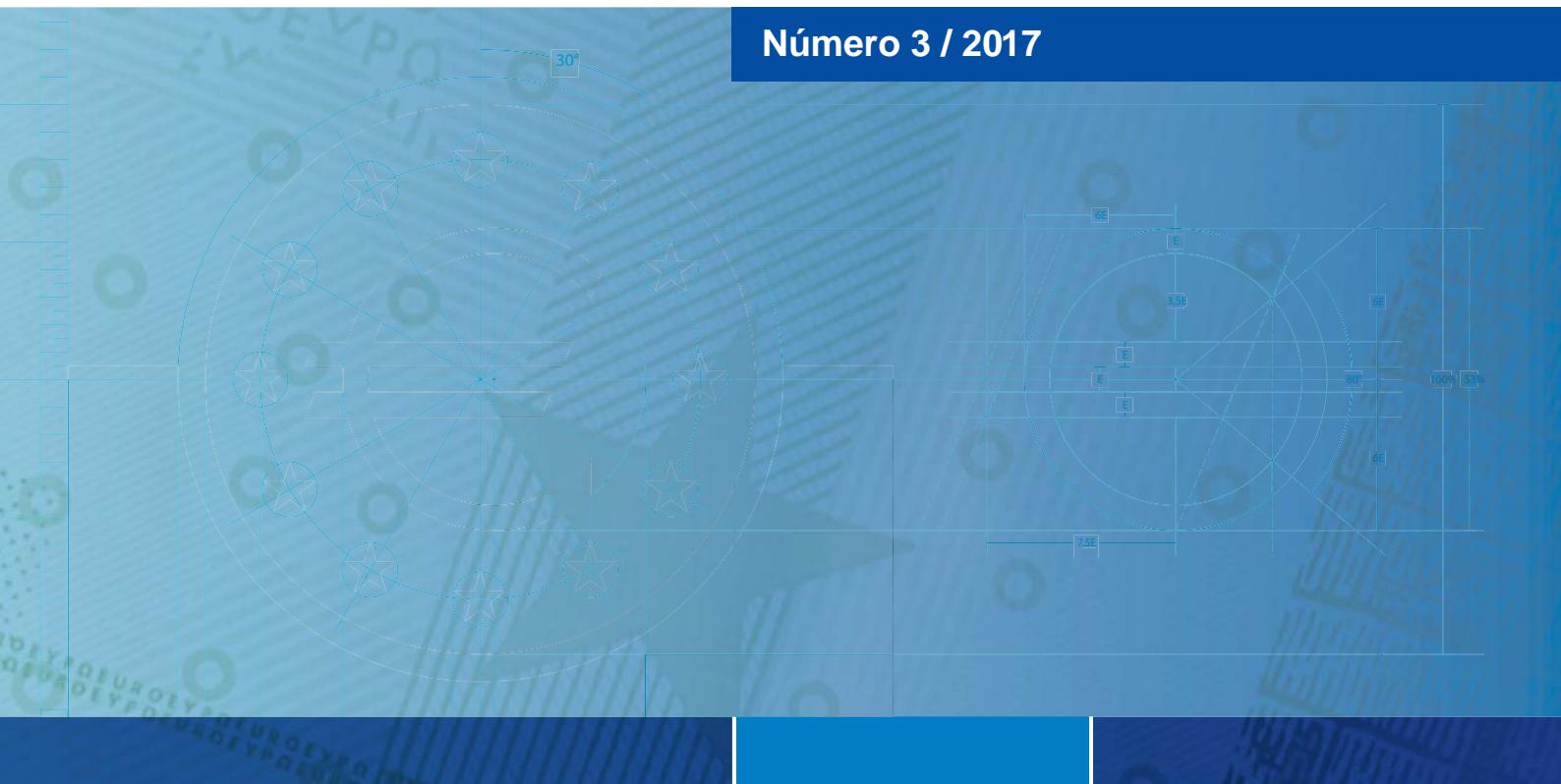


Boletín Económico

Número 3 / 2017



Índice

Información actualizada sobre la evolución económica y monetaria	2
Resumen	2
1 Entorno exterior	4
2 Evolución financiera	8
3 Actividad económica	11
4 Precios y costes	16
5 Dinero y crédito	19
Recuadros	23
1 El programa de compra de activos del BCE y los saldos TARGET: implementación de la política monetaria y otros aspectos	23
2 Evolución reciente del desempleo juvenil	30
3 Evaluación del grado de holgura del mercado de trabajo	34
4 ¿Qué nos puede decir la reciente evolución de los precios industriales sobre las presiones latentes?	40
5 Las operaciones de financiación a plazo más largo con objetivo específico: resumen de los fondos adjudicados y su impacto en la intermediación bancaria	46
Artículos	52
1 La desaceleración de la productividad de la zona del euro en un contexto global	52
2 Estadísticas armonizadas sobre servicios de pago en la Zona Única de Pagos en Euros	55

Información actualizada sobre la evolución económica y monetaria

Resumen

Las medidas de política monetaria del BCE han seguido manteniendo las condiciones de financiación muy favorables que se necesitan para asegurar una convergencia sostenida de las tasas de inflación hacia niveles inferiores, aunque próximos, al 2 % a medio plazo. La información disponible desde la reunión del Consejo de Gobierno de principios de marzo confirma que la recuperación cíclica de la economía de la zona del euro es cada vez más sólida y que los riesgos a la baja han seguido reduciéndose¹. Al mismo tiempo, las presiones sobre la inflación subyacente siguen siendo débiles, y hasta ahora no han mostrado una clara tendencia al alza. Por otra parte, la actual volatilidad de la inflación refuerza la necesidad de hacer abstracción de la evolución transitoria de la inflación medida por el IAPC, que no tiene consecuencias para las perspectivas de la estabilidad de precios a medio plazo.

Los indicadores disponibles apuntan a un crecimiento mundial sostenido a comienzos de 2017 y al mantenimiento de la recuperación del comercio mundial. La recuperación mundial se está generalizando y la mejora del crecimiento se ha extendido a todos los países. Las condiciones financieras internacionales han seguido siendo, en general, favorables, pese al significativo grado de incertidumbre que rodea a las políticas. La inflación general a escala mundial ha seguido aumentando, debido fundamentalmente a los precios de la energía. No obstante, los precios del petróleo han experimentado últimamente cierta volatilidad.

Las condiciones de financiación de la zona del euro siguen siendo muy favorables. Si se compara la evolución observada entre las reuniones del Consejo de Gobierno de 8 de marzo y 27 de abril, en general, los mercados de renta fija, renta variable y divisas solo muestran ligeros movimientos.

Los datos más recientes, procedentes principalmente de encuestas, sugieren que la actual expansión económica seguirá fortaleciéndose y generalizándose. La transmisión de las medidas de política monetaria está favoreciendo la demanda interna y facilitando el proceso actual de desapalancamiento. La recuperación de la inversión continúa beneficiándose de unas condiciones de financiación muy favorables y de las mejoras de la rentabilidad empresarial. El aumento del empleo, favorecido también por anteriores reformas de los mercados de trabajo, respalda la renta real disponible y el consumo privado. Asimismo, las señales de una recuperación mundial más intensa y de un aumento del comercio global sugieren que la demanda exterior debería contribuir cada vez más a la fortaleza general de la expansión económica en la zona del euro. No obstante, el crecimiento económico continúa viéndose frenado por el lento ritmo de aplicación de las reformas estructurales, en particular en los

¹ Según la información disponible en el momento de la reunión del Consejo de Gobierno del 27 de abril de 2017.

mercados de productos, y por los ajustes aún pendientes en los balances de algunos sectores. Los riesgos para las perspectivas de crecimiento de la zona del euro, si bien tienen una configuración cada vez más equilibrada, siguen apuntando a la baja y están relacionados principalmente con factores de carácter global.

La inflación general se ha ido recuperando desde los niveles muy bajos observados en 2016, debido fundamentalmente a subidas más acusadas de los precios de la energía. Tras alcanzar el 2 % en febrero de 2017, la inflación interanual medida por el IAPC en la zona del euro se situó en el 1,5 % en marzo de 2017. Sin embargo, los indicadores de la inflación subyacente se han mantenido en niveles bajos y se espera que muestren una tendencia gradual al alza a medio plazo, con el apoyo de las medidas de política monetaria del BCE, la continuación esperada de la recuperación económica y la correspondiente absorción progresiva de la capacidad productiva sin utilizar.

El agregado monetario amplio sigue creciendo a un ritmo sólido y prosigue la recuperación del crecimiento del crédito al sector privado observada desde principios de 2014. Los resultados de la encuesta sobre préstamos bancarios en la zona del euro del primer trimestre de 2017 indican un aumento de la demanda neta de préstamos y una nueva relajación de las condiciones de concesión del crédito bancario en todas las categorías de préstamos. Así pues, la transmisión de las medidas de política monetaria adoptadas desde junio de 2014 sigue respaldando sustancialmente las condiciones de financiación de las empresas y los hogares, así como los flujos de crédito en el conjunto de la zona del euro. Además, se considera que los costes de financiación de las sociedades no financieras de la zona del euro han seguido siendo favorables en los primeros meses de 2017.

Sobre la base de su análisis económico y monetario periódico, el Consejo de Gobierno, en su reunión del 27 de abril de 2017, decidió mantener sin variación los tipos de interés oficiales del BCE. El Consejo de Gobierno sigue esperando que estos tipos permanezcan en los niveles actuales, o inferiores, durante un período prolongado, que supere con creces el horizonte de las compras netas de activos. Por lo que respecta a las medidas de política monetaria no convencionales, el Consejo de Gobierno confirmó que las compras netas de activos continuarán al nuevo ritmo de 60 mm de euros mensuales 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 que sea compatible con su objetivo de inflación. Paralelamente a las compras netas, se reinvertirá el principal de los valores adquiridos en el marco del programa de compra de activos a medida que vayan venciendo.

De cara al futuro, el Consejo de Gobierno confirmó que se necesita un grado de acomodación monetaria muy sustancial para que las presiones inflacionistas en la zona del euro aumenten y respalden la inflación a medio plazo. Si las perspectivas fueran menos favorables, o si las condiciones financieras fueran incompatibles con el avance hacia un ajuste sostenido de la senda de inflación, el Consejo de Gobierno está preparado para ampliar el volumen y la duración del programa de compra de activos.

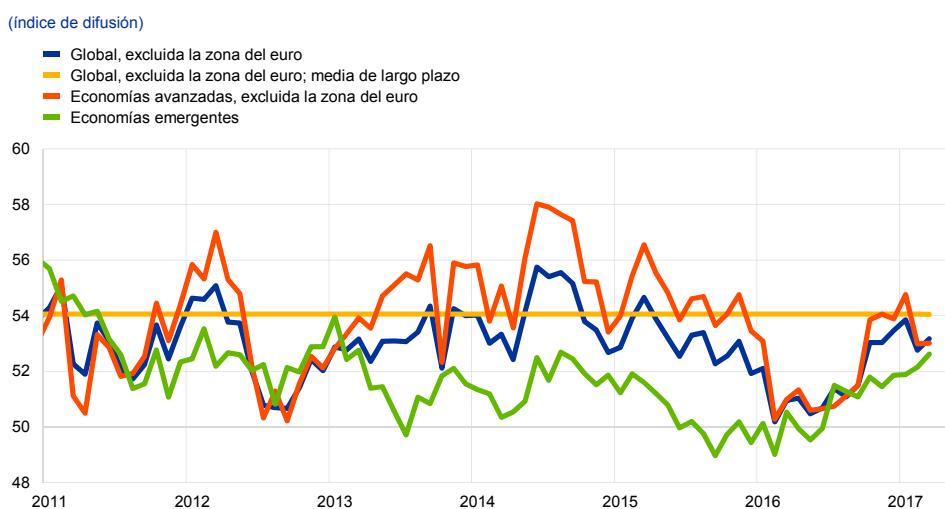
1

Entorno exterior

Las encuestas apuntan a que el crecimiento mundial fue sostenido en el primer trimestre de 2017. El índice de directores de compras (PMI) compuesto global de producción, excluida la zona del euro, se incrementó en marzo (véase gráfico 1), impulsado por el aumento del índice PMI de los servicios, mientras que el PMI de las manufacturas se mantuvo prácticamente sin variación en el nivel más elevado de los tres últimos años. En términos intertrimestrales, en el primer trimestre de 2017 el PMI permaneció aproximadamente en el mismo nivel que en el trimestre anterior, apuntando a que el crecimiento continuó siendo sólido. Los índices PMI trimestrales se redujeron en el Reino Unido y, en menor medida, en Estados Unidos, pero repuntaron en Japón. Entre las economías emergentes, los PMI trimestrales retrocedieron en China, pero mejoraron en Rusia, la India y Brasil, aunque siguen por debajo del nivel de expansión.

Gráfico 1

Índice PMI compuesto global de producción



Fuentes: Markit y cálculos del BCE.

Nota: Las últimas observaciones corresponden a marzo de 2017.

La recuperación se está generalizando y la mejora del crecimiento se está extendiendo a todos los países. Ciertamente, la dispersión observada en las tasas de crecimiento intertrimestral de los distintos países se ha reducido considerablemente en los últimos trimestres. En particular, en los países exportadores de materias primas, la actividad se ha estabilizado tras el repunte de los precios de estas materias, al tiempo que las contracciones transitorias causadas por factores internos en países como Turquía también están tocando fondo.

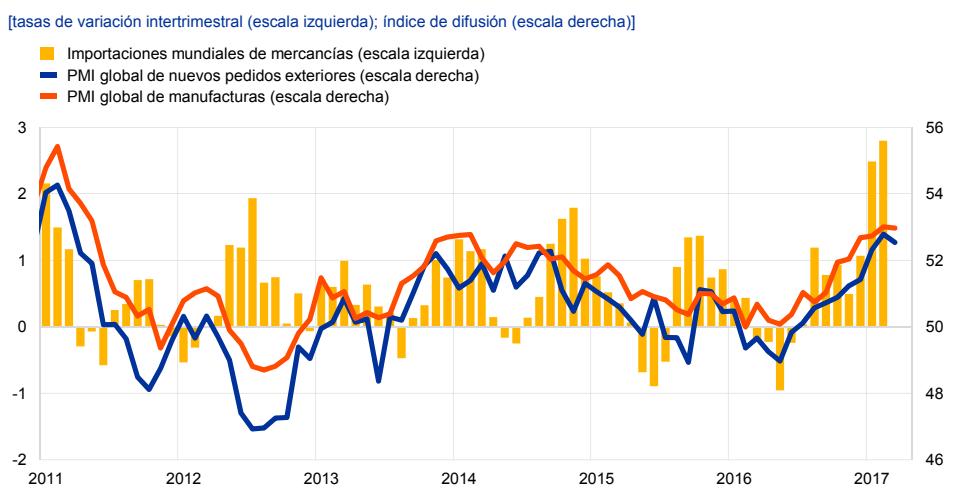
Las condiciones financieras internacionales siguen siendo, en general, favorables. Recientemente, los mercados de renta variable han experimentado cierta moderación, ya que a los inversores les preocupaba la capacidad de la nueva Administración estadounidense para poner en práctica sus propuestas de política económica. Con todo, pese a la considerable incertidumbre, los mercados financieros han mostrado capacidad de resistencia, en términos generales, con una

aversión al riesgo reducida. La Reserva Federal incrementó los tipos de interés oficiales en su reunión de marzo. Aunque se espera que otros bancos centrales importantes mantengan una orientación acomodaticia, los mercados también se han visto impulsados por las expectativas de que el endurecimiento de la política monetaria de Estados Unidos será gradual. En China, las condiciones financieras han pasado a ser más restrictivas para las entidades de crédito y los rendimientos de los valores de renta fija han aumentado, pero los tipos de interés de referencia del crédito bancario no se han modificado. En la mayoría de las demás economías emergentes, las condiciones financieras han mejorado con la recuperación de los mercados financieros y, después de unas semanas de salidas, los flujos de capital han retorna a esas economías.

La recuperación del comercio mundial continuó a principios de año. El crecimiento de las importaciones mundiales de bienes aumentó hasta el 2,8 % (en tasa intertrimestral) en febrero, la tasa más alta registrada en más de diez años (véase gráfico 2). El mayor dinamismo estuvo impulsado fundamentalmente por las economías emergentes, observándose mejoras particularmente pronunciadas en Europa Central y Oriental y en América Latina. Los indicadores adelantados también confirman esta tendencia positiva. El índice PMI global de nuevos pedidos exteriores se incrementó hasta situarse en el 52,5 en el primer trimestre de 2017, apuntando a una recuperación sostenida del crecimiento del comercio mundial.

Gráfico 2

Comercio mundial y encuestas



Fuentes: Markit, CPB Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis y cálculos de los expertos del BCE.
Nota: La última observación corresponde a febrero de 2017 para las importaciones mundiales de bienes y marzo de 2017 para los PMI.

La inflación mundial aumentó de nuevo en febrero, impulsada principalmente por los precios de la energía. En los países miembros de la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (OCDE), la inflación interanual medida por los precios de consumo (IPC) se situó en el 2,5 % en febrero, un nivel no observado en casi cinco años. En estos países, la inflación interanual, excluidos la energía y los alimentos, se mantuvo sin variación (1,9 %) con respecto a las tasas de enero. Se espera que la lenta disminución de la capacidad productiva sin utilizar a escala global sostenga en cierta medida la inflación subyacente en el futuro, al tiempo que

la actual curva de futuros del petróleo anticipa que los precios del crudo se mantendrán muy estables, lo que apunta a que la contribución futura de los precios de la energía a la inflación será muy limitada.

Desde el año pasado, cuando los países miembros de la Organización de Países Exportadores de Petróleo (OPEP) y once países productores no pertenecientes a esta organización alcanzaron un acuerdo para recortar la producción de crudo, los precios del Brent han fluctuado entre 49 y 56 dólares estadounidenses por barril. Aunque la producción mundial de petróleo disminuyó en enero, como se esperaba, la oferta de los países pertenecientes y no pertenecientes a la OPEP se incrementó en febrero, suscitando dudas acerca del cumplimiento del recorte de la producción acordado. Al mismo tiempo, el aumento de las existencias de crudo y de la oferta de petróleo no convencional en Estados Unidos siguió repercutiendo negativamente en los precios, que retrocedieron hasta los 50 dólares por barril, el nivel en el que estaban situados a finales de noviembre de 2016. Desde principios de abril, los precios han revertido y muestran una tendencia ligeramente positiva, debido a la nueva caída de las existencias en Estados Unidos y a las interrupciones registradas en el principal yacimiento de Libia por el recrudecimiento de las tensiones geopolíticas. Las expectativas de que el recorte de la producción de la OPEP se ampliaría al segundo semestre de 2017 también se han tenido en cuenta recientemente. Los precios de las materias primas no energéticas han descendido alrededor de un 5 %, en dólares estadounidenses, desde principios de marzo. Este descenso ha estado impulsado, en gran parte, por la sustancial caída del precio del mineral de hierro, como consecuencia de las elevadas existencias en los puertos de China y de las expectativas de moderación de la demanda de acero por parte de este país, así como, en menor medida, de la disminución de los precios de los alimentos. Los precios de otros metales no ferrosos se mantuvieron prácticamente estables.

Las perspectivas de actividad económica en Estados Unidos siguen siendo, en general, sólidas. El PIB real avanzó a una tasa anualizada del 2,1 % en el cuarto trimestre de 2016, sustentado fundamentalmente en el gasto en consumo y en la inversión privada. Las encuestas y los indicadores cuantitativos mostraron divergencias a principios de 2017, ya que la confianza de los consumidores y las empresas continuaba siendo elevada, mientras que la producción industrial, los nuevos pedidos de bienes de equipo básicos y el gasto en consumo se están moderando. No obstante, algunos de los factores que están frenando el consumo son transitorios, entre ellos unas temperaturas excepcionalmente altas que afectan al consumo de energía y los retrasos en las devoluciones de impuestos. Al mismo tiempo, las condiciones del mercado de trabajo continuaron tornándose más restrictivas en marzo, mes en que la tasa de desempleo se situó en el 4,5 % (por debajo de la estimación del pleno empleo del Comité de Mercado Abierto de la Reserva Federal) y el crecimiento interanual del salario medio por hora en el 2,7 %. En marzo, la inflación interanual medida por el índice de precios de consumo (IPC) de Estados Unidos descendió hasta el 2,4 %, principalmente como consecuencia del retroceso del componente energético. Los principales componentes de la inflación subyacente también se moderaron, por lo que el IPC, excluida la energía y los alimentos, cayó hasta situarse en el 2 %.

En Japón, el crecimiento económico sigue siendo modesto. El PIB real creció un 0,3 %, en tasa intertrimestral, en el cuarto trimestre de 2016, ya que tanto el avance de la demanda interna como la demanda exterior neta continuaron siendo contenidos. Tras registrar cierta debilidad en enero, la producción industrial y las exportaciones reales se han recuperado y, en promedio, se mantienen por encima de los niveles observados en el mismo período del año pasado. Además, los datos sobre consumo privado apuntan a tímidas señales de recuperación, respaldada por la evolución del mercado de trabajo. Con todo, el aumento de las tensiones en el mercado de trabajo, con la tasa de paro en su nivel más bajo desde 1994, no ha llevado a una aceleración del crecimiento de los salarios. La tasa de variación interanual de la inflación medida por el IPC aumentó hasta el 0,4 % en enero. Al mismo tiempo, el crecimiento interanual del IPC, excluidos los alimentos frescos y la energía, el indicador de la inflación subyacente más utilizado por el Banco de Japón, también avanzó ligeramente, hasta el 0,2 %.

Tras el sólido crecimiento económico registrado el año pasado en el Reino Unido, los indicadores recientes apuntan a una evolución más moderada a principios de 2017. En el último trimestre de 2016, el PIB real se incrementó un 0,7 % en tasa intertrimestral. Sin embargo, los indicadores recientes sugieren que, en general, el ritmo de expansión económica se moderó a comienzos de este año. En concreto, hay señales de que el aumento de la inflación está reduciendo la renta real y el consumo privado. El repunte de la inflación observado en los últimos meses ha estado determinado principalmente por los precios de la energía y por la depreciación que ha experimentado la libra esterlina desde la celebración del referéndum sobre la pertenencia del Reino Unido a la UE. En marzo de 2017, la inflación interanual medida por el IPC se situó en el 2,3 %. El 29 de marzo de 2017, el Gobierno británico notificó formalmente su intención de abandonar la Unión Europea, allanando el camino para las negociaciones entre la UE y este país de conformidad con el artículo 50 del Tratado.

En China, el crecimiento económico se estabilizó. El PIB real se incrementó un 6,9 % en tasa interanual, en el primer trimestre de 2017, ligeramente por encima del trimestre precedente. El crecimiento estuvo impulsado fundamentalmente por el consumo, mientras que la contribución de la formación bruta de capital fijo fue la más baja desde principios de 2015. Con todo, en general, el dinamismo fue menor en el primer trimestre que en el último trimestre de 2016, y también inferior a lo que sugerían algunos indicadores disponibles, en particular en lo que respecta a la inversión y la construcción, lo que podría reflejar una estacionalidad residual que afecta a la estimación para el primer trimestre. La inflación interanual medida por el IPC cayó hasta situarse en el 0,8 % en febrero, desde el 2,5 % de enero, ya que los precios de los alimentos y de los servicios turísticos disminuyeron tras las celebraciones del Año Nuevo chino. La inflación, excluidos la energía y los alimentos, se redujo hasta el 1,8 %, desde el 2,2 %. Mientras, la tasa de variación interanual de los precios industriales aumentó hasta el 7,8 %, lo que se atribuye a la subida de los precios de los metales ferrosos y de la energía. Las reducciones del exceso de capacidad productiva en la industria pesada han impulsado al alza los precios de las materias primas, aunque es probable que este incremento sea transitorio.

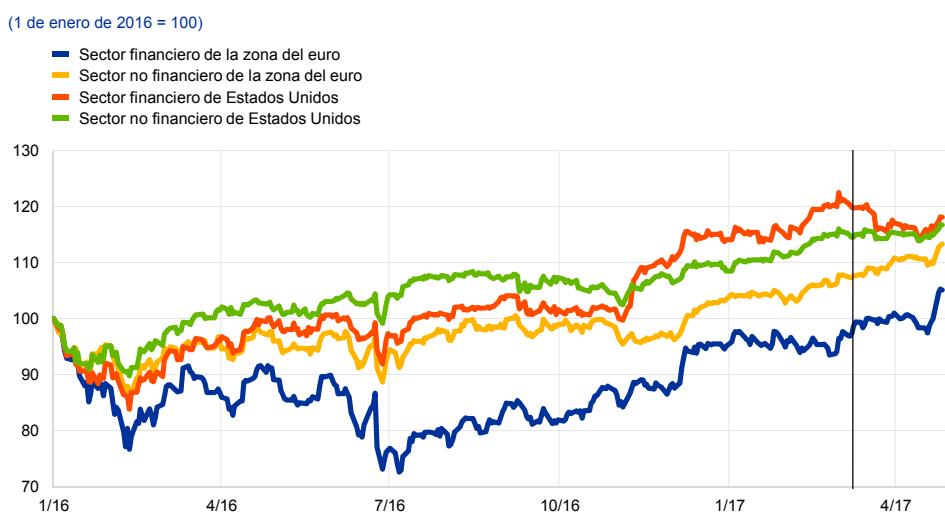
2

Evolución financiera

En conjunto, los rendimientos de la deuda pública de la zona del euro han disminuido ligeramente desde principios de marzo. El leve descenso durante el período de referencia (del 9 de marzo al 26 de abril de 2017) se ha producido en un contexto de mayor incertidumbre política en torno a las elecciones presidenciales en Francia. Como consecuencia, la fase de caída de los rendimientos registrada entre finales de marzo y el día antes de conocerse los resultados de la primera vuelta de las elecciones francesas se vio compensada en parte por el aumento de los rendimientos tras la votación. En conjunto, el rendimiento de los tipos *swap* del eonia a diez años de la zona del euro se redujo en cinco puntos básicos, al tiempo que los rendimientos de la deuda soberana disminuyeron, en promedio, en torno a 15 puntos básicos. En los distintos países, los descensos oscilaron entre unos pocos puntos básicos y alrededor de 70 puntos básicos, mientras que en Italia y los Países Bajos se observaron algunos incrementos marginales. Los diferenciales frente al tipo de interés del bono alemán a diez años se mantuvieron, en general, sin variación o disminuyeron ligeramente en la mayoría de los países, con las excepciones de Grecia y Portugal (que registraron caídas de aproximadamente 70 puntos básicos) e Italia y los Países Bajos (donde los diferenciales aumentaron de forma marginal).

Gráfico 3

Índices bursátiles de la zona del euro y de Estados Unidos



Fuente: Thomson Reuters.

Notas: Datos diarios. La línea vertical negra se refiere al comienzo del período de referencia (9 de marzo de 2017). La última observación corresponde al 26 de abril de 2017.

Los precios de las acciones de la zona del euro han aumentado desde principios de marzo. Al final del período considerado, los precios de las acciones de las sociedades no financieras de la zona del euro eran alrededor de un 5 % más elevados que al comienzo, mientras que, en el caso de las cotizaciones del sector financiero, la subida alcanzó casi el 7 %. En general, la reciente evolución positiva de los mercados bursátiles de la zona del euro ha dado lugar a que los precios de las acciones de las entidades de crédito se encuentren actualmente en torno a un

70 % por encima de los mínimos registrados tras el referéndum del Reino Unido sobre su pertenencia a la UE celebrado en junio de 2016 (véase gráfico 3). Al igual que ha ocurrido con los valores de renta fija, la incertidumbre política también ha afectado a la evolución de los mercados de renta variable de la zona del euro: las cotizaciones de la zona registraron fundamentalmente movimientos laterales antes de conocerse el resultado de las elecciones presidenciales francesas y, posteriormente, aumentaron de manera significativa. Desde principios de marzo, los precios de las acciones de las sociedades no financieras de Estados Unidos y del Reino Unido se han incrementado considerablemente menos que en la zona del euro, mientras que en Japón el descenso fue marginal. Las cotizaciones del sector financiero tuvieron un comportamiento peor que el de las sociedades no financieras en las tres áreas económicas. Las expectativas de los mercados relativas a la volatilidad de las cotizaciones bursátiles aumentaron sustancialmente en la zona del euro, hasta situarse en torno al 23 % antes de las elecciones francesas, pero después volvieron a los niveles observados a principios de marzo, es decir, alrededor del 14 %. En Estados Unidos, en cambio, estas expectativas se mantuvieron prácticamente estables desde principios de marzo.

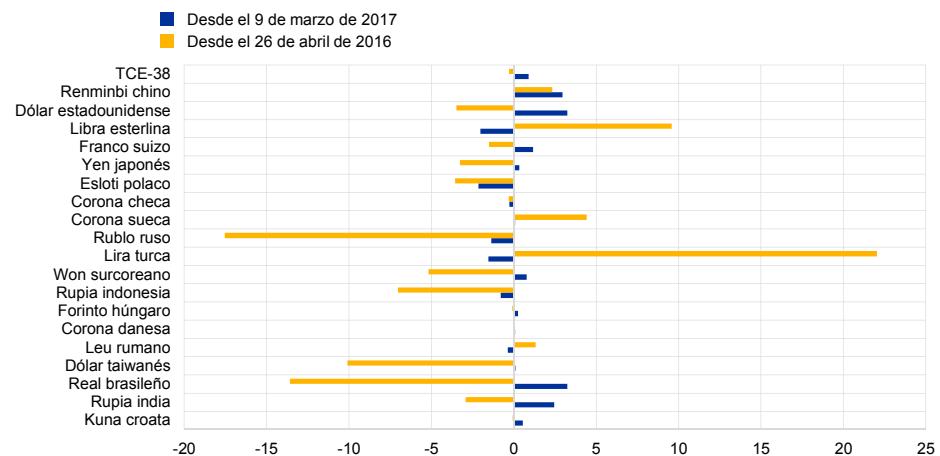
Los diferenciales de los valores de renta fija emitidos por las sociedades no financieras descendieron ligeramente durante el período considerado. El 26 de abril, los diferenciales de los valores de renta fija con calificación de grado de inversión (en promedio, correspondientes a las calificaciones AAA, AA, A y BBB) de las sociedades no financieras se contrajeron 4 puntos básicos con respecto a principios de marzo y continúan situándose unos 25 puntos básicos por debajo de los niveles observados en marzo de 2016, cuando el Consejo de Gobierno anunció la puesta en marcha del programa de compras de bonos corporativos (CSPP, en sus siglas en inglés). Los diferenciales de la deuda emitida por el sector financiero y por las sociedades no financieras con calificación inferior al grado de inversión (cuya adquisición no es admisible en el marco del CSPP) también se redujeron durante el mismo período, en 4 y en 10 puntos básicos, respectivamente.

En los mercados cambiarios, el euro registró una ligera depreciación en cifras ponderadas por el comercio. En términos bilaterales, desde el 9 de marzo, el euro se ha apreciado un 3,2 % frente al dólar estadounidense y un 2,9 % frente al renminbi chino. Estas subidas se vieron contrarrestadas con creces por el debilitamiento del euro frente a las monedas de otros principales socios comerciales de la zona del euro. Concretamente, el euro se ha depreciado frente a la libra esterlina (2 %) y frente a las monedas de la mayoría de los demás Estados miembros de la UE no pertenecientes a la zona del euro. En el caso de la corona checa, el euro se debilitó ligeramente (0,3 %) después de que dejase de aplicarse el tipo de cambio mínimo de la corona (véase gráfico 4).

Gráfico 4

Variaciones del tipo de cambio del euro frente a algunas monedas

(porcentajes)



Fuente: BCE.

Nota: TCE-38 se refiere al tipo de cambio efectivo nominal del euro frente a las monedas de 38 de los socios comerciales más importantes de la zona del euro.

El índice medio del tipo de interés del euro a un día (eonia) se mantuvo estable, en torno a –35 puntos básicos, durante el período considerado. El exceso de liquidez aumentó alrededor de 243 mm de euros, hasta una cifra aproximada de 1.608 mm de euros. El incremento se debió principalmente a la última operación de financiación a plazo más largo con objetivo específico de la segunda serie de operaciones de este tipo (TLTRO-II, en sus siglas en inglés), que se tradujo en una inyección neta de liquidez de unos 200 mm de euros (véase el recuadro 5 de este Boletín Económico para más detalles sobre las TLTRO). Además, las compras efectuadas en el marco del programa ampliado de compras de activos (APP, en sus siglas en inglés) siguieron contribuyendo al incremento del exceso de liquidez.

La curva de tipos *forward* del eonia ha registrado, en promedio, un movimiento a la baja de alrededor de 10 puntos básicos en todos los plazos. La evolución al alza inicial de la curva, que duró, más o menos, hasta mediados de marzo, revirtió con creces durante el resto del período considerado. En general, la curva de tipos *forward* del eonia correspondiente a los plazos superiores a ocho años se ha desplazado a la baja unos 15 puntos básicos, mientras que en el segmento de tres a siete años el descenso ha sido de unos 10 puntos básicos. En plazos más cortos, los tipos *forward* solo registraron una reducción más marginal. La curva se mantiene por debajo de cero en los vencimientos anteriores a principios de 2020.

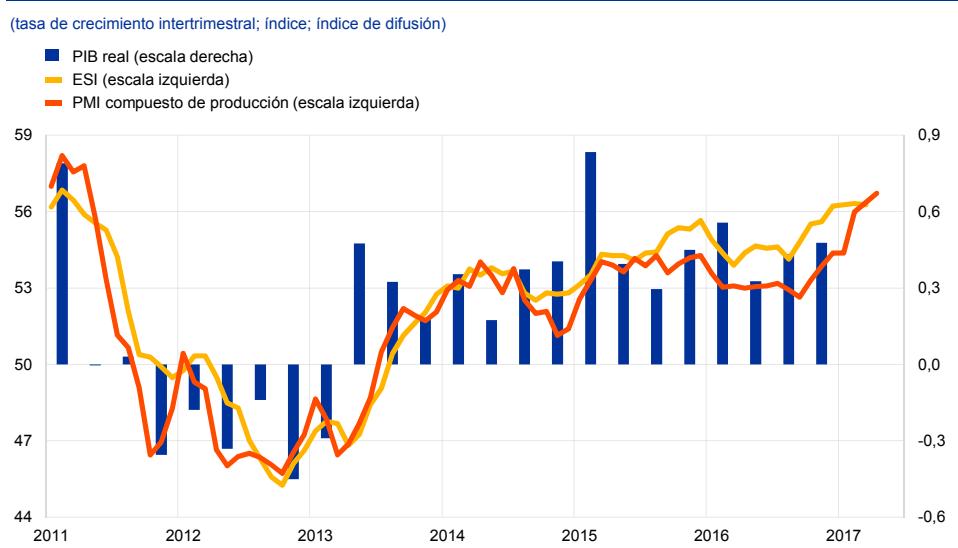
3

Actividad económica

En la zona del euro, la expansión económica impulsada por la demanda interna está fortaleciéndose y generalizándose. El PIB real se incrementó un 0,5 %, en tasa intertrimestral, en el cuarto trimestre de 2016 (véase gráfico 5), como resultado de la contribución positiva de la demanda interna y, en menor medida, de la variación de existencias. Al mismo tiempo, la demanda exterior neta contribuyó negativamente al crecimiento del PIB, ya que el avance de las importaciones superó significativamente el aumento de las exportaciones. Los indicadores económicos más recientes, tanto cuantitativos como cualitativos, mantienen su fortaleza y apuntan a un crecimiento sostenido en la primera mitad de 2017, a un ritmo más o menos similar al observado en el cuarto trimestre del año anterior.

Gráfico 5

PIB real de la zona del euro, indicador de sentimiento económico (ESI) e índice PMI compuesto de producción



Fuentes: Eurostat, Comisión Europea, Markit y BCE.

Notas: El ESI se normaliza con la media y la desviación típica del PMI. Las últimas observaciones corresponden al cuarto trimestre de 2016 para el PIB real, marzo de 2017 para el ESI y abril para el índice PMI.

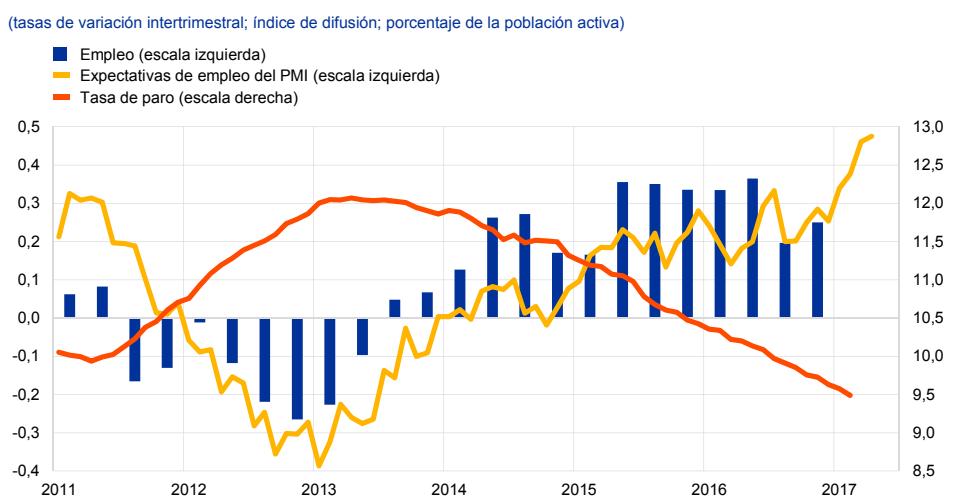
El gasto en consumo volvió a aumentar en el cuarto trimestre de 2016, por lo que sigue siendo un importante factor impulsor de la recuperación actual. El consumo privado continuó creciendo hasta el 0,5 % en tasa intertrimestral. Esta mejora del crecimiento se produjo pese a una subida del precio del petróleo en euros de casi el 15 % entre el tercer y el cuarto trimestre del año. En términos interanuales, el consumo aumentó un 1,9 % en el cuarto trimestre, frente al 1,8 % del tercer trimestre. Este ligero incremento contrastó con la acusada desaceleración del crecimiento de la renta real disponible de los hogares, que pasó de una tasa interanual del 1,6 % en el tercer trimestre al 1,1 %. Este descenso reflejó, a su vez, el avance de la inflación interanual, medida por el deflactor del consumo privado, entre el tercer y el cuarto trimestre. No obstante, conviene tener en cuenta que el crecimiento de la renta, a pesar de su reciente retroceso, sigue siendo relativamente elevado desde una perspectiva histórica. De hecho, durante la recuperación actual el gasto en consumo se ha visto favorecido por el aumento de las rentas reales del

trabajo de los hogares, que ha obedecido, fundamentalmente, al ascenso del empleo y a unos precios del petróleo más bajos. El avance ligeramente mayor del consumo, junto con el menor crecimiento de la renta real, entre el tercer y el cuarto trimestre, llevaron a una caída de la tasa de ahorro de los hogares.

Los mercados de trabajo de la zona del euro continúan mejorando, favoreciendo con ello las rentas y el gasto. En el cuarto trimestre de 2016, el empleo experimentó un crecimiento adicional del 0,3 %, en tasa intertrimestral, que se tradujo en un incremento interanual del 1,2 %. Así, el empleo se sitúa actualmente un 3,4 % por encima del último mínimo, registrado en el segundo trimestre de 2013. Sin embargo, en comparación con el máximo alcanzado antes de la crisis, en el primer trimestre de 2008, el nivel de empleo sigue siendo inferior en casi medio punto porcentual. La tasa de paro de la zona del euro descendió hasta el 9,5 % en febrero de 2017, es decir, 2,6 puntos porcentuales por debajo del máximo registrado después de la crisis, en abril de 2013 (véase gráfico 6). Este descenso fue generalizado en los distintos grupos de edad y en ambos sexos (véase también el recuadro 2). Sin embargo, el grado de infrautilización del trabajo continúa siendo muy alto y considerablemente superior al sugerido por la tasa de paro (véase recuadro 3). La información procedente de las encuestas apunta a continuas mejoras en los mercados de trabajo en los próximos meses.

Gráfico 6

Empleo, expectativas de empleo del PMI y desempleo en la zona del euro



Fuentes: Eurostat, Markit y cálculos del BCE.

Notas: El PMI se expresa como una desviación de 50 dividido por 10. Las últimas observaciones corresponden al cuarto trimestre de 2016 para el empleo, abril de 2017 para el índice PMI y febrero de 2017 para el desempleo.

Se espera que el crecimiento del consumo mantenga su solidez. Tras mejorar en el cuarto trimestre de 2016, la confianza de los consumidores volvió a aumentar en el primer trimestre, con lo que se sitúa muy por encima de su media de largo plazo y en niveles próximos al máximo anterior a la crisis, registrado en 2007. Además, los datos sobre comercio minorista (hasta febrero de 2017) y las matriculaciones de automóviles (para el primer trimestre completo) están en consonancia con un crecimiento positivo del gasto en consumo en el primer trimestre de 2017, a un ritmo similar al observado en el cuarto trimestre. Por otra

parte, el crecimiento adicional del empleo, como sugieren los indicadores de opinión más recientes, también debería seguir respaldando la renta agregada y el gasto en consumo. Por último, el patrimonio neto de los hogares continúa aumentando en relación con la renta disponible, debido principalmente a la revalorización de los activos inmobiliarios, lo que debería contribuir a sostener el crecimiento total del consumo.

En el cuarto trimestre, el crecimiento de la inversión se recuperó con fuerza, tras registrar una débil evolución en el tercer trimestre. La inversión total aumentó un 3,3 %, en tasa intertrimestral, en el cuarto trimestre de 2016, como resultado del fuerte incremento de la inversión, excluida la construcción. El avance del 6,4 % de la inversión, excluida la construcción, se debió al acusado aumento de la inversión en productos de propiedad intelectual, lo que reflejó, a su vez, las transacciones de activos efectuadas por un pequeño número de grandes operadores económicos en Irlanda. En cambio, la inversión en maquinaria y bienes de equipo se contrajo ligeramente en el cuarto trimestre. Mientras tanto, el reducido crecimiento de la inversión en construcción (del 0,1 % en términos intertrimestrales) fue consecuencia de una mayor inversión en vivienda, que se vio contrarrestada en parte por un descenso de la inversión en otros edificios y construcciones.

La información disponible sugiere que tanto la inversión empresarial como la inversión en construcción continuaron incrementándose en el primer trimestre de 2017. El nivel promedio de la producción industrial de bienes de equipo en enero y febrero, que aumentó un 0,2 % con respecto al del cuarto trimestre de 2016, indica la continuación del crecimiento positivo de la inversión empresarial. Asimismo, la confianza en el sector de bienes de equipo fue más elevada, en promedio, en el primer trimestre que en el trimestre anterior, y la valoración de las carteras de pedidos de dicho sector mejoró tanto en general como en lo que se refiere a los pedidos exteriores, al tiempo que se observó una mejora gradual del entorno exterior. Por lo que respecta a la inversión en construcción, los datos mensuales de producción de la construcción apuntan a un crecimiento positivo en el primer trimestre de 2017. Además, los indicadores de opinión sobre la situación de la demanda y la valoración de la cartera de pedidos del sector, así como la concesión de visados de obra nueva, siguen estando en línea con una dinámica subyacente positiva a corto plazo.

Se espera que la inversión continúe recuperándose a medio plazo. Se prevé que la inversión empresarial se vea respaldada por la demanda interna y externa y por unas condiciones de financiación favorables, en el contexto de la política monetaria acomodaticia. El aumento de los beneficios empresariales también debería favorecer la inversión. Por lo que respecta a la inversión en construcción, factores como el incremento de la renta disponible de los hogares y la mejora de las condiciones de concesión de crédito deberían sostener la demanda en el sector. Los riesgos a la baja para las perspectivas de inversión empresarial están relacionados con las necesidades de desapalancamiento en algunos países.

Los datos mensuales sobre comercio apuntan a un aumento sostenido de las exportaciones de la zona del euro a corto plazo. Las exportaciones totales de la zona del euro crecieron un 1,8 % en el cuarto trimestre, debido principalmente a un

repunte de las exportaciones de bienes, que se sustentó en la mayor debilidad del tipo de cambio efectivo del euro y en la recuperación gradual del comercio internacional. Los resultados mensuales del comercio de bienes correspondientes a enero y febrero sugieren que las exportaciones a países no pertenecientes a la zona del euro continuaron afianzándose en el primer trimestre de 2017. El ritmo de crecimiento de las exportaciones (en tasas de variación intertrimestral) parece haber estado impulsado por la demanda, fundamentalmente de Asia (incluida China), y por las mejoras en Rusia y en Estados Unidos.

Se espera que las exportaciones de la zona del euro repunten a medida que el comercio internacional continúe afianzándose. Los indicadores de opinión señalan mejoras en la demanda exterior, y los nuevos pedidos exteriores han registrado un aumento. Además, en los cuatro primeros meses de 2017, el tipo de cambio efectivo del euro se ha depreciado y podría dar lugar a ganancias de competitividad en los exportadores de la zona del euro. Sin embargo, la eventual aparición de tendencias proteccionistas a escala mundial podría plantear riesgos a la baja para las perspectivas de la demanda exterior y, por lo tanto, de las exportaciones de la zona del euro a más largo plazo.

En conjunto, los indicadores económicos más recientes son compatibles con un crecimiento sostenido del PIB real en el primer y segundo trimestre de 2017, a un ritmo más o menos similar al observado en el cuarto trimestre del año anterior. La producción industrial (excluida la construcción) mostró un ligero descenso en febrero de 2017, tras haber aumentado en la misma proporción el mes anterior. En consecuencia, la producción durante esos dos meses se situó, en promedio, al mismo nivel que en el último trimestre de 2016, en el que la producción se incrementó un 0,9 %, en tasa intertrimestral. Los indicadores de opinión más recientes también están en consonancia con una dinámica de crecimiento continua y positiva en el corto plazo. El índice PMI compuesto de producción se situó, en promedio, en 55,6 en el primer trimestre de 2017, frente a un valor de 53,8 en el cuarto, antes de aumentar hasta 56,7 en abril, desde 56,4 en marzo (véase gráfico 5). Asimismo, el indicador de sentimiento económico (ESI) de la Comisión Europea pasó de 106,9 en el cuarto trimestre a 107,9 en el primer trimestre. Por consiguiente, tanto el ESI como el PMI, que se mantienen por encima de sus respectivas medias a largo plazo, se están acercando a sus máximos de principios de 2011.

De cara al futuro se espera que la expansión económica siga fortaleciéndose y generalizándose. La transmisión de las medidas de política monetaria está favoreciendo la demanda interna y facilitando el proceso actual de desapalancamiento. La recuperación de la inversión continúa beneficiándose de unas condiciones de financiación muy favorables y de las mejoras de la rentabilidad empresarial. Las mejoras del empleo, favorecidas también por anteriores reformas de los mercados de trabajo, respaldan la renta real disponible y el consumo privado. Asimismo, las señales de una recuperación mundial más intensa y de un aumento del comercio global sugieren que la demanda exterior debería contribuir cada vez más a la fortaleza general de la expansión económica en la zona del euro. No obstante, el crecimiento continúa viéndose frenado por el lento ritmo de aplicación

de las reformas estructurales, en particular en los mercados de productos, y por los ajustes aún pendientes en los balances de algunos sectores. Los riesgos para las perspectivas de crecimiento de la zona del euro, si bien tienen una configuración cada vez más equilibrada, siguen apuntando a la baja y están relacionados principalmente con factores de carácter global. Los resultados de la última [encuesta a expertos en previsión económica del BCE](#), realizada a principios de abril, muestran que las previsiones del sector privado sobre el crecimiento del PIB se han revisado al alza para 2017 y 2018 con respecto a la encuesta anterior, llevada a cabo a principios de enero.

4

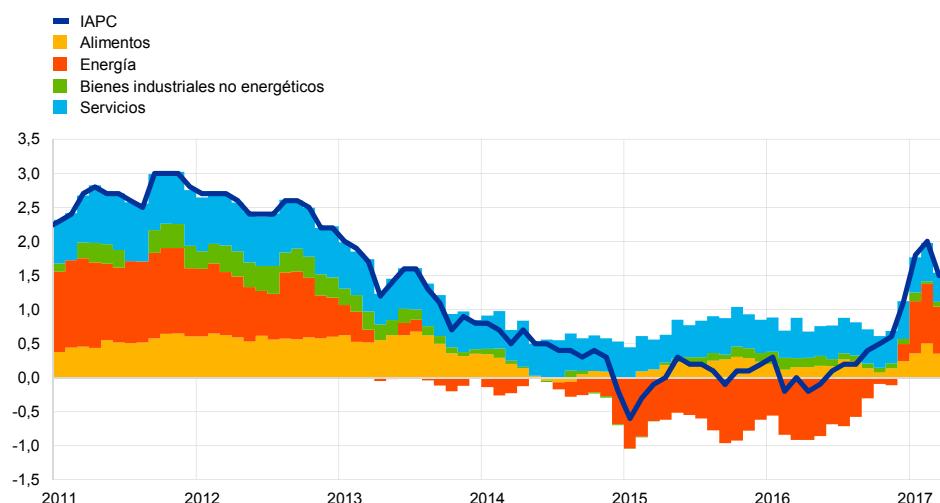
Precios y costes

La inflación general retrocedió en marzo. Tras alcanzar el 2 % en febrero, la inflación general disminuyó hasta situarse en el 1,5 % en marzo (véase gráfico 7). El descenso se debió, en particular, a las menores tasas de variación de los precios de los componentes volátiles —energía y alimentos no elaborados—, pero también a la caída de la inflación medida por el IAPC, excluidos la energía y los alimentos.

Gráfico 7

Contribución de los componentes a la inflación medida por el IAPC general de la zona del euro

(tasas de variación interanual; contribuciones en puntos porcentuales)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Nota: Las últimas observaciones corresponden a marzo de 2017.

Los indicadores de la inflación subyacente han seguido siendo débiles. La tasa de inflación interanual medida por el IAPC, excluidos la energía y los alimentos, se redujo hasta situarse en el 0,7 % en marzo de 2017, frente al 0,9 % registrado en febrero, el nivel más bajo de los últimos dos años. El descenso fue resultado, en gran medida, de la desaceleración observada en los componentes muy volátiles de los servicios (turismo y viajes). Es muy probable que esta evolución haya reflejado, principalmente, efectos que tienen las fechas de las vacaciones de Semana Santa (que este año fue en abril y el año pasado en marzo) sobre los precios, que posiblemente sean de carácter más transitorio. La inflación medida por el IAPC, excluidos la energía y los alimentos, se ha mantenido muy por debajo de su media de largo plazo del 1,4 %. Además, la mayoría de los demás indicadores tampoco señalan un repunte de las presiones inflacionistas subyacentes, lo que puede reflejar, en parte, efectos indirectos retardados a la baja derivados de caídas anteriores de los precios del petróleo, pero también, y más importante, la persistencia de débiles presiones internas de costes.

Se han acumulado algunas presiones latentes en las primeras fases de la cadena de producción y de precios. En las primeras fases de la cadena de precios, la tasa de variación de los precios industriales mundiales (excluido el

petróleo) superior a la media y el fuerte crecimiento de los precios de importación de los bienes intermedios indican una acumulación de presiones inflacionistas latentes. Los bienes intermedios son también el principal determinante de los recientes incrementos registrados en la inflación de los precios industriales en el total de la industria (excluidas la construcción y la energía) de la zona del euro, que aumentó hasta situarse en el 2,1 % en febrero de 2017, frente al 1,5 % de enero. En otras fases de la cadena de precios se aprecian algunas presiones al alza sobre la tasa de variación interanual de los precios de importación de los bienes de consumo no alimenticio, que continuaron con el notable repunte observado desde noviembre de 2016 y aumentaron nuevamente hasta situarse en el 0,6 % en febrero, desde el –0,1 % de enero. Sin embargo, la tasa de variación de los precios de producción internos de los bienes de consumo no alimenticio se mantuvo prácticamente constante en un nivel bajo y en febrero se situó en el 0,2 %, por lo que todavía no ha contribuido a la inflación de los precios de los bienes industriales no energéticos (véase también el recuadro 4, titulado «¿Qué nos puede decir la reciente evolución de los precios industriales sobre las presiones latentes?»).

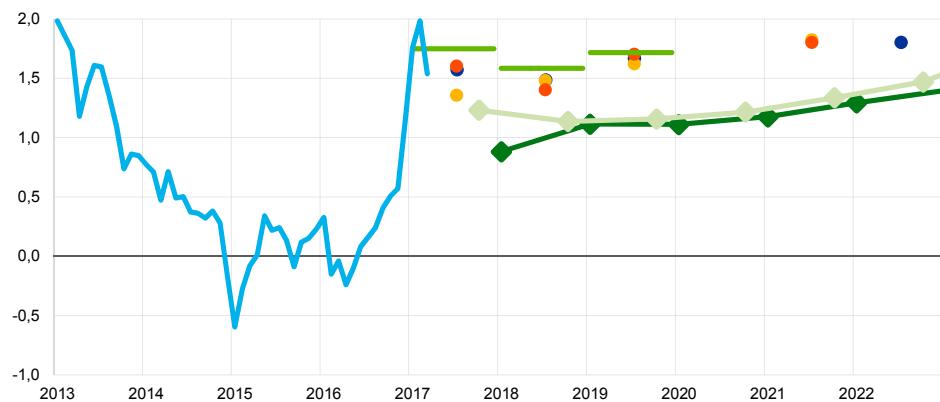
El crecimiento de los salarios de la zona del euro ha repuntado ligeramente, pero sigue siendo reducido. El crecimiento interanual de la remuneración por asalariado aumentó hasta situarse en el 1,5 % en el cuarto trimestre de 2016, frente al 1,3 % del tercer trimestre, pero permanece aún muy por debajo de su media de largo plazo (desde 1999), del 2,1 %. Entre los factores que pueden haber estado lastrando el avance de los salarios se incluyen el grado de holgura del mercado de trabajo, que aún es significativo, el débil crecimiento de la productividad y la continuación de los efectos de las reformas laborales emprendidas en algunos países durante la crisis. Asimismo, es posible que el entorno de baja inflación de los últimos años todavía esté contribuyendo a un menor crecimiento salarial debido a los mecanismos formales e informales de indicación a la inflación pasada.

Gráfico 8

Indicadores de opinión y de mercado de las expectativas de inflación

(tasas de variación interanual)

- EPE (II TR 2017)
- EPE (I TR 2017)
- Previsiones de *Consensus Economics* (abril de 2017)
- Proyecciones macroeconómicas de los expertos del BCE (marzo de 2017)
- ◆ Indicadores de mercado de las expectativas de inflación (abril de 2017)
- ◆ Indicadores de mercado de las expectativas de inflación (enero de 2017)
- IAPC



Fuentes: Thomson Reuters y cálculos del BCE.

Nota: Los indicadores de mercado de las expectativas de inflación se obtienen de los swaps cupón cero de inflación medida por el IAPCx (IAPC de la zona del euro excluido el tabaco).

Los indicadores de mercado de las expectativas de inflación a largo plazo han registrado un ligero descenso, mientras que los indicadores de opinión se han mantenido estables. Desde principios de marzo, los indicadores de mercado de las expectativas de inflación han disminuido en todos los horizontes (véase gráfico 8). La tasa de inflación a cinco años dentro de cinco años se redujo hasta situarse aproximadamente en el 1,6 %, en torno a 10 puntos básicos por debajo del nivel observado a principios de marzo de 2017. En cambio, según la encuesta del BCE a expertos en previsión económica (EPE) de abril de 2017, los indicadores de opinión de las expectativas de inflación a largo plazo para la zona del euro permanecieron estables en el 1,8 %.

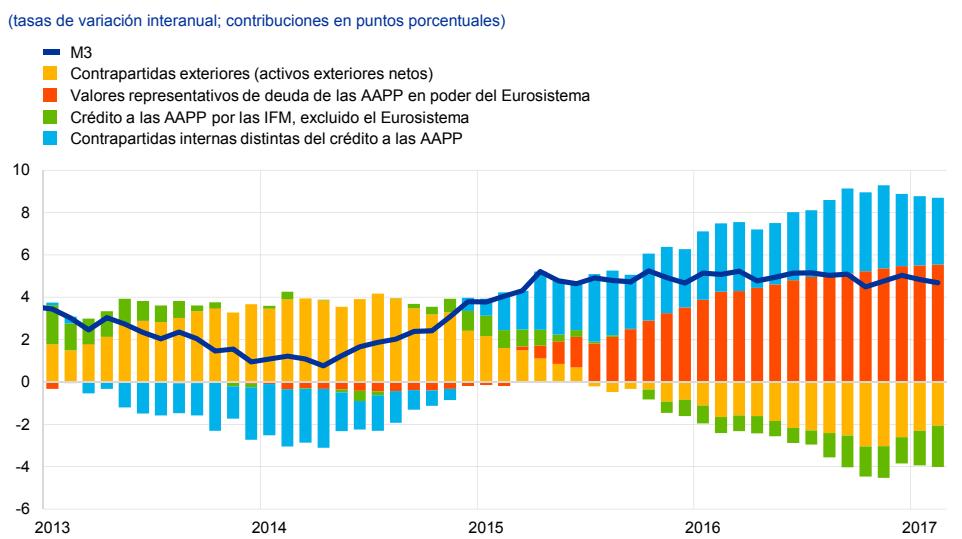
Los precios de los inmuebles residenciales de la zona del euro volvieron a aumentar. Según el índice de precios de inmuebles residenciales del BCE, los precios de la vivienda de la zona del euro se incrementaron en un 3,8 %, en términos interanuales, en el cuarto trimestre de 2016, frente al 3,4 % registrado en el tercer trimestre, lo que apunta al fortalecimiento y la generalización del ciclo de precios de la vivienda.

5

Dinero y crédito

El crecimiento del agregado monetario amplio continuó siendo sólido. La tasa de crecimiento interanual de M3 permaneció prácticamente estable en febrero de 2017 (4,7 %, frente al 4,8 % de enero), y lleva fluctuando en torno al 5 % desde mediados de 2015 (véase gráfico 9). Los bajos costes de oportunidad de mantener depósitos líquidos en un entorno de tipos de interés muy reducidos y el impacto de las medidas de política monetaria del BCE continuaron respaldando el crecimiento de M3. El crecimiento interanual de M1 fue de nuevo el que más contribuyó al avance del agregado monetario amplio, y su tasa de crecimiento se mantuvo estable en febrero (8,4 %).

Gráfico 9
M3 y sus contrapartidas



Fuente: BCE.

Notas: «Contrapartidas internas distintas del crédito a las AAPP» incluye los pasivos financieros a más largo plazo (incluidos capital y reservas) de las IFM, el crédito al sector privado por parte de las IFM y otras contrapartidas. La última observación corresponde a febrero de 2017.

Las fuentes internas de creación de dinero fueron de nuevo el factor impulsor del crecimiento del agregado monetario amplio. Las compras de valores representativos de deuda en el contexto del programa de compras de valores públicos (PSPP, en sus siglas en inglés) continuaron teniendo un considerable impacto positivo en el crecimiento de M3 (véanse las barras naranjas del gráfico 9). En cambio, la contribución del crédito a las AAPP concedido por las instituciones financieras monetarias (IFM), excluido el Eurosistema, se mantuvo negativa (véanse las barras verdes del gráfico 9).

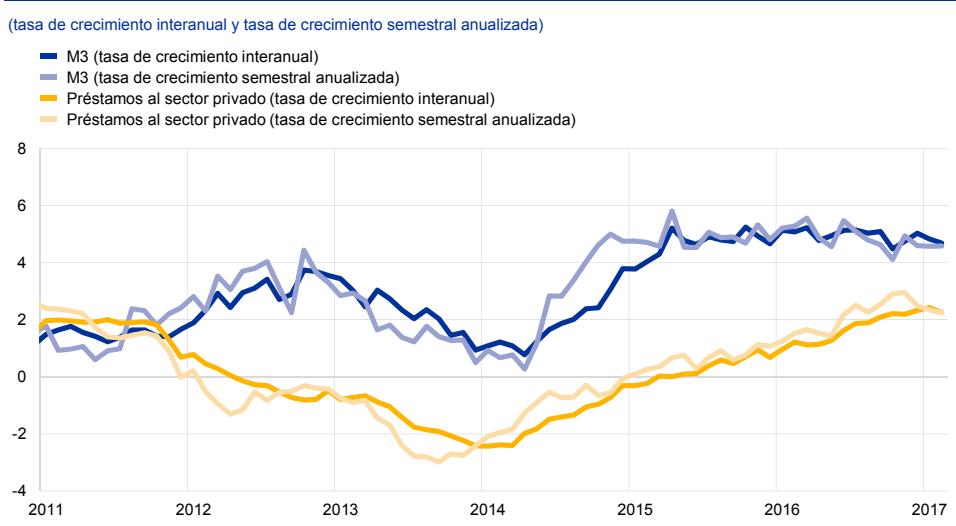
Las contrapartidas internas distintas del crédito a las Administraciones Públicas tuvieron también un impacto positivo en el crecimiento de M3 (véanse las barras azules del gráfico 9). Por un lado, esto refleja la recuperación gradual del crecimiento del crédito al sector privado. Por otro, la tasa de variación interanual significativamente negativa de los pasivos financieros a más largo plazo (excluidos capital y reservas) de las IFM siguió sustentando el crecimiento de M3. Esta evolución se debe, en parte, al perfil plano de la curva de rendimientos, que está

asociado a las medidas de política monetaria del BCE y que ha hecho que a los inversores les resulte menos atractivo mantener depósitos a largo plazo y bonos bancarios. La disponibilidad de las operaciones de financiación a plazo más largo con objetivo específico (TLTRO) como alternativa a la financiación bancaria a más largo plazo en los mercados también influyó.

La posición acreedora neta frente al exterior del sector de IFM continuó ejerciendo presiones a la baja sobre el crecimiento interanual de M3 (véanse las barras amarillas del gráfico 9). Esta evolución refleja las salidas continuadas de capital de la zona del euro. Las ventas de deuda pública de la zona del euro por parte de no residentes en el marco del PSPP están contribuyendo notablemente a esta tendencia.

El crecimiento del crédito continúa recuperándose. La tasa de crecimiento interanual de los préstamos concedidos por las IFM al sector privado [ajustados de titulizaciones, otras transferencias y centralización nocial de tesorería (*notional cash pooling*)] permaneció prácticamente estable en febrero (véase gráfico 10). En los distintos sectores, el crecimiento interanual de los préstamos a las sociedades no financieras se redujo ligeramente, mientras que el de los préstamos a hogares se mantuvo estable. La significativa disminución de los tipos de interés del crédito bancario observada en toda la zona del euro desde el verano de 2014 (debido principalmente a las medidas de política monetaria no convencionales del BCE) y las mejoras generales de la oferta y de la demanda de préstamos bancarios han sustentado la recuperación del crecimiento del crédito. Asimismo, las entidades de crédito han avanzado en el saneamiento de sus balances, aunque el nivel de préstamos dudosos (NPL, en sus siglas en inglés) sigue siendo elevado en algunos países y puede limitar la concesión de crédito.

Gráfico 10
M3 y préstamos al sector privado



Fuente: BCE.

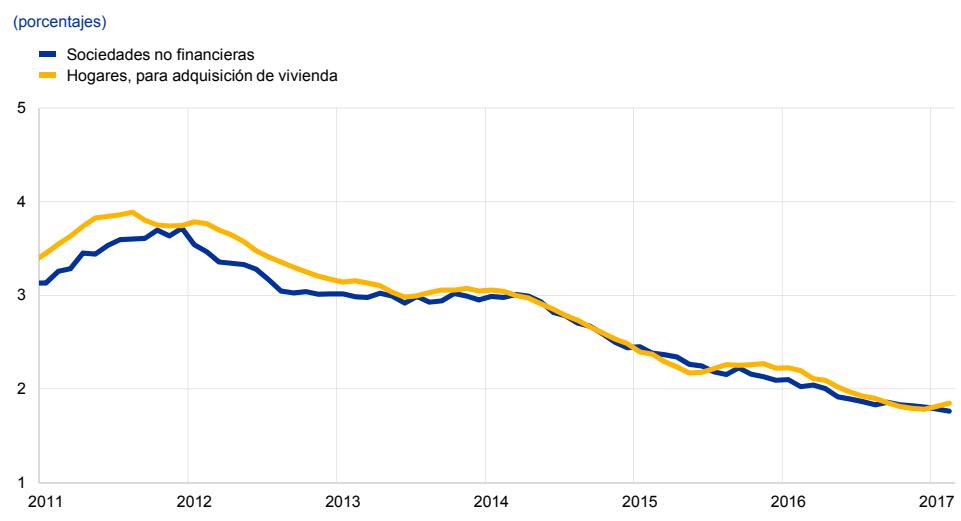
Notas: Préstamos ajustados de titulizaciones, otras transferencias y centralización nocial de tesorería. La última observación corresponde a febrero de 2017.

La encuesta sobre préstamos bancarios en la zona del euro de abril de 2017 sugiere que el crecimiento de los préstamos continuó estando respaldado por la mejora de las condiciones de concesión del crédito y por el incremento de la demanda en todas las categorías de préstamo. En el primer trimestre de 2017, los criterios de aprobación de los préstamos concedidos a empresas y a hogares para adquisición de vivienda se relajaron ligeramente. El programa ampliado de compra de activos (APP) del BCE ha relajado las condiciones aplicadas a todas las categorías de préstamo. El efecto de relajación neta se plasmó en mayor medida en las condiciones aplicadas a los préstamos que en los criterios de aprobación. Las entidades de crédito de la zona del euro indicaron que este programa ha contribuido a la mejora de su nivel de liquidez y de sus condiciones de financiación en los mercados, así como que habían utilizado la liquidez procedente del APP principalmente para conceder préstamos. Asimismo, señalaron que el tipo de interés negativo de la facilidad de depósito del BCE había tenido un impacto positivo en los volúmenes de crédito, aunque había lastrado los ingresos netos por intereses de las entidades, y que la demanda neta de préstamos por parte de los hogares y las sociedades no financieras había aumentado. Este incremento estuvo determinado por diversos factores, en particular, el bajo nivel general de los tipos de interés, las fusiones y adquisiciones, y las perspectivas favorables del mercado de la vivienda.

La disminución de los tipos de interés de los préstamos bancarios, que se inició a principios de 2014, se stabilizó a comienzos de 2017 (véase gráfico 11). Entre mayo de 2014 y febrero de 2017, los tipos de interés sintéticos de los préstamos concedidos a las sociedades no financieras y a los hogares de la zona del euro cayeron 117 y 106 puntos básicos, respectivamente. Estos tipos sintéticos han disminuido sustancialmente más que los tipos de interés de referencia del mercado desde que el BCE anunció medidas de expansión crediticia en junio de 2014. El descenso de los tipos de interés de los préstamos bancarios otorgados a las sociedades no financieras fue especialmente pronunciado en los países vulnerables, contribuyendo así a reducir las asimetrías observadas anteriormente en la transmisión de la política monetaria en los distintos países. En ese mismo período, el diferencial de tipos de interés entre los créditos de hasta 250.000 euros y los créditos de más de un millón de euros en la zona del euro se estrechó de forma considerable. En general, esto indica que las pequeñas y medianas empresas se han beneficiado en mayor medida que las grandes empresas de la caída de los tipos de interés de los préstamos.

Gráfico 11

Tipos de interés sintéticos de los préstamos bancarios concedidos a las sociedades no financieras y a los hogares



Fuente: BCE.

Notas: Los tipos de interés sintéticos de los préstamos bancarios se calculan agregando los tipos a corto y a largo plazo, utilizando una media móvil de 24 meses del volumen de nuevas operaciones. La última observación corresponde a febrero de 2017.

La emisión neta de valores representativos de deuda por parte de las sociedades no financieras continuó siendo elevada en el primer trimestre de 2017. Los datos del BCE más recientes muestran que la emisión neta de este tipo de valores por parte de las sociedades no financieras de la zona del euro aumentó de nuevo en enero y febrero de 2017, después de disminuir en diciembre de 2016, principalmente como consecuencia de factores estacionales. La emisión siguió estando respaldada, entre otros factores, por las compras de bonos corporativos no bancarios con calificación de grado de inversión por parte del BCE. Los datos preliminares sugieren que la actividad emisora se mantuvo sólida en marzo. La emisión neta de acciones cotizadas por parte de las sociedades no financieras fue moderada en los primeros meses de 2017.

Se estima que los costes de la financiación de las sociedades no financieras de la zona del euro siguieron siendo favorables en los primeros meses de 2017. Según las estimaciones, el coste nominal total de la financiación externa de las sociedades no financieras apenas varió en el primer trimestre de 2017 con respecto a diciembre de 2016. El nivel observado en marzo fue solo ligeramente superior al mínimo histórico registrado el verano pasado. No obstante, el coste de financiación mediante acciones sigue siendo alto en comparación con el coste de financiación mediante valores de renta fija, reflejando una prima de riesgo de las acciones relativamente elevada. En cambio, el coste de la financiación mediante valores de renta fija ha seguido disminuyendo en los últimos meses, alcanzando un nuevo mínimo histórico.

Recuadros

1

El programa de compra de activos del BCE y los saldos TARGET: implementación de la política monetaria y otros aspectos

En este recuadro se analiza el incremento de los saldos TARGET desde la puesta en marcha del programa de compra de activos (APP, en sus siglas en inglés) y se explica por qué la dinámica actual difiere de la observada durante períodos anteriores de crecimiento de los saldos². Los saldos

TARGET son activos y pasivos de los bancos centrales nacionales (BCN) de la zona del euro frente al BCE que resultan de los pagos transfronterizos liquidados en dinero de banco central³. Los flujos netos de entrada de pagos en un país aumentan los activos (o reducen los pasivos) de sus BCN en TARGET, mientras que los flujos netos de salida producen el efecto contrario. El saldo TARGET total, que es la suma de todos los saldos positivos, solo se ve afectado cuando el dinero de banco central fluye entre países con saldos positivos y negativos⁴. Los flujos transfronterizos de dinero de banco central, como se reflejan en las variaciones de los saldos TARGET, se registran en la balanza de pagos de los países de la zona del euro⁵. Según la contabilidad de balanza de pagos, estos flujos deben tener su reflejo en otros componentes de dicha balanza, como la cuenta corriente o los flujos de inversión de cartera.

Los abultados saldos TARGET pueden ser consecuencia de la inyección de importantes volúmenes de exceso de liquidez por el sistema bancario central descentralizado de la zona del euro. Los saldos TARGET aparecen cuando las reservas del banco central de una jurisdicción fluyen hacia otra. Durante la crisis de la deuda soberana, se observó un incremento del exceso de liquidez impulsado por la demanda cuando las entidades sustituyeron la financiación de mercado, que se había agotado, por la financiación del Eurosistema. Aunque la provisión inicial de

² «TARGET» significa «sistema automatizado transeuropeo de transferencia urgente para la liquidación bruta en tiempo real». En mayo de 2008, TARGET2 sustituyó totalmente a TARGET como sistema para la liquidación bruta en tiempo real que gestiona y es propiedad del Eurosistema. A fin de facilitar la lectura, se utiliza el término «saldos TARGET» para describir los saldos acumulados en TARGET y TARGET2.

³ Además, el BCE y los BCN de cinco Estados miembros no pertenecientes a la zona del euro que participan en TARGET2 (Bulgaria, Croacia, Dinamarca, Polonia y Rumanía) también tienen saldos TARGET.

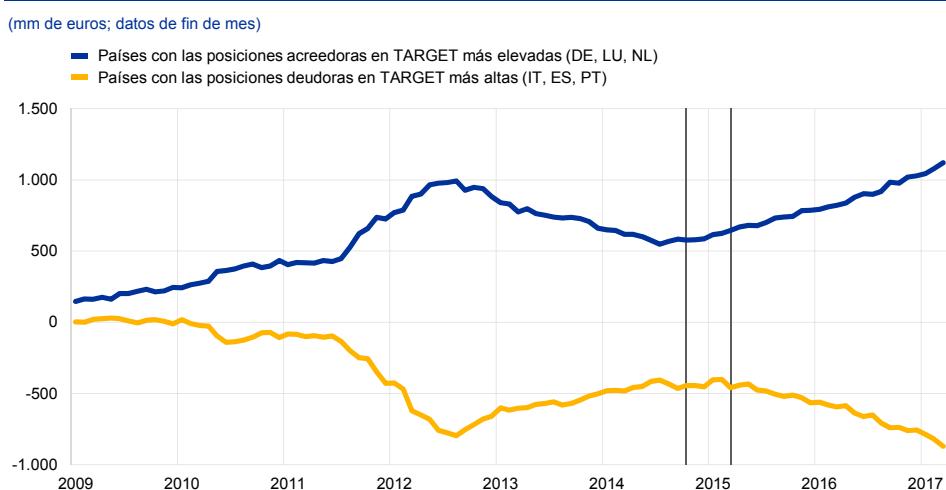
⁴ El saldo TARGET total aumenta si el dinero de banco central, en términos netos, fluye de un país con una posición deudora a un país con una posición acreedora, y disminuye si el dinero fluye en sentido contrario. Sin embargo, los flujos entre dos países con posiciones acreedoras (o dos países con posiciones deudoras) cambian la composición, pero no el tamaño, del saldo TARGET total.

⁵ Si un país de la zona del euro envía al extranjero, a través de TARGET, más fondos de los que recibe, esta diferencia quedará compensada por una posición deudora equivalente del BCN del país frente al BCE en la rubrica de la cuenta financiera de la balanza de pagos denominada «otra inversión del banco central nacional».

liquidez a través de las operaciones de financiación no afectó a TARGET⁶, los saldos TARGET se elevaron a medida que esta liquidez fluyó posteriormente desde los países vulnerables a los menos vulnerables en el contexto de las graves tensiones observadas en los mercados⁷. Sin embargo, desde que se puso en marcha el APP ampliado, el nuevo aumento del exceso de liquidez se ha debido, principalmente, a *la oferta*, como consecuencia de las compras netas realizadas por los BCN y el BCE, más que al recurso a las operaciones de financiación relacionado con las tensiones en los mercados⁸. El APP —y, en particular, el programa de compras de valores públicos (PSPP, en sus siglas en inglés)— da lugar a un incremento de los saldos TARGET (véase gráfico A), al generar considerables flujos de liquidez transfronterizos. Estos flujos se producen i) durante la aplicación del APP y ii) mediante una nueva reestructuración de carteras.

Gráfico A

Suma de los saldos TARGET de los tres BCN con las posiciones acreedoras más elevadas y de los tres BCN con las posiciones deudoras más altas



Fuente: BCE.

Notas: Los tres países con las posiciones acreedoras en TARGET más elevadas a fin de marzo de 2017 eran Alemania, Luxemburgo y Países Bajos, mientras que los tres países con las posiciones deudoras en TARGET más altas eran España, Italia y Portugal (si bien los pasivos del BCE son realmente mayores que los de Portugal). Las líneas verticales de color negro marcan el inicio de las compras en el marco del APP y del PSPP en octubre de 2014 y marzo de 2015, respectivamente. Los últimos datos corresponden a marzo de 2017.

⁶ Las instituciones financieras monetarias (IFM) solo pueden participar en las operaciones de financiación a través de sus BCN. La liquidez se adjudica a la IFM participante mediante un abono en la cuenta corriente que tiene abierta en el BCN. La ejecución de las operaciones de financiación no conlleva pagos transfronterizos y, por tanto, no afecta a TARGET.

⁷ Con el procedimiento de subasta a tipo fijo con adjudicación plena, la demanda de financiación del Eurosystema se satisfizo íntegramente, sujeta a la disponibilidad de activos de garantía, lo que permitió un crecimiento significativo del exceso de liquidez. Para un análisis más detallado, véase el artículo titulado «Saldos en TARGET y operaciones de política monetaria», *Boletín Mensual*, BCE, mayo de 2013.

⁸ Alrededor del 85 % del aumento de la liquidez proporcionada en las operaciones de mercado abierto entre finales de febrero de 2015 (es decir, antes de la puesta en marcha del PSPP) y el 31 de marzo de 2017 se debió al APP. El mayor recurso a las operaciones de financiación del Eurosystema en el mismo período refleja la participación en las operaciones de financiación a plazo más largo con objetivo específico (TLTRO). La participación en las TLTRO no ha de interpretarse como señal de que se recurrió a la financiación del Eurosystema como consecuencia de tensiones en los mercados, ya que un motivo fundamental de la participación fue el tipo de interés tan atractivo de estas operaciones (véase, por ejemplo, la encuesta sobre préstamos bancarios correspondiente a enero de 2017).

La estructura financiera de la zona del euro contribuye al aumento actual de los saldos TARGET porque los pagos transfronterizos son una característica intrínseca de la aplicación descentralizada del APP en un mercado integrado.

La aplicación del APP es distinta de la de las operaciones de financiación porque puede dar lugar a pagos transfronterizos inmediatos, ya que las compras no se ven limitadas por las fronteras nacionales. De hecho, en términos de volumen, en alrededor del 80 % de las compras realizadas en el marco del APP han participado entidades de contrapartida no locales, mientras que en aproximadamente el 50 % han intervenido entidades de contrapartida residentes fuera de la zona del euro, muchas de los cuales se concentran en el Reino Unido⁹. Estas últimas han accedido tradicionalmente a TARGET2 a través de los principales centros financieros de la zona del euro, especialmente Alemania y, en menor medida, Países Bajos¹⁰. Los principales centros financieros de la zona del euro se han ubicado siempre en países que, durante la crisis de la deuda soberana, se consideraron menos vulnerables¹¹. La liquidación de las operaciones llevadas a cabo en el marco del APP está, por tanto, asociada a los flujos transfronterizos estructurales hacia esos países¹².

El aumento del saldo TARGET total ha seguido una senda ascendente implícita en los pagos transfronterizos derivados de las operaciones realizadas en el marco del APP, lo que sugiere que otros flujos financieros no incrementaron adicionalmente dicho saldo tras la puesta en marcha del APP. El gráfico B muestra que el saldo TARGET total ha evolucionado del mismo modo que un saldo simulado que ilustra cómo habría evolucionado este saldo si los únicos pagos transfronterizos realizados en el sistema hubieran sido los derivados de la aplicación del APP¹³. El saldo efectivo se encuentra actualmente por debajo del saldo simulado, lo que indica que los flujos de liquidez transfronterizos posteriores no están produciendo aumentos adicionales del saldo TARGET total, y sugiere, por el contrario, que se observan determinados flujos netos de liquidez de países con posiciones acreedoras en TARGET de vuelta hacia países con posiciones deudoras.

⁹ En este contexto, «no local» se refiere a una entidad de contrapartida situada en un país diferente al del BCN comprador, e incluye entidades de contrapartida ubicadas en otros países de la zona del euro. Las entidades de contrapartida no tienen que ser necesariamente el propietario legal del valor, sino que pueden actuar de intermediarios, manteniendo valores y gestionando operaciones en nombre de los propietarios.

¹⁰ Las entidades de crédito de fuera de la zona del euro pueden elegir la ubicación que prefieran para participar en TARGET2. Las entidades radicadas en el Espacio Económico Europeo (EEE) que pueden participar directamente en TARGET2 pueden elegir el BCN en el que desean abrir una cuenta TARGET2, mientras que otras entidades ubicadas fuera de la zona optan por utilizar bancos correspondientes, con los que han mantenido habitualmente relaciones históricas, para acceder a TARGET2. Las ubicaciones desde las que participan las entidades se han mantenido prácticamente sin cambios desde que TARGET2 entró en funcionamiento en 2007/2008.

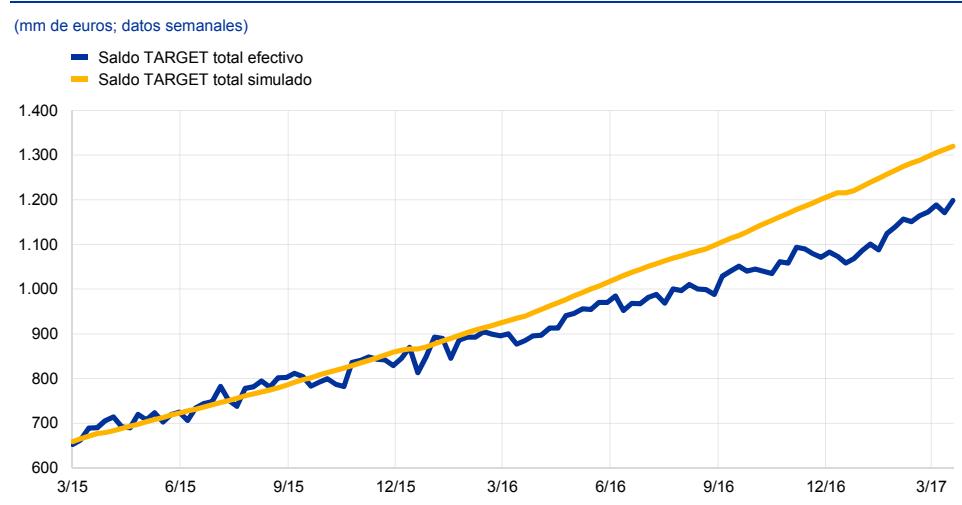
¹¹ La evidencia procedente del sistema de pagos TARGET original indica que Alemania y el Reino Unido fueron los principales centros financieros mucho antes de que se iniciara la crisis financiera mundial (véase I. Cabral, F. Dierick y J. Vesala, «Banking integration in the euro area», *Occasional Paper Series*, n.º 6, BCE, 2002). Esto sigue siendo así, pero el Reino Unido no es participante directo en TARGET2; Alemania es la ubicación principal a través de la cual los bancos radicados en el Reino Unido acceden a TARGET2, lo que refuerza el papel de Alemania como un importante centro financiero.

¹² Para más detalles sobre la manera en la que la aplicación del APP afecta a los saldos TARGET, véase el recuadro titulado «Saldos TARGET y el programa de compra de activos», *Boletín Económico*, número 7, BCE, 2016.

¹³ La simulación se basa en datos de operaciones y recoge los pagos desde los bancos centrales compradores a la cuenta TARGET utilizada por las entidades de contrapartida vendedoras.

Gráfico B

Saldo TARGET total desde la puesta en marcha del PSPP y saldo simulado



Fuentes: BCE, TARGET2 y cálculos del BCE.

Notas: El saldo TARGET simulado se calcula utilizando datos de las operaciones realizadas en el marco del APP, así como información sobre la ubicación de las cuentas TARGET de las entidades de contrapartida del APP (el saldo del BCE se trata por separado de los saldos de los países no pertenecientes a la zona del euro). El saldo simulado muestra cómo habría evolucionado el saldo TARGET total desde marzo de 2015 si los únicos pagos transfronterizos en el sistema hubieran sido los flujos de liquidez desde los bancos centrales a las cuentas TARGET de las entidades de contrapartida resultantes de las compras realizadas en el marco del APP. Los últimos datos corresponden a marzo de 2017.

Los pagos relacionados con la reestructuración de carteras subsiguiente también se ven afectados por la estructura financiera y mantienen elevados los saldos TARGET. Desde la puesta en marcha del APP: se ha observado en el conjunto de la zona del euro una reestructuración generalizada hacia valores de renta fija de fuera de la zona, que se ha debido en gran medida a la persistencia de diferenciales de tipos de interés negativos entre los bonos de la zona del euro y los emitidos en otras economías avanzadas¹⁴. Las compras netas de valores de renta fija de deuda de fuera de la zona del euro por residentes en la zona durante este período han consistido casi exclusivamente en valores emitidos en otras economías avanzadas, en especial, en Estados Unidos. Dicha reestructuración internacional de carteras suele realizarse mediante agentes radicados en los principales centros financieros de la zona del euro, lo que contribuye a la acumulación de reservas en lugares determinados y a la persistencia de los saldos TARGET¹⁵. Este mecanismo es evidente en los activos exteriores netos de las IFM de un país, que reflejan las transacciones del sector no bancario con el resto del mundo (véase gráfico C) y la manera en que se canalizan los flujos de pagos asociados (véase gráfico D)¹⁶. Una desagregación de los activos exteriores netos de las IFM de los países con las posiciones deudoras en TARGET más elevadas muestra que los flujos de pagos

¹⁴ Véase el recuadro titulado «Análisis de los flujos netos de inversiones de cartera de la zona del euro», *Boletín Económico*, número 2, BCE, 2017.

¹⁵ Por lo que se refiere a la inversión en participaciones de capital y fondos de inversión, los datos por países correspondientes a las economías más grandes de la zona del euro apuntan a importantes flujos transfronterizos dentro de la zona del euro hacia fondos de inversión situados en los principales centros financieros de la zona, sobre todo en Luxemburgo.

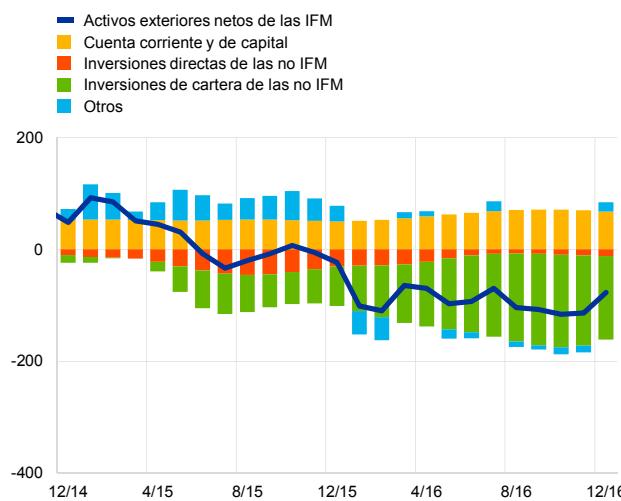
¹⁶ Para más información sobre la presentación monetaria de la balanza de pagos, véase L. Bé Duc, F. Mayerlen y P. Sola, «The monetary presentation of the euro area balance of payments», *Occasional Paper Series*, n.º 96, BCE, septiembre de 2008.

asociados con la reestructuración internacional de carteras se canalizan principalmente a través de TARGET¹⁷.

Gráfico C

Presentación monetaria de la balanza de pagos de los países con las posiciones deudoras en TARGET más elevadas

(mm de euros; flujos interanuales)



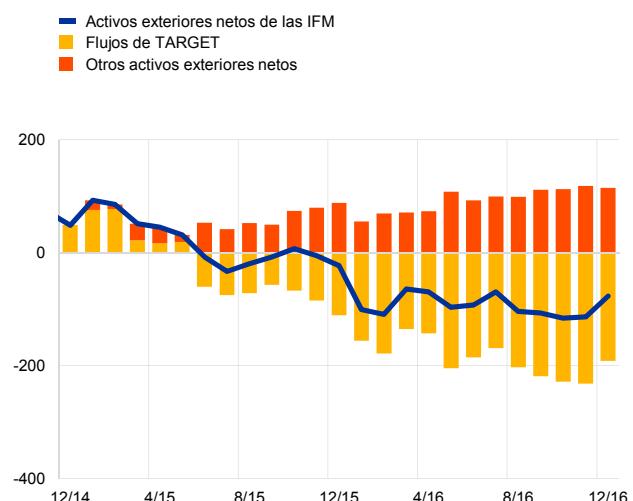
Fuente: Cálculos del BCE.

Notas: Agregado de los tres países con las posiciones deudoras en TARGET más elevadas: Italia, España y Portugal. Los activos exteriores netos de las IFM a nivel de país constan de las posiciones de las IFM frente a los no residentes en la zona del euro y las posiciones frente a los residentes en otros países de la zona (estas últimas incluyen las posiciones entre BCN, que reflejan principalmente los saldos TARGET). Los flujos de TARGET reflejan la diferencia interanual en la posición deudora de un país en TARGET. Los datos sectoriales de la balanza de pagos se interpolan a partir de datos trimestrales. Los últimos datos corresponden a diciembre de 2016.

Gráfico D

Activos exteriores netos de las IFM en los países con las posiciones deudoras en TARGET más elevadas

(mm de euros; flujos interanuales)



Fuente: Cálculos del BCE.

Notas: Agregado de los tres países con las posiciones deudoras en TARGET más elevadas: Italia, España y Portugal. Los activos exteriores netos de las IFM a nivel de país constan de las posiciones de las IFM frente a los no residentes en la zona del euro y las posiciones frente a los residentes en otros países de la zona (estas últimas incluyen las posiciones entre BCN, que reflejan principalmente los saldos TARGET). Los flujos de TARGET reflejan la diferencia interanual en la posición deudora de un país en TARGET. Los datos sectoriales de la balanza de pagos se interpolan a partir de datos trimestrales. Los últimos datos corresponden a diciembre de 2016.

Desde la puesta en marcha del PSPP, la evolución de la balanza de pagos de los países de la zona del euro con las posiciones acreedoras en TARGET más elevadas y con las posiciones deudoras en TARGET más altas ha sido marcadamente distinta de la evolución observada durante la crisis de la deuda soberana y ha seguido patrones similares en ambos grupos. En el período comprendido entre mediados de 2011 y mediados de 2012, los países con posiciones deudoras en TARGET experimentaron un frenazo en las entradas exteriores hacia las IFM y los mercados de renta fija [véase gráfico Ea)]. Al mismo tiempo, los residentes en esos países redujeron sus tenencias de valores extranjeros para repatriar liquidez, mientras que las IFM trasvasaron sus fondos hacia depósitos exteriores. Además, los países con posiciones deudoras en TARGET registraron un déficit agregado en cuenta corriente. Del mismo modo, los países con posiciones acreedoras en TARGET recibieron entradas exteriores en las IFM y en valores, mientras que arrojaron un superávit en cuenta corriente. Desde la

¹⁷ La evidencia indica que esto ocurre independientemente de si el receptor del pago es o no residente en la zona del euro. Según las estadísticas sobre carteras de valores por sectores (SHS, en sus siglas en inglés), en el período del APP, casi la mitad del aumento de las compras netas de valores de renta fija extranjeros por residentes en los tres países con las posiciones deudoras en TARGET actualmente más elevadas (es decir, España, Italia y Portugal) se produjo frente a no residentes en la zona.

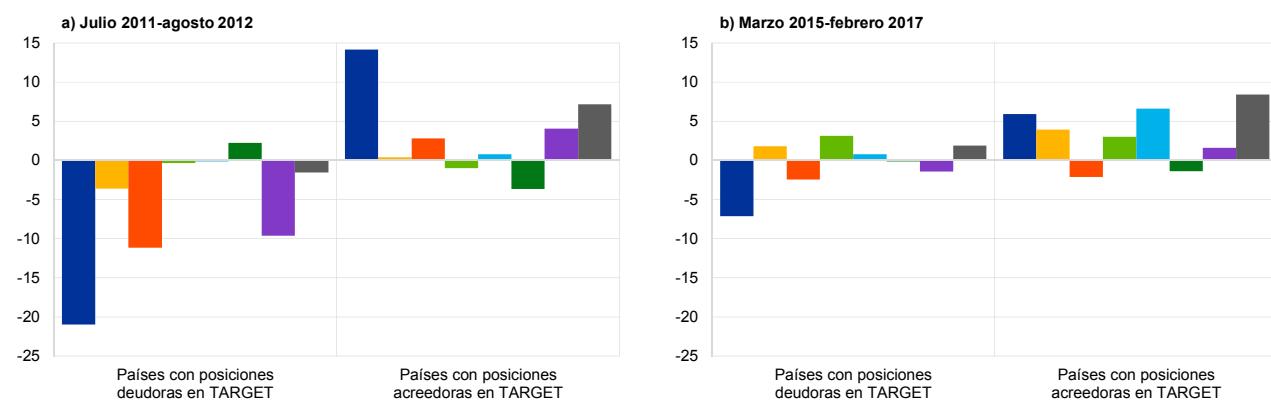
puesta en marcha del PSPP, los inversores extranjeros han reducido su exposición a los valores de renta fija de los países con posiciones deudoras en TARGET, aunque mucho menos que durante la crisis de la deuda soberana, al igual que en los países con posiciones acreedoras en TARGET [véase gráfico Eb)]. Además, los residentes en ambos grupos de países han reajustado sus carteras hacia participaciones de capital, fondos de inversión y títulos de deuda extranjeros, al tiempo que se han registrado flujos de entradas en participaciones de capital y fondos de inversión de sus países¹⁸. Como consecuencia del proceso de ajuste externo observado en los últimos años en los países con posiciones deudoras en TARGET, la cuenta corriente ha arrojado un superávit desde la puesta en marcha del PSPP, al igual que ha seguido ocurriendo en los países con posiciones acreedoras en TARGET.

Gráfico E

Variaciones de los saldos TARGET y evolución de algunos elementos de la balanza de pagos

(en porcentaje del PIB, flujos mensuales acumulados)

- Variación del saldo TARGET
- Activos de cartera en títulos de deuda
- Pasivos de cartera en título de deuda
- Activos de cartera en participaciones de capital y fondos de inversión
- Pasivos de cartera en participaciones de capital y fondos de inversión
- Activos de las IFM (préstamos y depósitos)
- Pasivos de las IFM (préstamos y depósitos)
- Cuenta corriente



Fuentes: BCE y cálculos del BCE.

Notas: Los países con posiciones acreedoras en TARGET incluyen Alemania, Luxemburgo y Países Bajos. Los países con posiciones deudoras en TARGET se refieren a Italia, España y Portugal. En el caso de los activos, un valor positivo (negativo) indica compras (ventas) netas de activos exteriores por los residentes en dichos países. En el caso de los pasivos, un valor positivo (negativo) indica compras (ventas) netas de activos de estos países por no residentes. El PIB se expresa en su frecuencia mensual.

En resumen, los factores subyacentes que determinan el incremento actual de los saldos TARGET tienen un carácter intrínsecamente diferente al de períodos anteriores de crecimiento de los saldos. El aumento de los saldos TARGET en el período comprendido entre mediados de 2011 y mediados de 2012 tuvo su origen en una sustitución de la financiación de las entidades de crédito por parte del sector privado por la financiación del banco central en un período de tensiones en la financiación bancaria, que se pone de manifiesto, asimismo, en una

¹⁸ Los flujos bancarios transfronterizos han sido relativamente moderados desde el inicio del APP, y las IFM de ambos grupos de países han reducido ligeramente sus activos exteriores en forma de préstamos y depósitos. En los países con posiciones deudoras en TARGET, las IFM registraron una reducción de los pasivos bancarios transfronterizos, mientras que estos aumentaron en cierta medida en los países con posiciones acreedoras.

serie de estadísticas bancarias, de mercados financieros y de balanza de pagos¹⁹. Por el contrario, el incremento actual de los saldos TARGET se debe, principalmente, a la interacción entre la aplicación descentralizada del APP y la estructura financiera de la zona del euro.

¹⁹ Véase el recuadro titulado «What is driving the renewed increase in TARGET2 balances?», *Quarterly Review*, BPI, marzo de 2017.

2

Evolución reciente del desempleo juvenil

En 2013, la tasa de paro juvenil en la zona del euro alcanzó un máximo superior al 24 % en el grupo de edad de entre 15 y 24 años. Desde entonces, esta tasa se ha reducido con mayor rapidez que la tasa de paro total y en 2016 se mantuvo en torno al 21 %, cerca de 6 puntos porcentuales por encima de la registrada en 2007. En este contexto, en este recuadro se describen algunas de las características fundamentales recientes del desempleo juvenil en los distintos países de la zona del euro.

Es necesario realizar un estrecho seguimiento de la evolución del desempleo juvenil en vista de los posibles efectos de largo plazo derivados del paro, especialmente al inicio de la carrera profesional²⁰. Largas períodos de desempleo en la juventud pueden llevar a un mayor riesgo de paro en el futuro, a pérdidas de capital humano y a ingresos más bajos. Habitualmente, las tasas de desempleo juvenil son más elevadas que las de paro total, aunque las importantes diferencias observadas de unos países a otros apuntan a posibles problemas en el funcionamiento del mercado de trabajo en algunos de ellos.

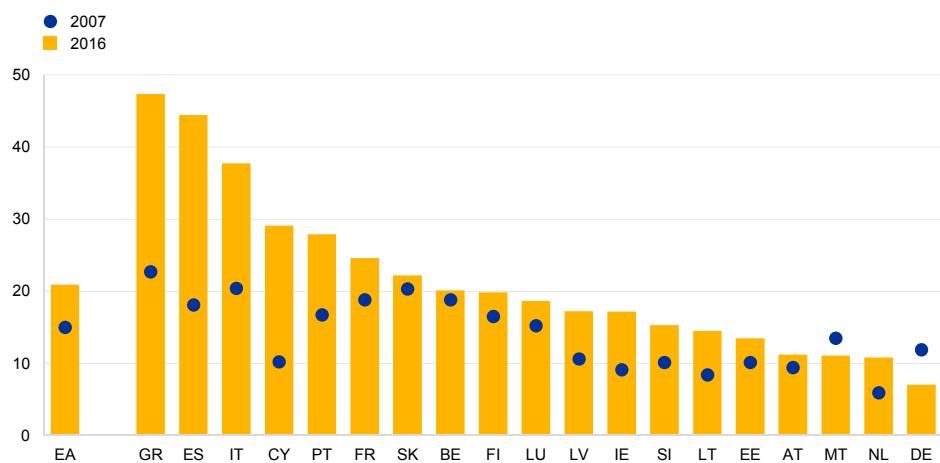
En la zona del euro, el desempleo juvenil se mantiene por encima del nivel previo a la crisis, aunque la ratio de paro juvenil en relación con el paro total apenas ha variado. El desempleo juvenil es especialmente elevado en Grecia, España e Italia, tras haber aumentado de forma acusada durante la crisis (gráfico A). Sin embargo, pese a las muy altas tasas de paro de este colectivo, la relación entre el desempleo juvenil y el total no varió de forma significativa entre 2007 y 2016, lo que sugiere que el primero evolucionó en línea con el segundo (gráfico B). Así pues, los niveles muy altos de desempleo juvenil observados durante la crisis reflejan tanto la intensidad de la crisis como un paro juvenil relativamente elevado en el período precedente. En este sentido, conviene destacar la gran heterogeneidad existente entre los distintos países. Mientras que en la zona del euro en su conjunto la tasa de paro juvenil supera en 2,2 veces la tasa de paro total, en Italia y Luxemburgo es más de 3 veces superior. En cambio, en Alemania esta tasa se sitúa tan solo 1,7 veces por encima de la tasa de paro total.

²⁰ Véase, por ejemplo, W. Arulampalam, «Is Unemployment Really Scarring? Effects of Unemployment Experience on Wages», *The Economic Journal*, vol. 111, n.º 475, 2011, pp. 585-686.

Gráfico A

Tasas de paro juvenil en la zona del euro

(porcentajes; grupo de edad de entre 15 y 24 años)

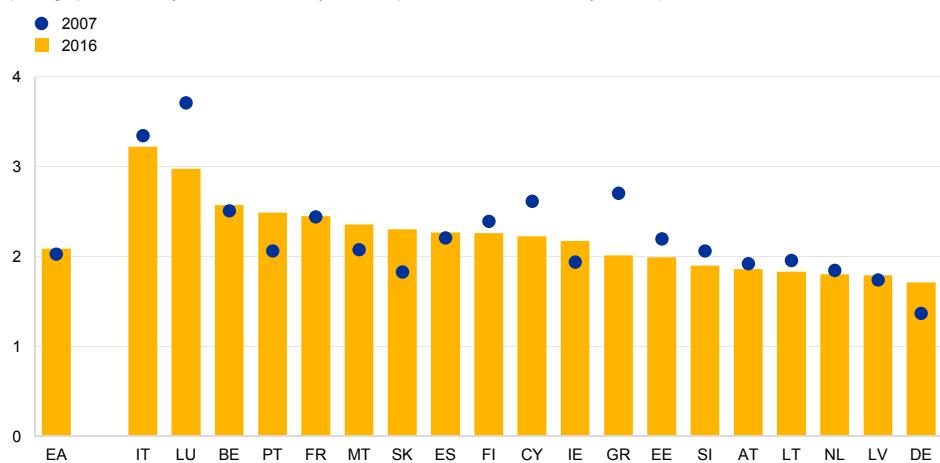


Fuente: Eurostat.

Gráfico B

Tasa de paro juvenil en relación con la tasa de paro total

(ratio; grupos de edad: jóvenes de entre 15 y 24 años, población total de entre 15 y 74 años)

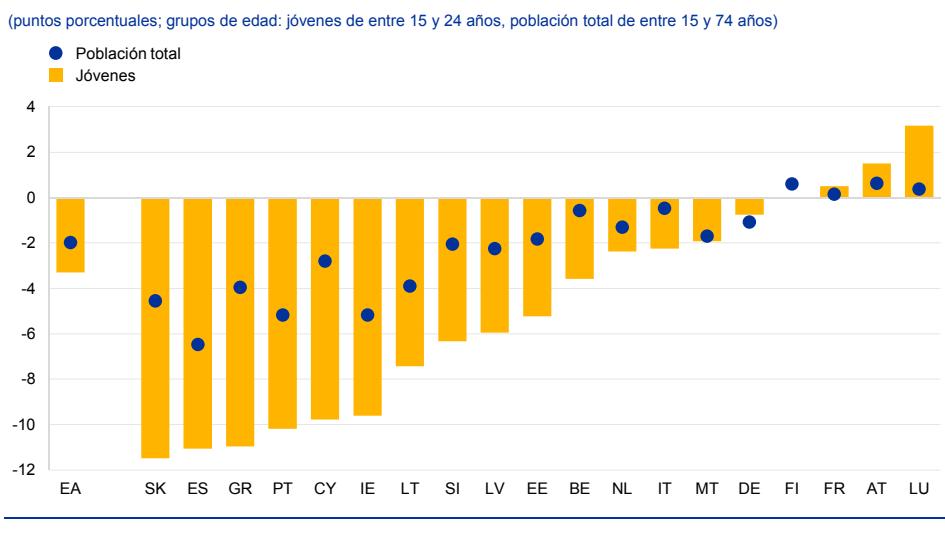


Fuente: Eurostat.

La tasa de paro juvenil está descendiendo más rápidamente que la tasa de paro total, lo que refleja su mayor sensibilidad al ciclo. Entre 2007 y 2013, la tasa de paro juvenil en la zona del euro aumentó en torno a 9 puntos porcentuales. En el mismo período, la tasa de paro total se incrementó cerca de 4,5 puntos porcentuales (es decir, la mitad que la del paro juvenil). Asimismo, durante la recuperación, el desempleo juvenil se ha estado reduciendo a un ritmo mayor que el desempleo total. Entre 2013 y 2016, la tasa de paro juvenil cayó unos 3,5 puntos porcentuales, mientras que la tasa de paro total retrocedió en torno a 2 puntos porcentuales (gráfico C). Eslovaquia, Grecia y España se encuentran entre los países en los que más ha disminuido el desempleo juvenil,

seguidos de Portugal, Irlanda y Chipre. En Grecia y en España, el descenso de las tasas de paro estuvo acompañado de una caída de las tasas de actividad²¹.

Gráfico C
Variación de las tasas de paro desde 2013



Fuente: Eurostat.

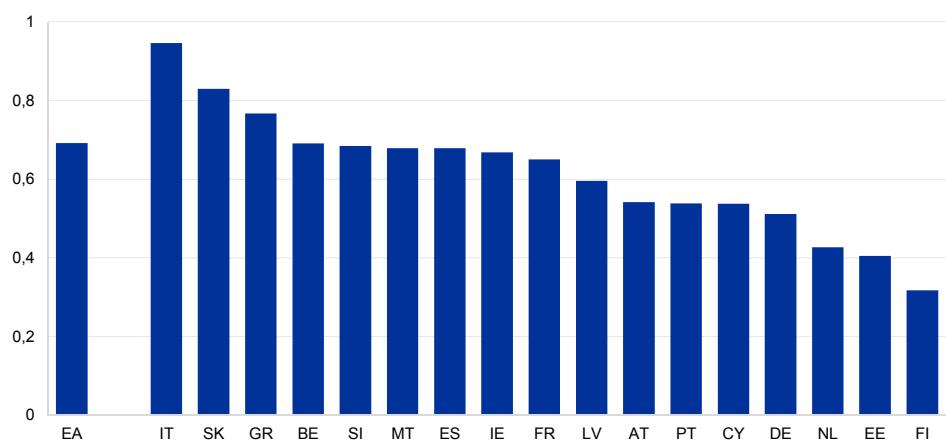
El porcentaje de jóvenes parados que está desempleado durante más de un año es inferior al del total de parados. Como cabía esperar, el porcentaje de jóvenes en situación de desempleo durante más de un año es menor que el correspondiente al total de parados, debido a que los jóvenes son más proclives a transitar entre períodos de actividad y de inactividad (por ejemplo, para seguir estudiando o recibir formación). Sin embargo, en algunos países el porcentaje para este colectivo se sitúa en niveles próximos al del total de parados (véase gráfico D).

²¹ Durante la crisis se produjo un descenso generalizado de la tasa de actividad juvenil. Al mismo tiempo, el porcentaje de jóvenes que ni estudia ni recibe formación y que tampoco busca empleo se ha mantenido relativamente estable desde 2007, lo que lleva a la conclusión de que la caída de la tasa de actividad durante la crisis refleja la decisión de continuar estudiando o de retomar los estudios.

Gráfico D

Tasa de paro juvenil de larga duración en relación con la tasa de paro total de larga duración

(ratio; 2015)



Fuente: Eurostat.

Nota: El paro de larga duración se define como un período de desempleo superior a un año. La tasa de paro de larga duración se calcula como el porcentaje de parados de larga duración del total de parados en su respectivo grupo de edad.

En general, la relación entre el desempleo juvenil y el desempleo total no ha cambiado desde la crisis, pero los elevados costes asociados al paro juvenil indican la necesidad de adoptar medidas para mejorar el funcionamiento del mercado laboral en algunos países. Estas medidas se orientan, entre otros aspectos, a: 1) mejorar la calidad de la educación y su adecuación al mercado de trabajo, a través, entre otros, de sistemas de formación dual bien articulados; 2) asegurar un sistema de fijación de salarios responsable que funcione correctamente, también al establecer el salario mínimo; 3) potenciar el papel de los servicios públicos de empleo y la instrumentación de políticas activas de empleo con el fin de apoyar a los desempleados en las etapas de transición laboral y aumentar sus posibilidades de encontrar trabajo; y 4) incrementar la flexibilidad de la jornada laboral para facilitar la compaginación de trabajo y educación, así como la transición de la educación al empleo.

3

Evaluación del grado de holgura del mercado de trabajo

Pese a las grandes mejoras observadas en los mercados de trabajo de la zona del euro desde que comenzó la recuperación y el acusado descenso de las tasas de desempleo en muchas economías de la zona, el crecimiento de los salarios continúa siendo débil, lo que sugiere un grado de holgura todavía considerable en el mercado de trabajo. En este recuadro se examina la evolución de los indicadores más amplios del grado de holgura y se compara con la definición estricta de la tasa de desempleo.

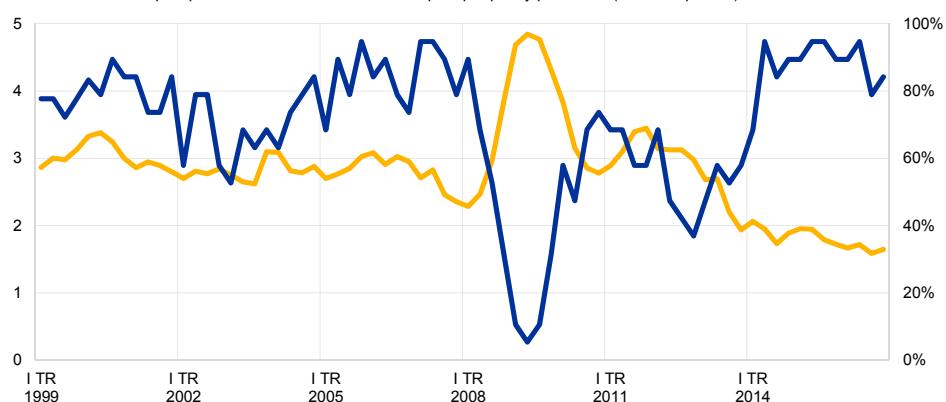
La generalización de la recuperación de la actividad es cada vez más evidente en los mercados de trabajo de la zona del euro, y aumentan los países y sectores que registran un crecimiento positivo del empleo. En conjunto, la recuperación «basada en el empleo»²² se ha traducido en un incremento del número de personas ocupadas algo inferior a los cinco millones desde mediados de 2013, que compensó prácticamente todas las pérdidas de empleo observadas durante la crisis. Además, la recuperación de los mercados de trabajo ha sido muy generalizada, tal y como evidencia la reducción de la dispersión de las tasas de crecimiento del empleo en todas las economías y sectores de la zona del euro durante los últimos dos años, y casi todos los países de la zona registran ahora tasas intertrimestrales positivas (véase gráfico A). El paro ha disminuido de un modo algo más rápido de lo esperado, aunque sigue siendo elevado si se compara con los niveles observados antes de la crisis (véase gráfico 6 de la sección 3), y parece que empiezan a surgir problemas de escasez de mano de obra en algunos países (sobre todo, en Alemania).

Gráfico A

Dispersión de las tasas de crecimiento del empleo en los países de la zona del euro

(escala izquierda: desviación típica ponderada; escala derecha: distribución porcentual de los 19 países de la zona del euro)

- Porcentaje de países de la zona del euro con una tasa de crecimiento intertrimestral del empleo positiva (escala derecha)
- Desviación típica ponderada del crecimiento del empleo por país y por sector (escala izquierda)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Nota: Las últimas observaciones corresponden al cuarto trimestre de 2016.

Sin embargo, a pesar de que el empleo ha registrado aumentos significativos, el crecimiento de los salarios de la zona del euro continúa siendo débil, lo que indica que es posible que persista todavía un alto grado de infrautilización del trabajo —o de «holgura» del mercado de trabajo— muy superior al nivel que

²² Véase el artículo titulado «La relación entre el empleo y el PIB desde la crisis», *Boletín Económico*, número 6, BCE, 2016.

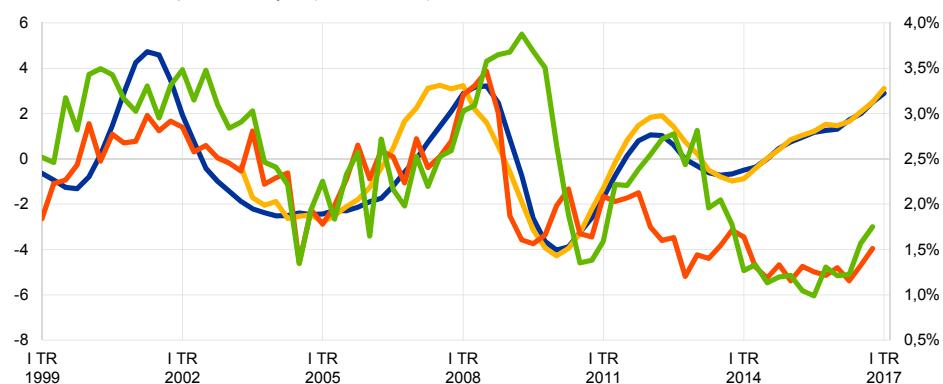
sugiere la tasa de desempleo. En el gráfico B se muestra que, desde la creación de la Unión Económica y Monetaria (UEM), habitualmente la escasez de mano de obra ha tendido a señalar un incremento de las presiones salariales, pero la correlación parece haberse interrumpido en el transcurso de la recuperación, lo que puede apuntar a que el grado de holgura del mercado de trabajo sigue siendo elevado y está frenando el crecimiento de los salarios²³.

Gráfico B

Correlación de la escasez de mano de obra y el crecimiento de los salarios en la zona del euro desde la creación de la UEM

(escala izquierda: índices de difusión, medias móviles de cuatro trimestres; escala derecha: tasas de variación interanual)

- Escasez de mano de obra en las manufacturas (escala izquierda)
- Escasez de mano de obra en los servicios (escala izquierda)
- Remuneración por asalariado (escala derecha)
- Remuneración por hora trabajada (escala derecha)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Notas: Las series de escasez de mano de obra se han calculado como medias móviles de cuatro trimestres y se han normalizado por las medias a largo plazo. Las últimas observaciones corresponden al cuarto trimestre de 2016 (remuneración por asalariado y por hora trabajada) y al primer trimestre de 2017 (indicadores de escasez de mano de obra).

La tasa de desempleo se basa en una definición estricta de la infrautilización del trabajo. Según la definición de desempleo de la Organización Internacional del Trabajo (en la que se basa la tasa de desempleo de la zona del euro), los demandantes de empleo se consideran desempleados si: i) no trabajan; ii) están disponibles para empezar a trabajar en un plazo de dos semanas, y iii) están buscando empleo activamente²⁴. Sin embargo, para evaluar el grado general de holgura en el mercado de trabajo pueden ser también relevantes definiciones más amplias, y merecen ser considerados, en especial, dos grupos: en primer lugar, los que no trabajan pero no cumplen uno de los otros dos criterios; y, en segundo lugar, los que trabajan a tiempo parcial pero desean trabajar más horas. El primer grupo entra dentro de la categoría de inactivos y el segundo se incluye en la categoría de personas ocupadas.

Actualmente, alrededor del 3,5 % de la población en edad de trabajar de la zona del euro tiene una vinculación débil con el mercado de trabajo, es decir, se clasifican como inactivos, pero simplemente participan de forma menos

²³ Con esto no se pretende negar la importancia de otros factores. Es probable que también hayan contribuido a interrumpir esta correlación las reformas estructurales de los mercados de trabajo y de los sistemas de negociación salarial, así como los cambios en el grado de indicación a la inflación pasada y futura en los convenios colectivos, y el entorno de baja inflación.

²⁴ Véase <http://ec.europa.eu/eurostat/statistics-explained/index.php/Glossary:Unemployment>.

activa en este mercado. Esta categoría, que se denomina «activos potenciales»²⁵, comprende: i) los que no están buscando empleo actualmente, a pesar de estar disponibles (principalmente, trabajadores «desanimados»), y ii) los que están buscando empleo activamente, pero (aún) no están disponibles para empezar a trabajar (quizás porque han recibido una oferta de empleo para incorporarse en una fecha futura o porque no pueden empezar a trabajar en las próximas dos semanas). Este último subgrupo representa en la actualidad casi el 1 % de la población de la zona del euro en edad de trabajar, mientras que el primer subgrupo es ligeramente mayor —asciende al 2,6 %, aproximadamente— y se compone de una mayoría de trabajadores desanimados que no buscan empleo activamente porque piensan que no lo encontrarán. No obstante, este subgrupo puede reincorporarse con relativa rapidez a la población activa en el momento en que mejore la situación del mercado de trabajo²⁶. Si bien las variaciones en el número de los que están «disponibles, pero no buscan empleo» suelen ser contracíclicas (como ocurre con el desempleo), las cifras correspondientes a los que indican que «buscan empleo, pero no están disponibles» habían seguido una tendencia a la baja antes de que se iniciara la recuperación, pero se han mantenido estables desde entonces.

Además, un 3 % adicional de la población en edad de trabajar está actualmente subempleada (es decir, trabajan menos horas de las que desearían). El empleo a tiempo parcial ha aumentado en la mayoría de las economías de la zona del euro durante más de una década, debido principalmente a factores estructurales (como el crecimiento de los servicios y, en parte, la mayor participación de la mujer en la población activa)²⁷. No obstante, un porcentaje nada desdenable de estos trabajadores a tiempo parcial desearían trabajar más horas. Actualmente, en la zona del euro existen en torno a siete millones de trabajadores a tiempo parcial subempleados, lo que supone un incremento de aproximadamente un millón desde que comenzó la crisis. Es más, la cifra se ha reducido solo muy ligeramente en los últimos dos años, pese al sólido crecimiento del empleo observado durante la recuperación.

La combinación de las estimaciones de los desempleados y los subempleados con los indicadores más amplios del desempleo sugiere que el grado de holgura en el mercado de trabajo afecta actualmente a alrededor del 18 % de la población activa de la zona del euro definida en sentido amplio²⁸. Este grado de infroutilización es casi el doble del que refleja la tasa de desempleo, que ahora se sitúa en el 9,5 % (véase gráfico C). Tanto el US Bureau of Labor Statistics como la

²⁵ Véase el artículo de Eurostat «Underemployment and potential additional labour force statistics».

²⁶ Sin embargo, estos trabajadores podrían aumentar temporalmente los niveles de desempleo cuando se reincorporen al mercado de trabajo antes de encontrar empleo.

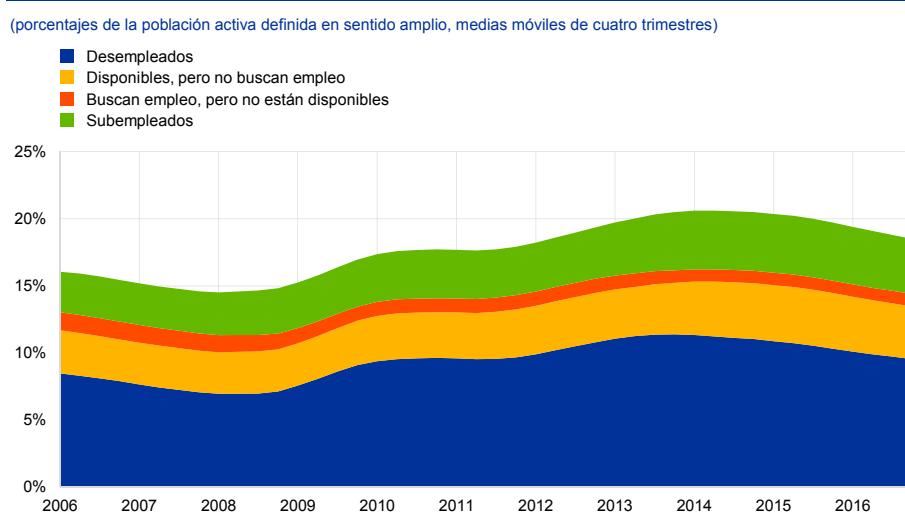
²⁷ Véase el recuadro 6 titulado «Factores determinantes de la evolución de las horas medias trabajadas por persona empleada desde 2008», Boletín Económico, número 6, BCE, 2016.

²⁸ Esta cifra se calcula expresando los números correspondientes a los desempleados y los subempleados, junto con las estimaciones de los que están disponibles para trabajar, pero no buscan empleo, y los que buscan, pero no están disponibles (los «activos potenciales»), como porcentaje de la población activa definida en sentido amplio (es decir, los ocupados y los desempleados, que constituyen la población activa y los activos potenciales).

OCDE utilizan este indicador más amplio de forma generalizada²⁹. Además de que su estimación de la holgura del mercado de trabajo en la zona del euro es considerablemente mayor que la que muestra la tasa de desempleo, estos indicadores más amplios también han registrado descensos en el transcurso de la recuperación ligeramente más moderados que las reducciones observadas en la tasa de desempleo.

Gráfico C

Estimaciones más amplias de la infrautilización del trabajo en la zona del euro



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Notas: Todos los componentes se expresan en porcentaje de la población activa definida en sentido amplio (es decir, la población activa más los que están disponibles, pero no buscan empleo, y los que buscan, pero no están disponibles). Las últimas observaciones corresponden al cuarto trimestre de 2016.

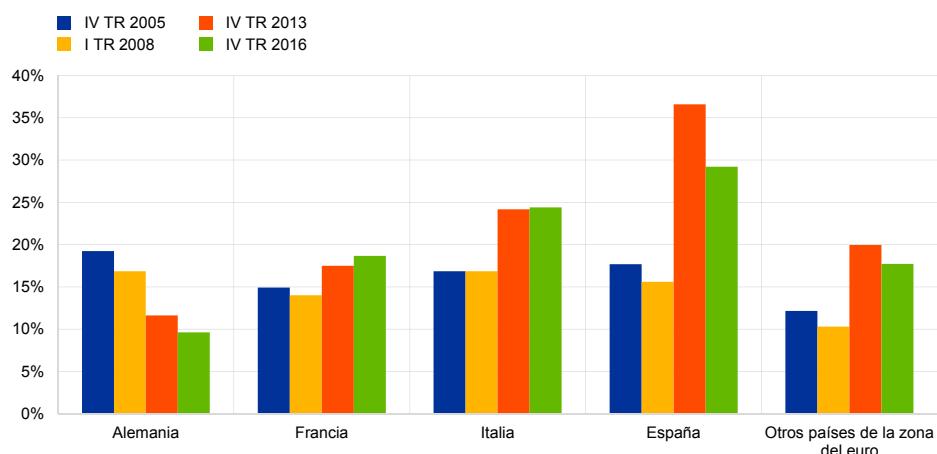
Las diferencias entre países siguen siendo significativas (véase gráfico D), tanto si se tienen en cuenta los niveles del indicador más amplio como cuando se comparan estos niveles con la evolución de las tasas de desempleo. En Alemania, el indicador más amplio (y sus tres componentes principales) ha disminuido desde 2013, al igual que la tasa de desempleo, lo que constituye una evidencia adicional de la creciente estrechez del mercado de trabajo alemán. En otros países, sin embargo, estos indicadores más amplios muestran que el grado de holgura del mercado de trabajo sigue siendo considerable. En Francia y en Italia, los indicadores más amplios de la holgura del mercado de trabajo han continuado aumentando durante la recuperación, mientras que en España y en las demás economías de la zona del euro han registrado recientemente descensos, aunque siguen situándose muy por encima de las estimaciones anteriores a la crisis.

²⁹ El US Bureau of Labor Statistics denomina a este indicador «U6». Se están llevando a cabo investigaciones sobre indicadores incluso más amplios. Véase, por ejemplo, A. Hornstein, M. Kudlyak y F. Lange, «Measuring resource utilization in the labor market», *Economic Quarterly*, vol. 100(1), Banco de la Reserva Federal de Richmond, 2014.

Gráfico D

Estimaciones más amplias de la infrautilización del trabajo en los distintos países de la zona del euro

(porcentajes de la respectiva población activa, medias móviles de cuatro trimestres)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Nota: Todos los indicadores se expresan en porcentaje de la población activa definida en sentido amplio (es decir, la población activa más los que están disponibles, pero no buscan empleo, y los que buscan, pero no están disponibles).

Aunque estos indicadores deben interpretarse con las debidas cautelas, los mercados de trabajo de la zona del euro parecen estar sujetos a un mayor grado de holgura que el que sugiere la tasa de desempleo. Estos indicadores más amplios podrían sobreestimar el grado efectivo de holgura de los mercados de trabajo, en el sentido de que: i) sobreestiman en cierto modo la capacidad restante de los trabajadores a tiempo parcial subempleados, ya que una parte de su tiempo (normalmente, alrededor de la mitad) ya la dedican a trabajar; ii) podrían sobreestimar hasta qué punto los activos potenciales están dispuestos y pueden encontrar empleo (es decir, en qué medida están debidamente cualificados para los mercados de trabajo locales), y iii) no tienen en cuenta las menores probabilidades de encontrar empleo de muchos de los parados de larga duración (es decir, los que llevan dos años o más sin trabajar, que actualmente se estima que representan en torno a un tercio del total de desempleados de la zona del euro)³⁰. Los ajustes de los indicadores más amplios para eliminar los parados de larga duración y tener en cuenta el tiempo que los subempleados dedican a trabajar siguen dando como resultado estimaciones de la holgura en los mercados de trabajo del orden del 15 % en la zona del euro en el último trimestre de 2016 (en términos de medias móviles de cuatro trimestres).

³⁰ Por ejemplo, está muy bien documentado que las probabilidades de encontrar empleo son notablemente diferentes en los distintos subgrupos de desempleados, pero eso no significa necesariamente que las probabilidades de los que están incluidos en la categoría de inactivos sean cero, aunque, empíricamente, son muy inferiores a las de los desempleados que están disponibles y buscan empleo activamente. Depende mucho de la intensidad con la que busquen empleo y de las percepciones que tengan las empresas sobre los diversos subgrupos en función del resto de las condiciones de los mercados de trabajo. Asimismo, la empleabilidad de muchos de los parados de larga duración podría ser similar a la de los incluidos en la categoría de inactivos. Véanse, por ejemplo, R. Shimer, «The probability of finding a job», *American Economic Review: Papers & Proceedings*, vol. 98(2), pp. 268-73, 2008; R. Shimer, «Reassessing the Ins and Outs of Unemployment», *Review of Economic Dynamics*, vol. 15(2), pp. 127-48, 2012, y A. Hornstein, M. Kudlyak y F. Lange, «Measuring resource utilization in the labor market», *Economic Quarterly*, vol. 100(1), Banco de la Reserva Federal de Richmond, 2014.

Pese a observarse una clara mejora en muchos indicadores del mercado de trabajo, en la mayoría de los países de la zona del euro —con la notable excepción de Alemania— estos mercados parecen seguir estando sujetos a un grado considerable de infrautilización. El nivel del indicador más amplio de infrautilización del trabajo continúa siendo elevado y es probable que siga frenando la dinámica salarial.

4

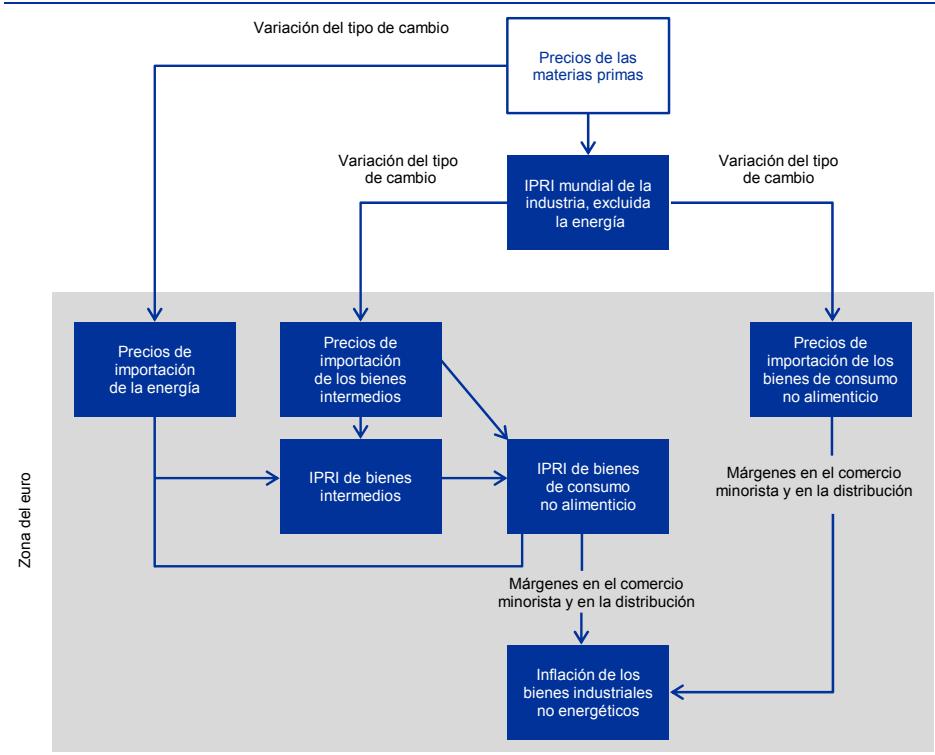
¿Qué nos puede decir la reciente evolución de los precios industriales sobre las presiones latentes?

La inflación de los precios de consumo de los bienes industriales no energéticos de la zona del euro se ha mantenido contenida hasta ahora. Las perspectivas a corto plazo de este componente del Índice Armonizado de Precios de Consumo (IAPC) pueden verse afectadas habitualmente por las denominadas presiones latentes. Estas presiones latentes pueden haber surgido ya en las primeras fases de la cadena de precios. En este recuadro se analiza la evolución reciente de los precios industriales a escala global y de la zona del euro, que es un importante indicador de la cadena de precios.

Las presiones latentes suelen tener su origen en factores de carácter mundial. En particular, los precios de las materias primas pueden transmitirse a los precios industriales de la zona del euro a través del coste de la energía importada (véase gráfico A). Esta transmisión puede ser también más indirecta si los precios de las materias primas influyen en los precios industriales no energéticos mundiales, lo cual podría tener asimismo un efecto posterior en el precio de los bienes importados que forman parte de la cadena de suministro utilizada en la producción interna. La tasa interanual de los precios de importación de los bienes intermedios sigue aumentando rápidamente. Este aumento no se debe solamente al repunte de los precios industriales a escala mundial, sino también a la reciente depreciación del tipo de cambio del euro. La reciente subida de la inflación de los precios industriales no energéticos de la zona del euro refleja en gran medida la registrada en los precios industriales no energéticos a escala mundial (véase gráfico B), como consecuencia del uso de bienes intermedios importados.

Gráfico A

Representación esquemática de la cadena de precios de los bienes industriales no energéticos en el IAPC



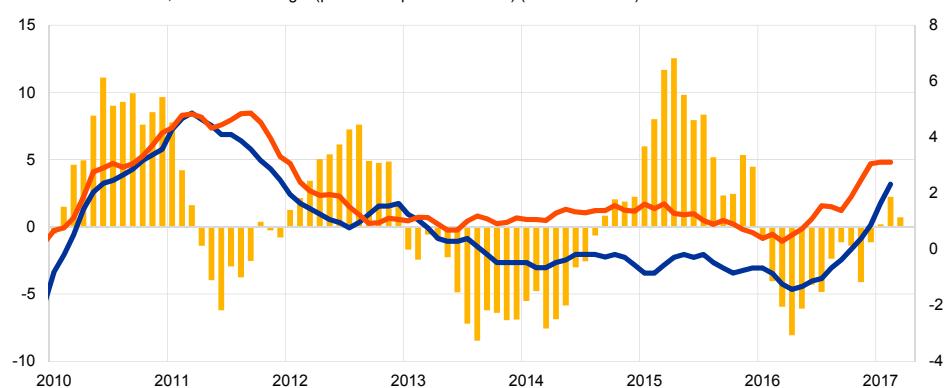
Fuente: BCE

Gráfico B

Precios industriales, excluida la energía, en la zona del euro y a escala mundial

(tasas de variación interanual)

- TCEN-38 de la zona del euro (invertido)
- IPRI de ventas interiores de la zona del euro, excluidas la energía y la construcción (escala derecha)
- IPRI mundial, excluida la energía (ponderado por el comercio) (escala derecha)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Nota: El índice de precios industriales (IPRI) mundial, excluido el sector energético, es una estimación del BCE que se calcula como media ponderada de 20 socios comerciales de la zona del euro, utilizando su cuota en las exportaciones de bienes a países no pertenecientes a la zona del euro. En la medida de lo posible, la serie utiliza el IPRI, excluido el sector energético. En el caso de países para los que no se dispone de este indicador, la inflación IPRI del sector energético se sustraerá de la inflación IPRI total utilizando la ponderación de dicho sector en la economía respectiva. Para un pequeño número de países, se realizó una estimación de la contribución del sector energético al IPRI total.

Las últimas observaciones corresponden a marzo de 2017 para el tipo de cambio efectivo nominal del euro frente a las monedas de 38 de los socios comerciales más importantes de la zona del euro (TCEN-38) y febrero de 2017 para el IPRI.

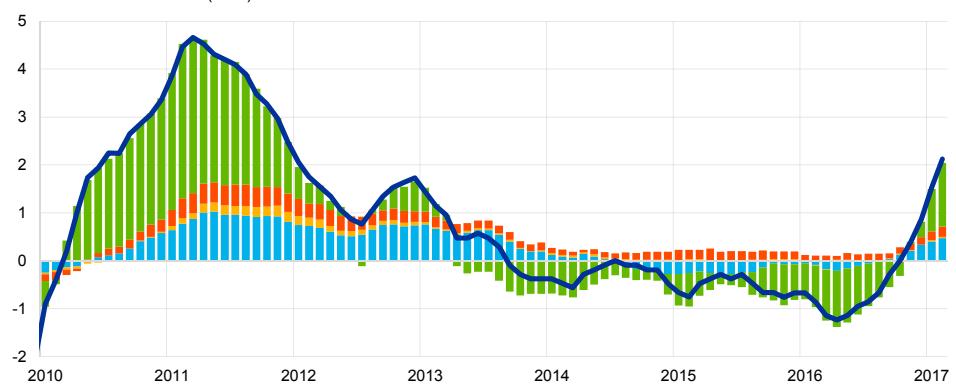
La reciente evolución de los precios industriales en las primeras fases de la cadena de precios apunta a la existencia de algunas presiones latentes. Las fluctuaciones de la inflación general de los precios industriales (industria excluida la construcción y el sector energético) suelen estar dominadas por las del sector de bienes intermedios, y reflejan tanto su elevada ponderación como su amplitud (véase gráfico C). Por tanto, los precios industriales no pueden considerarse un indicador directo de las presiones inflacionistas sobre la tasa de variación de los precios finales de consumo. Sin embargo, cuanto más sólida y sostenida sea la evolución de los precios de producción de los bienes intermedios en fases posteriores de la cadena de producción y de precios mayor es la probabilidad de que se transmita a los precios de producción de los bienes de consumo no alimenticio. El análisis de correlación sugiere que, por lo general, la mayor correlación (0,7, en promedio) de la tasa de crecimiento de los precios de producción de los bienes intermedios con la tasa de variación de los precios de producción de los bienes de consumo no alimenticio se produce con un desfase de algo más de medio año³¹; sin embargo, en algunas ocasiones no se ha producido esta correlación. El reciente repunte de los precios de producción de los bienes intermedios puede apuntar provisionalmente, por tanto, a la aparición de algunas presiones latentes en fases posteriores durante los próximos años.

Gráfico C

Precios de producción en el total de la industria y componentes

(tasas de variación interanual; contribuciones en puntos porcentuales)

- Total industria, ventas interiores (excluida la energía y la construcción)
- Alimentación, bebidas y tabaco (19 %)
- Bienes de consumo no alimenticio (12 %)
- Bienes de equipo (28 %)
- Bienes intermedios (41 %)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Nota: Las últimas observaciones corresponden a febrero de 2017.

Las presiones inflacionistas latentes tienden a moderarse gradualmente a lo largo de la cadena de producción. El grado de moderación depende probablemente del número de fases de la cadena de producción (desde las materias primas hasta los bienes finales de consumo) y del momento en que se adoptan las

³¹ La máxima correlación puede producirse con un desfase de más de medio año. Sin embargo, el impacto que una variación de los precios de producción de los bienes intermedios tiene, en un momento dado, sobre los precios de producción de los bienes de consumo no alimenticio podría empezar a mostrarse ya en los meses inmediatamente posteriores. Un análisis de transmisión más riguroso se basaría en el impulso-respuesta derivado de un modelo específico, pero este análisis queda fuera del ámbito de este recuadro.

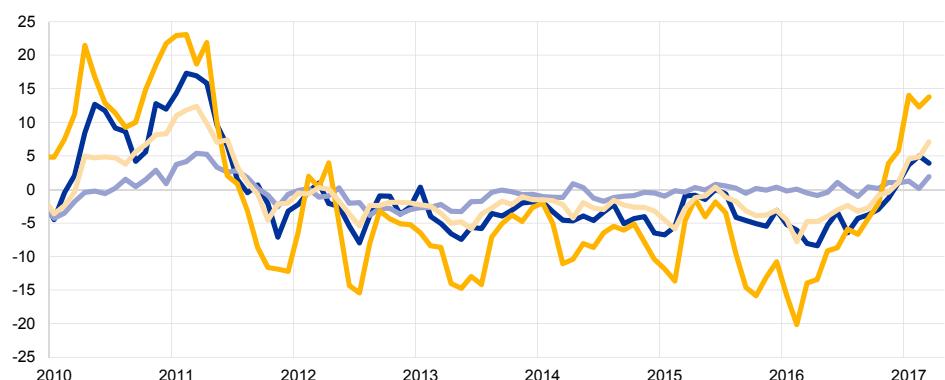
respectivas decisiones sobre precios. Una explicación de lo anterior es que en cada fase puede haber un cierto grado de maniobra para ajustar los márgenes y suficiente flexibilidad en el momento de fijar precios para determinar la persistencia de perturbaciones de costes procedentes de fases posteriores en la cadena de producción. A este respecto, las empresas pueden estar empleando instrumentos de cobertura para protegerse, por ejemplo, frente al riesgo de volatilidad del tipo de cambio. Además, en ocasiones, los contratos de suministro pueden suscribirse con varios meses de adelanto, lo que proporciona una barrera temporal frente a las perturbaciones de costes. Los movimientos relativos de los índices de directores de compras (PMI) de precios de los insumos y de precios de producción en la industria sugieren que, en términos generales, podría haber una mayor variación de márgenes en el sector de bienes intermedios que en el de bienes de consumo no alimenticio, sector este último en el que la variación se localizaría en las últimas fases de la cadena de fijación de los precios de consumo de los bienes industriales no energéticos (véase gráfico D)³². Al mismo tiempo, el movimiento al alza del índice PMI de precios de los bienes intermedios ha sido relativamente más fuerte que el de los precios de producción de los bienes de consumo no alimenticio, lo que, según el análisis de correlación, podría augurar un repunte de la tasa de variación de los precios de producción en ese sector alrededor de medio año después.

Gráfico D

Datos de las encuestas PMI relativos a los bienes intermedios y a los bienes de consumo no alimenticio

(índice de difusión, desviación con respecto al valor del índice medio a largo plazo)

- Precios de los insumos: bienes de consumo excluidos alimentación, bebidas y tabaco
- Precios de producción: bienes de consumo excluidos alimentación, bebidas y tabaco
- Precios de los insumos: bienes intermedios
- Precios de producción: bienes intermedios



Fuentes: IHS Markit y cálculos del BCE.

Notas: Las medias a largo plazo se calculan para el período comprendido entre octubre de 2002 y marzo de 2017. Las últimas observaciones corresponden a marzo de 2017.

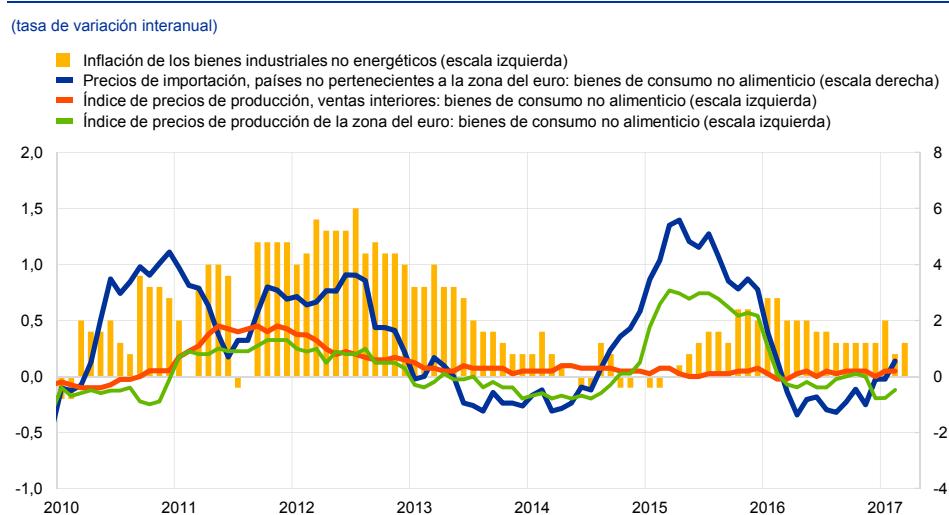
Los precios de producción de los bienes de consumo no alimenticio han seguido aumentando de forma muy moderada hasta ahora. En los doce meses transcurridos hasta febrero de 2017, la tasa de crecimiento interanual de los precios

³² En la encuesta PMI, el coste de los bienes intermedios no incluye los costes laborales y, por tanto, no puede considerarse una medida que englobe todos los costes de producción. También es difícil evaluar la necesidad y el alcance de ajustar los márgenes, ya que los datos no ofrecen una referencia fiable en términos del nivel de los márgenes.

de las ventas interiores ha fluctuado en niveles justo por encima de cero, mientras que la de los precios de las ventas a otros países de la zona del euro ha sido con frecuencia incluso negativa (véase gráfico E)³³. Recientemente, las presiones latentes al alza sobre los precios de consumo correspondientes proceden sobre todo de los precios de importación de los bienes de consumo no alimenticio, que, en febrero, se recuperaron hasta el 0,6 %, en términos interanuales, lo que constituye la primera lectura positiva en un año. El análisis de correlación sugiere que la mayor correlación (casi 0,7) de la tasa de crecimiento de los precios de producción de los bienes de consumo no alimenticio con la tasa de variación de los precios de consumo de los bienes industriales no energéticos se produce con un desfase de más de medio año³⁴.

Gráfico E

Precios de consumo de los bienes industriales no energéticos e inflación de los precios de producción y de los precios de importación de los bienes de consumo no alimenticio de la zona del euro



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Nota: Las últimas observaciones corresponden a marzo de 2017 para el IAPC (bienes industriales no energéticos) y a marzo de 2017 para las otras variables.

En resumen, los datos de precios industriales ofrecen actualmente señales contradictorias en cuanto a las presiones latentes sobre los precios de los bienes industriales no energéticos del IAPC. Aunque es probable que hayan surgido algunas presiones al alza en las fases iniciales, pueden tardar más tiempo en transmitirse a las últimas fases de la cadena de precios. También es posible que estas presiones al alza se vean frenadas mediante ajustes de márgenes o de otro

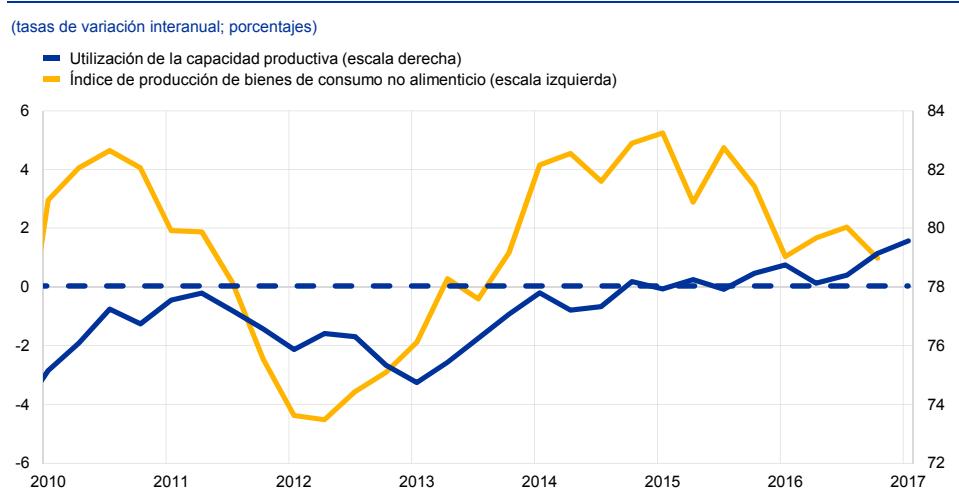
³³ Del total de bienes de consumo no alimenticio producidos en la zona del euro, alrededor de un 72 % se producen y se venden en el mismo país de la zona (ventas interiores), mientras que el 28 % se producen en un país y se venden en otro (ventas intrazona).

³⁴ Si bien los precios de producción y de importación de los bienes de consumo son indicadores que se refieren a fases posteriores de la cadena de precios, cualquier presión que surja en esas fases puede verse potenciada o frenada por el proceso de fijación de precios en la distribución y en el comercio minorista. El PMI relativo a los márgenes en el comercio minorista de productos no alimenticios, uno de los pocos indicadores disponibles para estas fases finales, ha fluctuado en un rango relativamente estrecho durante los últimos meses y, por tanto, no sugiere que las últimas señales procedentes de los precios de producción de los bienes de consumo se hayan visto afectadas por variaciones de los márgenes.

tipo a lo largo de la cadena de producción, a menos que las empresas puedan posponer dichos ajustes en un entorno de fuerte aumento de la demanda. En este sentido, el crecimiento interanual de los volúmenes de producción sigue siendo positivo pese a haberse moderado ligeramente en los últimos trimestres (véase gráfico F). Además, los indicadores de opinión relativos a la utilización de la capacidad productiva en el sector de bienes de consumo no alimenticio, en la medida en que reflejan la evolución de la demanda en relación con la oferta, podrían apuntar a un cierto fortalecimiento del poder de fijación de precios.

Gráfico F

Utilización de la capacidad productiva y producción de bienes de consumo no alimenticio



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Notas: La última observación corresponde al cuarto trimestre de 2016 para la producción y al primer trimestre de 2017 para la utilización de la capacidad productiva. La línea discontinua azul se refiere a la media a largo plazo de la utilización de la capacidad productiva, que se ha calculado utilizando datos comprendidos entre el primer trimestre de 1999 y el primer trimestre de 2017.

5

Las operaciones de financiación a plazo más largo con objetivo específico: resumen de los fondos adjudicados y su impacto en la intermediación bancaria

Las operaciones de financiación a plazo más largo con objetivo específico (TLTRO, en sus siglas en inglés) proporcionan financiación a las entidades de crédito de la zona del euro a un plazo de hasta cuatro años en condiciones favorables. Se introdujeron dos series de operaciones: la primera serie de ocho operaciones (TLTRO-I) se anunció en junio de 2014³⁵, y fue seguida de una segunda serie de cuatro operaciones (TLTRO-II) anunciada en marzo de 2016³⁶. En las TLTRO-II, las entidades podían obtener financiación por un importe total de hasta el 30 % de sus préstamos vivos concedidos a las sociedades no financieras y a los hogares (excluidos los préstamos a hogares para adquisición de vivienda). Además, las entidades de crédito tuvieron la oportunidad de reembolsar anticipadamente los fondos obtenidos en las TLTRO-I y sustituirlos por financiación de las TLTRO-II. Esta sustitución se consideró atractiva por dos motivos: en primer lugar, amplió el vencimiento de la financiación conseguida por las entidades y, en segundo lugar, redujo su coste, ya que el coste medio de la financiación recibida en las TLTRO-I se sitúa en unos 10 puntos básicos, mientras que el tipo de interés máximo que las entidades deberán abonar por la financiación conseguida en las TLTRO-II es cero.

Las TLTRO ofrecen incentivos para la concesión de crédito bancario a la economía real. En el caso de las TLTRO-I, los incentivos para otorgar préstamos eran de dos tipos. Primero, las entidades cuyo volumen de préstamos durante un período de referencia superara un valor de referencia especificado para cada una podrían obtener fondos adicionales en las seis últimas operaciones TLTRO-I, fijándose el importe adicional máximo en el triple de la diferencia entre el volumen de los préstamos concedidos y el valor de referencia. Segundo, las entidades que no cumplieran sus valores de referencia del crédito debían reembolsar anticipadamente los fondos obtenidos en las TLTRO-I. En las TLTRO-II, los incentivos para la concesión de crédito son distintos. En vez de penalizar a las entidades que no cumplan los valores de referencia, las TLTRO-II ofrecen ventajas, en forma de tipos de interés más bajos, a las entidades que superen dichos valores. Las entidades cuya financiación neta computable en el período comprendido entre el 1 de febrero de 2016 y el 31 de enero de 2018 exceda su valor de referencia se

³⁵ Las TLTRO-I fueron parte del paquete de medidas de expansión crediticia que también incluyó recortes de los tipos de interés oficiales (aplicación, por primera vez, de un tipo de interés negativo a la facilidad de depósito) y el anuncio de la intensificación de los trabajos relacionados con las compras simples de bonos de titulización de activos. Además, se prolongó la utilización del procedimiento de subasta a tipo de interés fijo con adjudicación plena en las operaciones principales de financiación y se suspendieron las operaciones de ajuste semanales para esterilizar la liquidez proporcionada a través del Programa para los Mercados de Valores.

³⁶ Para más detalles sobre las TLTRO-II, véase el recuadro titulado «La segunda serie de operaciones de financiación a plazo más largo con objetivo específico (TLTRO II)», *Boletín Económico*, número 3, BCE, 2016. Existe un sistema de presentación de información específico para las TLTRO-II a fin de mantener un registro de la financiación neta de las entidades de crédito participantes. La metodología empleada es acorde con la utilizada en las estadísticas del balance de las IFM.

beneficiarán de una reducción del tipo de interés. El tipo más bajo que podrá aplicarse en las TLTRO-II será de –40 puntos básicos³⁷.

Las TLTRO han mejorado las condiciones de financiación de las entidades de crédito, garantizando que los estímulos de política monetaria lleguen a los hogares y las empresas de la zona del euro. Estas operaciones redujeron los costes marginales de financiación de las entidades de crédito que participaron en ellas y, de forma paralela, les incentivaron a aumentar su oferta de préstamos, en concreto de los concedidos a sociedades no financieras y a hogares, excepto los destinados a la adquisición de vivienda. De este modo, el diseño de las medidas aseguraba que la reducción de los costes de financiación del que se benefician las entidades se transmita a los prestatarios. Además, en la medida en que la financiación de mercado ha sido sustituida por la financiación obtenida en las TLTRO, las operaciones han contribuido a reducir la oferta de bonos bancarios. A igualdad de otros factores, una disminución de las emisiones de bonos bancarios suele reducir el coste de financiación de las entidades en los mercados de renta fija, relajando adicionalmente las condiciones de financiación tanto de los bancos participantes en las operaciones TLTRO como de los que no participaron. La mejora resultante de las condiciones de crédito para los prestatarios (cuando se transmite la caída de los costes de financiación), a su vez, favorece la demanda de crédito y el gasto en inversión y consumo.

Los fondos obtenidos por las entidades de crédito en las TLTRO-II ascienden actualmente a un total de 739 mm de euros. En la primera operación TLTRO-II (TLTRO-II.1, liquidada en junio de 2016) se solicitó financiación por importe de 399 mm de euros, que en su mayor parte reflejó la sustitución de fondos obtenidos en las TLTRO-I por financiación en las TLTRO-II (véase gráfico A). En la segunda y tercera operación TLTRO-II (TLTRO-II.2 y TLTRO-II.3) se adjudicaron 45 mm de euros y 62 mm de euros, respectivamente. La financiación obtenida en la última operación (TLTRO-II.4) fue considerablemente más elevada, 233 mm de euros, de los que una parte significativa (216 mm de euros) constituyó un aumento neto de las cantidades obtenidas en préstamo en las TLTRO. Los sustanciales fondos adjudicados en la última operación reflejan el atractivo precio de la financiación de las TLTRO-II, en comparación con la financiación alternativa en los mercados, para las entidades y, hasta cierto punto, incentivos para aplazar la solicitud de financiación³⁸. En total, el saldo vivo de los fondos obtenidos en el contexto de las TLTRO (incluido los pendientes de

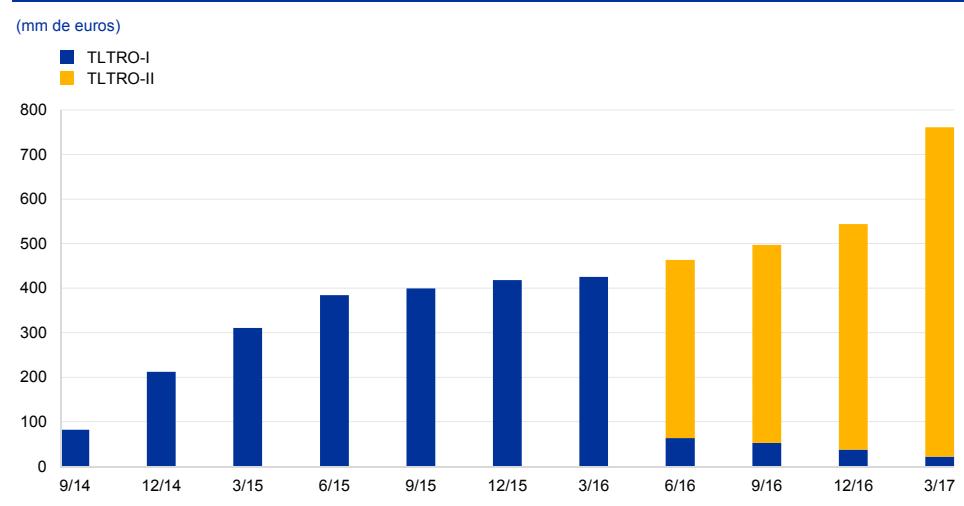
³⁷ Las entidades de contrapartida podrán beneficiarse de este tipo de interés (el tipo de la facilidad de depósito vigente en la fecha de adjudicación de cada operación TLTRO-II) si el saldo vivo de sus préstamos computables (sujetos a ciertos ajustes, como por ventas y compras de préstamos y por titulizaciones) supera el valor de referencia en un 2,5 % o más a 31 de enero de 2018. Hasta este límite, el nivel del tipo de interés se determinará en función del porcentaje por el que los préstamos computables de una entidad de contrapartida superen su valor de referencia y se graduará linealmente.

³⁸ Los incentivos para aplazar la solicitud de fondos fueron atribuibles a diversos motivos. En primer lugar, los participantes en el mercado esperaban nuevos recortes de los tipos de interés oficiales al solicitar financiación en la TLTRO-II.1 y la TLTRO-II.2. En esos momentos, el aplazamiento podía ser preferible para asegurar el tipo de interés más bajo posible. Además, el aplazamiento de la solicitud de fondos amplía el plazo de vencimiento de la operación, durante el que es probable que los tipos de mercado aumenten. Por último, reduce la incertidumbre en torno al tipo de interés de la última TLTRO-II, ya que las entidades de crédito habían observado la evolución de sus préstamos computables durante la mitad del período de referencia cuando solicitaron financiación en la TLTRO-II.4. Esta información les permitió determinar con mayor precisión si superarían sus valores de referencia del crédito y por qué importe.

reembolso de las TLTRO-I) ascendía a 761 mm de euros al final de marzo de 2017, y se concentraba en la primera y última operación TLTRO-II (véanse gráficos A y B).

Gráfico A

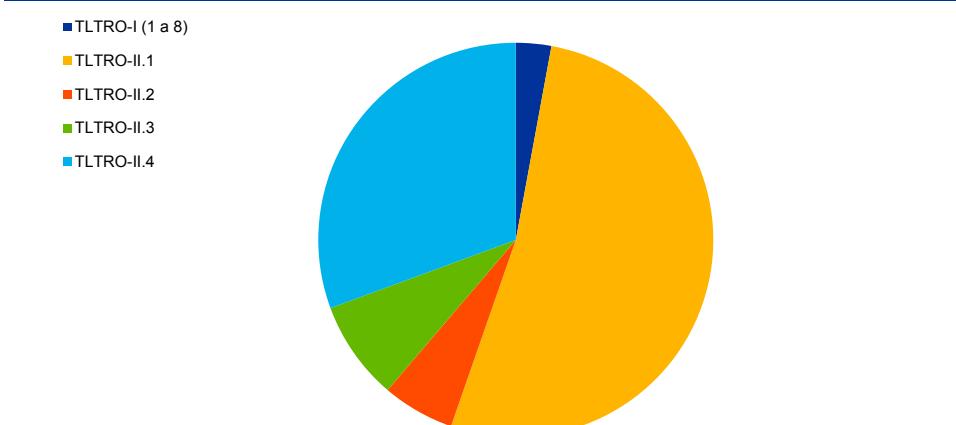
Evolución de la financiación bruta obtenida por las entidades de crédito en las TLTRO



Fuente: BCE.

Gráfico B

Composición del saldo vivo de los fondos obtenidos en las TLTRO al final de marzo de 2017



Fuente: BCE.

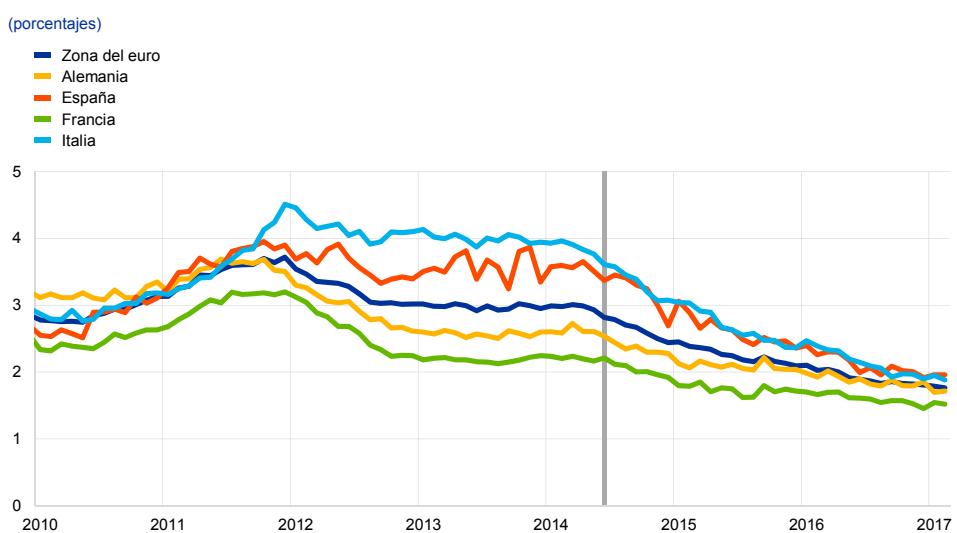
Actualmente, el impacto conjunto de las TLTRO-I y las TLTRO-II sobre la intermediación bancaria no puede dividirse con facilidad en las contribuciones separadas de las dos series. Aunque unos volúmenes elevados de fondos solicitados son satisfactorios, no son un indicador adecuado para valorar la efectividad de las dos series de TLTRO. Más bien, la medida del éxito es la mejora de las condiciones de financiación de los prestatarios finales derivada de estas operaciones. Habida cuenta del amplio conjunto de entidades que solicitaron fondos en ambas series, el significativo volumen de financiación de las TLTRO-I que se

sustituyó por fondos obtenidos en las TLTRO-II y el período relativamente breve transcurrido desde la liquidación de la primera TLTRO-II para el que se dispone de datos sobre préstamos bancarios, actualmente es difícil separar el impacto conjunto de las TLTRO en la contribución de las TLTRO-I y el impacto adicional de las TLTRO-II. En su lugar, a continuación se presenta evidencia de su impacto conjunto en la intermediación bancaria.

Las TLTRO, junto con las demás medidas no convencionales introducidas desde junio de 2014, han demostrado ser eficaces para respaldar la transmisión de los niveles más bajos de los tipos de interés oficiales a una mejora de las condiciones de financiación del sector privado no financiero de la zona del euro. Los tipos de interés de los préstamos concedidos a las sociedades no financieras experimentaron un acusado descenso inmediatamente después del anuncio de la primera serie de TLTRO (véase gráfico C). Las caídas fueron más pronunciadas en los países en los que los tipos de interés sintéticos del crédito otorgado a las sociedades no financieras habían sido elevados, por lo que, en conjunto, la dispersión entre países de los tipos de interés del crédito también disminuyó paralelamente. Además, en los países vulnerables, las entidades de crédito que obtuvieron financiación en las TLTRO-I redujeron los tipos de interés más que las entidades que no solicitaron fondos³⁹. Por último, las entidades participantes en la encuesta sobre préstamos bancarios en la zona del euro han señalado reiteradamente que las TLTRO —incluidas las operaciones de la segunda serie— han contribuido a la mejora de las condiciones aplicadas a los préstamos a empresas y, aunque en menor medida, a la relajación de los criterios de aprobación del crédito (véase gráfico D).

Gráfico C

Tipos de interés sintéticos aplicados a los préstamos concedidos a las sociedades no financieras



Fuente: BCE.

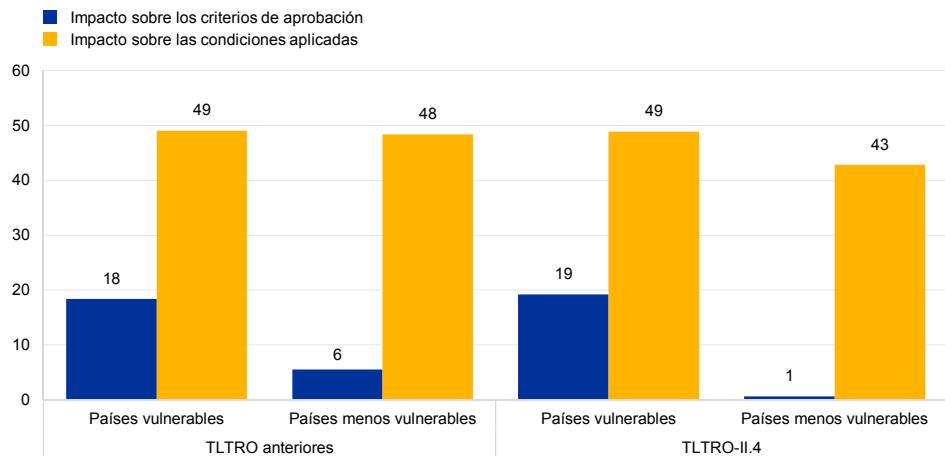
Notas: La línea vertical señala el anuncio del paquete de medidas de expansión crediticia (que incluía las TLTRO-I) en junio de 2014. La última observación corresponde a febrero de 2017.

³⁹ Véase el artículo titulado «The transmission of the ECB's recent non-standard monetary policy measures», *Boletín Económico*, número 7, BCE, 2015.

Gráfico D

Impacto expansivo de las TLTRO anteriores e impacto expansivo previsto de la TLTRO-II.4 sobre los criterios de aprobación y sobre las condiciones aplicadas a los préstamos a empresas

(porcentaje de participantes en la encuesta sobre préstamos bancarios en la zona del euro de enero de 2017 que indicaron que las TLTRO contribuyeron considerablemente y moderadamente a la relajación de los criterios de aprobación y de las condiciones aplicadas a los préstamos)



Fuente: Encuesta sobre préstamos bancarios en la zona del euro de enero de 2017.

Notas: Las respuestas de la encuesta se refieren al impacto de todas las TLTRO realizadas anteriormente y al de la TLTRO-II.4 sobre las condiciones aplicadas al crédito bancario. Los países vulnerables son Irlanda, Grecia, España, Italia, Chipre, Portugal y Eslovenia. Los países menos vulnerables son los demás países de la zona del euro.

Las TLTRO parecen estar contribuyendo a un aumento de los volúmenes de intermediación en los países menos vulnerables de la zona del euro y a una ralentización de la contracción del crédito bancario en los países vulnerables.

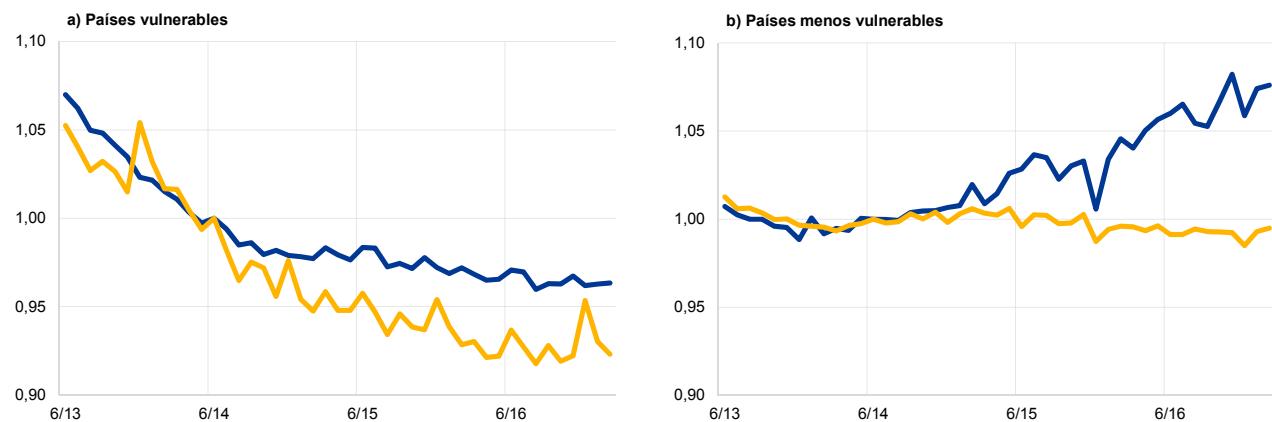
En el gráfico E se compara la evolución de los préstamos concedidos a las sociedades no financieras por el grupo de entidades de crédito que participaron en las TLTRO-I y en las TLTRO-II con los otorgados por entidades que no participaron en ninguna de las operaciones de las dos series. Con anterioridad a la introducción de las TLTRO-I, la financiación neta concedida por los dos grupos de entidades evolucionó, en gran medida, en paralelo. El crédito otorgado por las entidades que no participaron en las TLTRO parece haberse mantenido prácticamente sin variación en el período posterior. En los países vulnerables, las entidades no participantes han continuado reduciendo los préstamos a un ritmo relativamente estable y solo se ha producido una ralentización muy gradual de la contracción del crédito concedido. En cambio, las entidades que participaron en las dos series de TLTRO han ralentizado de forma significativa el ritmo al que han recortado el crédito a las sociedades no financieras. En los países menos vulnerables, parece que las entidades participantes en las operaciones han incrementado los volúmenes de intermediación.

Gráfico E

Crédito a las sociedades no financieras por entidades participantes y no participantes en las TLTRO

(Índice: junio 2014 = 1)

- Participantes en las TLTRO-I y TLTRO-II
- No participantes en las TLTRO-I y TLTRO-II



Fuente: BCE.

Notas: El gráfico muestra la evolución del saldo nocial de los préstamos concedidos a las sociedades no financieras basada en una muestra de IFM para la que se dispone de información a escala de las IFM individuales. El saldo nocial se calcula sumando los flujos netos acumulados de préstamos a sociedades no financieras durante el período correspondiente al saldo de préstamos a este sector en junio de 2013. El gráfico ilustra la evolución agregada del crédito concedido por el grupo de entidades que obtuvieron fondos en las TLTRO-I y las TLTRO-II y del otorgado por el grupo de entidades que no participaron en ninguna operación de las dos series. Los países vulnerables son Irlanda, Grecia, España, Italia, Chipre, Portugal y Eslovenia. Los países menos vulnerables son los demás países de la zona del euro. El grupo de participantes de los países vulnerables está integrado por 48 entidades de contrapartida y el grupo de no participantes por 35. En los países menos vulnerables, el grupo de participantes está formado por 43 entidades de contrapartida, mientras que en el grupo de no participantes hay 91 entidades. Los datos no se han desestacionalizado y, por lo tanto, en ocasiones muestran pronunciados efectos de fin de año. La última observación corresponde a febrero de 2017.

El impacto de las TLTRO aún no se ha materializado del todo. Mientras que la transmisión de la primera serie de TLTRO a una mejora de las condiciones del crédito bancario ya está avanzada, el pleno impacto de las TLTRO-II todavía tiene que materializarse, ya que el consiguiente beneficio para el coste de financiación de las entidades solo se está trasladando gradualmente a los prestatarios en forma de mejores condiciones y de unos criterios de concesión de nuevos préstamos menos rigurosos. También conviene recordar que la financiación solicitada en la TLTRO-II.1 estuvo determinada, en gran medida, por la sustitución de fondos de las TLTRO-I. La financiación obtenida, neta de los reembolsos de fondos de las TLTRO-I, únicamente fue significativa en la TLTRO-II.4. El impacto de esta última operación todavía tiene que materializarse.

Artículos

1 La desaceleración de la productividad de la zona del euro en un contexto global

Un factor clave para mejorar el nivel de vida de las economías avanzadas es aumentar el crecimiento de la productividad del trabajo. Sin embargo, en la zona del euro, el avance de la productividad ha sido bajo durante mucho tiempo, incluso desde antes de la reciente contracción global. En este contexto, en este artículo se analiza la desaceleración del crecimiento de la productividad en la zona del euro desde una gran variedad de perspectivas teóricas utilizadas para explicar la ralentización mundial, entre ellas la influencia de los cambios observados en la composición sectorial de la economía, el impacto de la crisis financiera global, la posibilidad de errores de medición, la disminución de la tasa de progreso y difusión tecnológicos, el descenso del dinamismo empresarial y la asignación ineficiente de los factores de producción. En el artículo también se consideran factores locales más específicos que podrían explicar las debilidades más persistentes de la productividad en la zona del euro, y se señala la necesidad de acometer reformas estructurales para contrarrestar el prolongado déficit de productividad frente a Estados Unidos.

1 Introducción

Un factor clave para mejorar el nivel de vida de las economías avanzadas es aumentar el crecimiento de la productividad del trabajo. Esto es aplicable especialmente a la zona del euro, debido al rápido incremento de la edad de la población activa previsto. Un estudio reciente señala que, aunque los efectos demográficos solo han tenido hasta ahora un impacto moderado sobre el avance de la productividad de la zona del euro, se prevé que las tasas de envejecimiento de la población activa aumenten en las próximas décadas, lo que equivaldría a perder alrededor de una cuarta parte del crecimiento de la productividad previsto para el horizonte 2014-2035⁴⁰.

Sin embargo, el reciente crecimiento de la productividad del trabajo en la zona del euro ha sido bajo, tanto en términos históricos como internacionales, en un entorno de desaceleración generalizada del avance de la productividad a escala mundial. Dada esta generalización, el debate sobre las causas subyacentes sigue siendo intenso. Hay quienes sostienen que la ralentización refleja factores principalmente cíclicos, relacionados con el impacto de la crisis financiera global, mientras que otros hacen hincapié en factores estructurales más arraigados, como los cambios en la composición sectorial de la economía, los errores de medición, la

⁴⁰ Véase S. Aiyar, C. Ebeke y X Shao, «The impact of workforce aging on euro area productivity», IMF Country Report n.º 16/220, julio de 2016.

disminución de la tasa de progreso y difusión tecnológicos, o el descenso del dinamismo empresarial y la asignación ineficiente de los factores de producción.

En este artículo se analiza la desaceleración del crecimiento de la productividad en la zona del euro posterior a la crisis⁴¹ desde una perspectiva global. En la sección 2 se presentan algunas regularidades empíricas de la reciente desaceleración del crecimiento de la productividad en la zona del euro. En la sección 3 se realiza una descomposición contable del crecimiento y se muestra que la ralentización del avance de la productividad del trabajo en la zona del euro puede atribuirse —al menos desde la crisis financiera global— a la reducción de las tasas de crecimiento de la ratio capital-trabajo (intensidad del capital) y de la productividad total de los factores (PTF). En la sección 4 se analiza en qué medida las interpretaciones que ofrece actualmente la literatura permiten explicar la desaceleración de la productividad a escala mundial, mientras que en la sección 5 se consideran los factores específicos de la zona del euro que determinan el actual déficit de productividad frente a Estados Unidos. En el recuadro se examina la contribución de las reformas estructurales al avance de la productividad y se analiza el papel potencial de los consejos nacionales de productividad recientemente creados. Por último, en la sección 6 se presentan las conclusiones.

6 Conclusiones

La desaceleración del crecimiento de la productividad en la zona del euro desde la crisis económica y financiera probablemente se deba a una combinación de factores cíclicos y estructurales. Por lo que respecta a los factores cíclicos, es probable que el aumento de la incertidumbre y las restricciones crediticias que se derivan de una crisis tan prolongada hayan frenado algunas actividades innovadoras y el crecimiento de empresas de alta productividad, hayan retardado la reasignación de recursos desde unidades menos productivas a otras más productivas y hayan reducido la disposición de las empresas a asumir riesgos. No obstante, la acusada desaceleración observada desde la crisis representa la continuación de una tendencia a la baja del crecimiento de la productividad del trabajo en las economías avanzadas iniciada a mediados de la década de los noventa del siglo pasado.

Desde una perspectiva de más largo plazo, el crecimiento de la productividad del trabajo en la zona del euro ha sido débil, en términos internacionales, durante las dos últimas décadas. Es probable que este déficit refleje rigideces estructurales arraigadas —como unos mercados de productos y de trabajo muy regulados—, que limitan el crecimiento y la innovación empresarial en la zona del euro más que en otras muchas economías avanzadas. Actualmente se dispone de evidencia significativa y creciente que pone de relieve los mecanismos y la magnitud

⁴¹ En este artículo, el «período anterior a la crisis» finaliza en 2007 y las referencias al «período de la crisis», sin ninguna calificación adicional, aluden a la crisis de la zona del euro entre 2008 y 2012, que abarca las dos recesiones registradas en la zona y el período intermedio. Los términos «período posterior a la crisis» y «recuperación» se refieren al período a partir de 2013 (en la medida en que lo permiten los datos pertinentes disponibles). Las referencias a la «Gran Recesión» y a la «crisis financiera global» aluden a la recesión registrada simultáneamente en todo el mundo en 2008-2009.

del impacto de unas trabas administrativas y burocráticas, poco favorables para las empresas, sobre el crecimiento de la productividad del trabajo, como las relacionadas, entre otros aspectos, con las deficiencias en la calidad institucional y regulatoria, los obstáculos a la entrada y salida de empresas, las restricciones a la disponibilidad de crédito, los mayores costes de renegociación de la deuda, los fallos en los sistemas para garantizar el cumplimiento de los contratos, y el diseño de la legislación de protección del empleo.

Es especialmente urgente la ejecución de reformas estructurales para impulsar el crecimiento de la productividad del trabajo en la zona del euro en vista del envejecimiento de la población de la zona y de que los efectos beneficiosos de estas reformas solo se ponen plenamente de manifiesto en el medio plazo. Aunque la recuperación económica se está afianzando, es necesario reactivar el proceso de reformas para que el repunte cíclico se traduzca en un crecimiento tendencial de la productividad más sólido. La aplicación de reformas que aborden deficiencias institucionales fundamentales, como los cuellos de botella y las ineficiencias del sistema regulatorio, las ineficiencias y el despilfarro en la Administración pública, el escaso control de la corrupción y el deficiente funcionamiento de los sistemas judiciales, parece de vital importancia en muchos países de la zona del euro. La mejora de los mecanismos de renegociación de la deuda, incluida la mayor eficiencia de los procesos judiciales y de los instrumentos extrajudiciales, ayudaría a aliviar la carga financiera de las empresas productivas y viables, facilitar la salida de las empresas inviables y abrir los mercados a nuevas empresas. En muchos casos es probable que estas reformas conlleven un coste económico relativamente bajo a corto plazo, pero son fundamentales para infundir confianza, mejorar el entorno empresarial e impulsar la productividad del trabajo. La culminación de la unión de los mercados de capitales también brindaría a los emprendedores y a los innovadores fuentes de financiación alternativas para proyectos innovadores. Por último, la intensificación de los esfuerzos para mejorar la adquisición de competencias y la movilidad contribuiría a la reasignación sectorial, permitiendo así que todos los ciudadanos se beneficien de una economía con mayor crecimiento.

Al situar firmemente el crecimiento de la productividad del trabajo en el centro de la política económica posterior a la crisis, los consejos nacionales de productividad recientemente creados podrían contribuir a dar un mayor impulso a la adopción de nuevas reformas estructurales, indispensables para estimular —de manera sostenible— el crecimiento de la productividad del trabajo en la zona del euro en las próximas décadas. No obstante, el éxito de estos consejos dependerá en gran medida de la disposición de los diversos agentes implicados a emprender las reformas necesarias.

[Si desea leer el artículo completo en su versión en inglés, haga clic aquí.](#)

2

Estadísticas armonizadas sobre servicios de pago en la Zona Única de Pagos en Euros

Las estadísticas anuales sobre pagos elaboradas por el Sistema Europeo de Bancos Centrales (SEBC) se han mejorado de forma significativa recientemente en respuesta a la necesidad de reflejar importantes avances en el mercado de pagos en Europa, en particular la implantación de la Zona Única de Pagos en Euros (SEPA, en sus siglas en inglés). En este artículo se presentan los motivos que justifican los cambios introducidos en las estadísticas de pagos y se explica cómo se ha mejorado la presentación de información y se ha aumentado la armonización. Asimismo, se centra en los resultados de las primeras rondas de producción de estadísticas elaboradas con arreglo al nuevo sistema de presentación de información, poniendo de relieve el mayor detalle, calidad, comparabilidad y facilidad de uso de las estadísticas. Además, el artículo subraya la necesidad de seguir actualizando las exigencias de información para que las estadísticas conserven su vigencia y utilidad.

Introducción

Las estadísticas de pagos tienen dos objetivos principales: i) ofrecer una visión general de los servicios de pago en Europa a los ciudadanos y a los agentes implicados en términos de número de operaciones, importes, servicios, proveedores y sistemas, y ii) contribuir a las decisiones estratégicas del SEBC en este ámbito proporcionando información estadística relevante.

Ambos objetivos conllevan la necesidad de actualizar el sistema de presentación de la información para tener en cuenta la evolución del mercado de pagos. A finales de 2013 se aprobó un nuevo *acto jurídico*⁴² que contribuyó a la mejora de las estadísticas de pagos en Europa al exigir que, entre otras cosas, reflejaran los cambios ocasionados por la implantación de la SEPA a través de legislación europea relacionada, en particular de la *Directiva de Servicios de Pago*⁴³ (PSD, en sus siglas en inglés). La nueva legislación también tenía por objeto recoger mejor las innovaciones, en especial en lo que respecta a los canales para la iniciación de pagos, si bien es preciso seguir trabajando sobre estos aspectos a la vista de los continuos desarrollos tecnológicos y legislativos.

Para mejorar el marco jurídico de las estadísticas de pagos europeas se siguió un procedimiento de análisis de beneficios y costes en el que participaron los comités y grupos de trabajo del SEBC pertinentes y que culminó con la decisión final del Consejo de Gobierno del BCE adoptada en 2013. Este

⁴² Reglamento (UE) n.º 1409/2013 del Banco Central Europeo de 28 de noviembre de 2013 sobre estadísticas de pagos (BCE/2013/43) (DO L 352, 24.12.2013, p. 18).

⁴³ Directiva 2007/64/CE del Parlamento Europeo y del Consejo de 13 de noviembre de 2007 sobre servicios de pago en el mercado interior y por la que se modifican las directivas 2002/65/CE, 2013/36/UE y 2009/110/CE, y se deroga la Directiva 2007/64/CE (DO L 319, 5.12.2007, p. 1). Véase también el Reglamento (UE) n.º 260/2012 del Parlamento Europeo y del Consejo de 14 de marzo de 2012 por el que se establecen requisitos técnicos y empresariales para las transferencias y los adeudos domiciliados en euros, y se modifica el Reglamento (CE) n.º 924/2009 (DO L 94, 30.3.2012, p. 22), denominado con frecuencia «Reglamento SEPA».

procedimiento se estableció para analizar los beneficios y los costes de elaborar nuevas estadísticas del SEBC o mejorar las existentes, con el fin de minimizar la carga informadora. Se inició en 2011, antes de llevar a cabo una revisión de las estadísticas de pagos actuales para reflejar las nuevas condiciones, en particular las creadas por la SEPA. El procedimiento incluyó un ejercicio de investigación y una evaluación de los costes y de los beneficios, y a continuación se compararon los beneficios y los costes asociados a las mejoras propuestas. El ejercicio de investigación permitió recabar la opinión de los agentes informadores, de los receptores de la información y de los usuarios, tanto a escala nacional como europea. Su objetivo era contribuir a definir una población informadora adecuada y armonizada, así como preparar la evaluación de costes ofreciendo diversas opciones para la futura elaboración de la información. El análisis de costes distingüía entre costes de implantación y costes de ejecución para cada actor implicado en el proceso de elaboración de la información y para cada nueva partida sobre la que deba informarse. En el análisis de los beneficios se aunaron consideraciones cuantitativas y cualitativas sobre la utilidad y la relevancia de los datos para el cumplimiento de los cometidos del SEBC. A continuación se examinaron las mejoras propuestas (especialmente aquellas con costes más elevados), teniendo en cuenta sus beneficios, para determinar los cambios que debían implementarse teniendo en consideración los costes asociados. Como resultado del procedimiento de análisis de beneficios y costes, la población informadora se amplió y el sistema de elaboración de la información se perfeccionó y armonizó con el fin de mejorar la comparabilidad, en particular mediante cambios metodológicos y nuevas desagregaciones. Las mejoras contribuyen a garantizar un seguimiento más estrecho de los pagos SEPA y de los pagos nacionales, y a presentar nuevos datos sobre proveedores de servicios de pago y sobre servicios de pago. Estas mejoras se analizan con más detalle en las siguientes secciones de este artículo.

En este artículo se describe el proceso que culminó en las actuales estadísticas de pagos mejoradas, en su implementación y en la posibilidad de ulteriores mejoras. La segunda sección analiza el marco jurídico recientemente mejorado; la tercera se centra en los resultados de las primeras rondas de producción de estadísticas elaboradas con arreglo a la nueva metodología, y la cuarta presenta las conclusiones, a la espera de la próxima revisión del marco jurídico de las estadísticas de pagos en Europa.

Conclusiones

Los importantes avances observados en el mercado europeo de pagos plantearon la necesidad de actualizar las estadísticas de pagos recopiladas por el SEBC. Como consecuencia del análisis de beneficios y costes llevado a cabo en 2011 y 2012, a finales de 2013 se introdujo un nuevo Reglamento del BCE sobre estadísticas de pagos. Por lo tanto, a partir del año de referencia 2014, todos los proveedores de servicios de pago y los operadores de sistemas de pago residentes en la zona del euro tienen la obligación de presentar la información incluida en el Reglamento al BCN del Estado miembro de residencia.

Además de ampliar la población informadora se han introducido nuevos requisitos y mejoras para que las estadísticas conserven su vigencia y utilidad. Se han precisado las definiciones y los conceptos existentes y se han armonizado con la legislación europea pertinente. El BCE y los BCN cooperaron estrechamente en estas modificaciones.

Las nuevas estadísticas muestran que la calidad y la comparabilidad de los datos han mejorado gracias a la elaboración de información más armonizada por parte de los distintos países e instituciones. No obstante, se observan algunas inconsistencias entre países que actualmente se están analizando y clarificando. En general se espera que la homogeneidad y la fiabilidad de los datos aumenten con el tiempo.

Para ir al compás de los desarrollos tecnológicos, regulatorios y de otro tipo que influyen en el entorno de los pagos en Europa, las exigencias de información estadística pueden revisarse periódicamente.

Además de contribuir a las estadísticas de pagos en Europa, el BCE y algunos BCN del Eurosistema también están participando en los trabajos de actualización de las estadísticas sobre sistemas de pago, compensación y liquidación de los países miembros del Comité de Pagos e Infraestructuras del Mercado (CPMI, en sus siglas en inglés) que publica el BPI.

[Si desea leer el artículo completo en su versión en inglés, haga clic aquí.](#)

© Banco Central Europeo, 2017

Apartado de correos 60640 Fráncfort del Meno, Alemania
Teléfono: +49 69 1344 0
Sitio web: www.ecb.europa.eu

Traducción efectuada por el Banco de España. Todos los derechos reservados. Se permite la reproducción para fines docentes o sin ánimo de lucro, siempre que se cite la fuente.

Este Boletín ha sido elaborado bajo la responsabilidad del Comité Ejecutivo del BCE. Su traducción y su publicación corren a cargo de los bancos centrales nacionales.

La recepción de datos para elaborar este Boletín se cerró el 26 de abril de 2017.

ISSN 2363-3492 (edición electrónica)
Número de catálogo UE QB-BP-17-003-ES-N (edición electrónica)