Estado miembro ha adoptado medidas que responden en parte a la REP y/o ha adoptado medidas que responden a la REP, pero aún son necesarios esfuerzos considerables para su pleno cumplimiento, dado que solo se ha aplicado un número reducido de las medidas adoptadas. «Avances importantes»: el Estado miembro ha adoptado medidas que están decididamente orientadas al cumplimiento de la REP y que se han aplicado en su mayoría. «Aplicadas plenamente»: el Estado miembro ha aplicado todas las medidas necesarias para seguir adecuadamente la REP. «No evaluada» se aplica a los casos en los que la REP 1 se refiere en su mayor parte o exclusivamente al marco del Pacto de Estabilidad y Crecimiento (véase más arriba).

En el cuadro A se muestran las categorías del PDM de 2017.

Gráfico B

Disminución de la proporción de recomendaciones específicas por país aplicadas plenamente o con avances importantes en su aplicación

(porcentajes)



Fuente: Comisión Europea.

Nota: El gráfico muestra la proporción de recomendaciones específicas por país consideradas conjuntamente (frente al detalle de los elementos que las conforman) que han sido aplicadas plenamente, o en cuya aplicación se han registrado avances importantes, en cada año (para una definición detallada de «aplicadas plenamente» y de «avances importantes», véanse las notas del cuadro B).

Si se analiza de forma retrospectiva la aplicación de las recomendaciones específicas por país durante los tres últimos años, se constata que los esfuerzos reformistas han continuado decayendo pese a que el número de recomendaciones ha disminuido. El año pasado, la Comisión concluyó que la mayoría de los países solo habían realizado «algunos avances» o avances «limitados» en la aplicación de las recomendaciones específicas formuladas en 2015. Este año, el número de casos en los que se han registrado «avances importantes» o en los que las recomendaciones han sido «aplicadas plenamente» es aún más bajo (véase gráfico B). La decisión de la Comisión de reducir significativamente el número de recomendaciones con respecto a 2015 para permitir que los Estados miembros centren su atención en cuestiones prioritarias clave de relevancia macroeconómica y social no se plasmó en un mayor esfuerzo reformista, como hubiera sido deseable.

En conjunto, los Estados miembros han aplicado un número proporcionalmente menor de

recomendaciones sobre políticas del mercado de productos que sobre políticas del mercado laboral. Según la evaluación de la Comisión, la aplicación de reformas del mercado de productos ha sido especialmente limitada si se compara con otras áreas de política económica (como las reformas del mercado laboral). Entre los ejemplos de recomendaciones específicas relacionadas con el mercado de productos figuran llamamientos para que los Estados miembros: i) reduzcan las barreras que impiden la entrada de nuevas empresas a las industrias en red (energía, transporte, comunicaciones, etc.); ii) faciliten el acceso al ejercicio a las profesiones con mayores barreras de entrada, y iii) mejoren sus marcos regulatorios para fomentar la competencia. La consecución de mejoras en todas estas áreas es clave para lograr un crecimiento más elevado de la productividad y promover la inversión.

Para acrecentar el impulso reformista es necesaria una utilización íntegra y eficaz de todos los instrumentos disponibles en el marco del PDM, incluido su componente corrector. La ralentización adicional observada en la aplicación de reformas contrasta claramente con la necesidad de hacer frente a las importantes vulnerabilidades que persisten en muchos países de la zona del euro y con la necesidad de aumentar la capacidad de resistencia. Los insatisfactorios resultados de los países a este respecto indican que los compromisos de política asumidos por los Estados miembros en sus programas nacionales de reformas y los reiterados llamamientos de la Comisión para que se adopten medidas decididas no son suficientes para evidenciar y hacer cumplir las reformas. Las herramientas disponibles en el contexto del componente corrector del PDM son adecuadas para contribuir a los esfuerzos de reforma, aumentando así la capacidad de resistencia de los países y mejorando el funcionamiento de la Unión Económica y Monetaria.