

Recuadros

1 Análisis de la evolución reciente de los riesgos globales

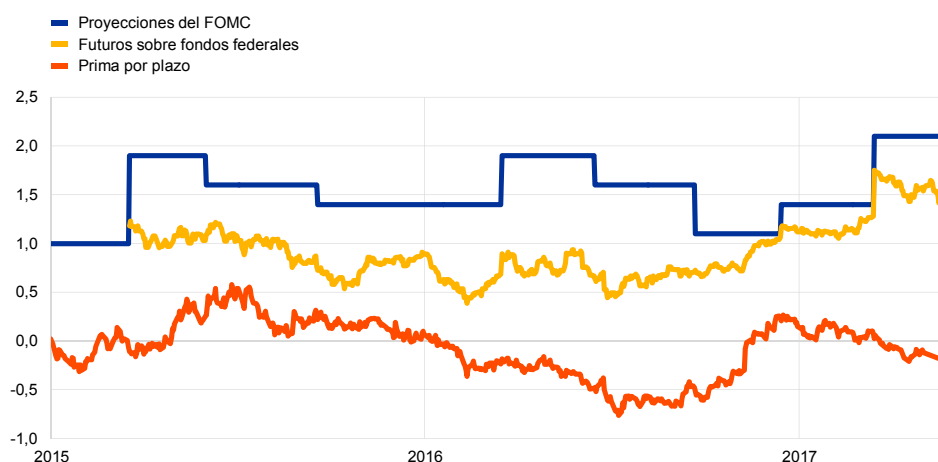
En este recuadro se presenta un análisis cualitativo de la evolución de los principales riesgos globales desde principios de 2016.

Parece que los riesgos de un cambio brusco en las condiciones financieras a escala mundial se han atenuado, pero no han desaparecido. Desde el episodio de inquietud en los mercados de 2013 conocido como *taper tantrum*, cuando las expectativas relativas a la política monetaria de Estados Unidos cambiaron repentinamente, la combinación de una comunicación cautelosa y un endurecimiento monetario muy gradual por parte de la Reserva Federal parece haber mitigado en cierta medida dichos riesgos. En particular, las diferencias entre las expectativas de los mercados y las proyecciones del Comité de Operaciones de Mercado Abierto de la Reserva Federal (FOMC, en sus siglas en inglés) en relación con los tipos de interés se han reducido (véase gráfico A), lo que sugiere que las perspectivas de sorpresas en la política monetaria han disminuido. No obstante, se mantiene la incertidumbre en torno al ciclo de endurecimiento en Estados Unidos y, pese al modesto repunte de la prima por plazo desde mediados de 2016, los tipos de interés a más largo plazo permanecen en niveles muy bajos.

Gráfico A

Tipos de interés de los fondos de la Reserva Federal de EEUU en comparación con las proyecciones del FOMC

(proyecciones para el cierre del año natural siguiente; porcentajes)



Fuente: Cálculos de los expertos del BCE basados en datos de Bloomberg y de la Reserva Federal.

Notas: La última observación corresponde al 23 de mayo de 2017 para los futuros sobre fondos federales y al 15 de marzo de 2017 para las proyecciones del FOMC. La prima por plazo es la estimación del Banco de la Reserva Federal de Nueva York basada en los rendimientos de los bonos del Tesoro a diez años.

Al mismo tiempo, las principales economías emergentes parecen estar en mejores condiciones que hace algunos años para hacer frente a unas condiciones de financiación externa más duras. En los últimos años se han reducido las vulnerabilidades y los desequilibrios externos en varias economías

emergentes, donde han aumentado los tipos de interés reales, ha caído la inflación, se ha ralentizado el crecimiento del crédito y han disminuido los desequilibrios por cuenta corriente. Esta evolución debería incrementar su resistencia frente a perturbaciones adversas en la financiación externa. Sin embargo, algunas economías emergentes, en especial aquellas que tienen una abultada deuda externa, siguen estando expuestas al riesgo de un brusco endurecimiento de las condiciones financieras a escala mundial. En consecuencia, las perspectivas mundiales siguen enfrentándose al riesgo de un giro repentino en el sentimiento de los mercados financieros mundiales que afecte a la actividad internacional, y, particularmente, a la actividad de dichas economías.

El respaldo de las políticas al crecimiento ha atenuado la preocupación por las perspectivas a corto plazo de China. Desde mediados de 2015 existía una preocupación importante por las perspectivas de China, en un entorno de temores por la acusada ralentización de la actividad, las salidas de capital y la depreciación del renminbi, agravados por el aumento de la incertidumbre en torno a las políticas. La aplicación de medidas firmes, que incluyeron un respaldo fiscal sustancial, gasto en infraestructuras, condiciones financieras más laxas y un endurecimiento de los controles de capitales, alivió dichas preocupaciones. Estas medidas, que ponen de manifiesto la determinación de las autoridades de mantener el crecimiento próximo a los objetivos marcados, pueden haber ayudado a calmar la inquietud acerca de las perspectivas a corto plazo. Sin embargo, sus costes fueron significativos e incluyeron un incremento adicional del endeudamiento y una asignación más ineficiente de recursos (al haberse concentrado el estímulo de nuevo en el sector público). El endurecimiento de los controles de capitales también ha contribuido a propulsar un auge del mercado de la vivienda, ya que los fondos se canalizaron hacia los activos internos.

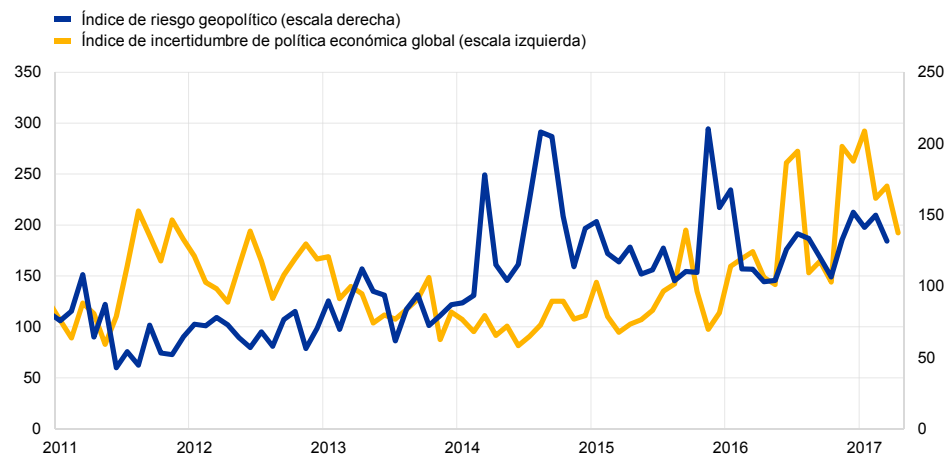
La incertidumbre en torno a las políticas económicas ha crecido a nivel global, con una preocupación por la adopción de políticas más proteccionistas, al tiempo que las tensiones geopolíticas continúan siendo elevadas. Las tensiones geopolíticas han representado un importante riesgo a la baja para el crecimiento en los últimos años, aunque su intensidad y localización han variado a lo largo del tiempo, abarcando desde el conflicto en Oriente Próximo y las tensiones con Corea del Norte y en el mar del Sur de China, hasta las tensiones políticas entre Turquía y la UE y su impacto en los flujos de refugiados hacia la UE. Algunos de estos riesgos son de carácter más local o regional, mientras que otros revisten una dimensión más global, y resulta difícil estimar su probabilidad e impacto. Un índice de tensiones geopolíticas, que recoge incidentes bélicos, tensiones políticas y atentados terroristas, muestra un nivel prácticamente estable entre principios de 2016 y comienzos de 2017⁸. Además, desde las elecciones en Estados Unidos, han aumentado las presiones para que se adopten políticas más proteccionistas. En conjunto, la incertidumbre de política económica global ha seguido una tendencia al alza en los últimos años (véase gráfico B).

⁸ Dario Caldara y Matteo Iacoviello, «Measuring Geopolitical Risk», Working Paper, Junta de Gobernadores de la Reserva Federal, 2016.

Gráfico B

Incertidumbre de política económica global e indicadores de tensiones geopolíticas

(Índices)



Fuentes: Haver, Reserva Federal y cálculos de los expertos del BCE.

Notas: El índice de incertidumbre de política económica global es una media ponderada por el PIB de 17 países. El índice de riesgo geopolítico mide la incidencia de conflictos bélicos, tensiones geopolíticas y atentados terroristas. La última observación corresponde a marzo de 2017 para el riesgo geopolítico y a abril de 2017 para la incertidumbre de política económica global.

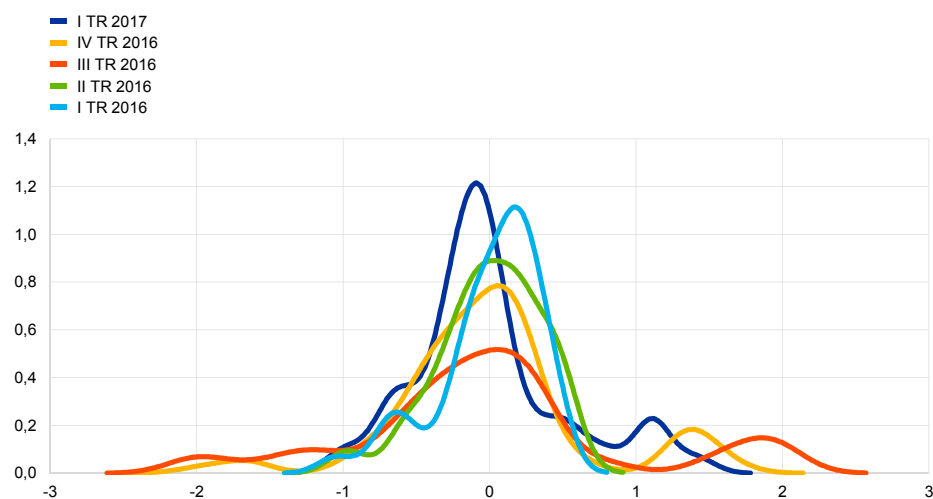
Continúan los riesgos a medio plazo de que el Brexit tenga efectos adversos.

El impacto inmediato del referéndum del Reino Unido sobre su pertenencia a la UE ha sido más leve de lo inicialmente esperado. La actividad en el Reino Unido fue relativamente vigorosa en 2016, aunque se moderó a principios de este año al elevarse la inflación tras la depreciación de la libra esterlina. La dispersión de las previsiones recopiladas por Consensus Economics se ha reducido (véase gráfico C), si bien sigue siendo mayor que en el período anterior al referéndum. Sin embargo, persisten los riesgos a medio plazo, especialmente en relación con los resultados de las negociaciones sobre las condiciones de su salida de la UE y las relaciones comerciales en el futuro.

Gráfico C

Dispersión de las previsiones de crecimiento para el Reino Unido

(densidades de kernel del crecimiento a un año corregido por la media)



Fuentes: Consensus Economics y cálculos de los expertos del BCE.

En suma, el análisis sugiere que los actuales riesgos a la baja para el crecimiento mundial pueden haber disminuido en el último año, aunque no han desaparecido y, además, han surgido nuevos riesgos. Por una parte, parece que la cautelosa comunicación por parte de la Reserva Federal, combinada con un endurecimiento muy gradual de la política monetaria y el descenso de las vulnerabilidades en las principales economías emergentes, han reducido el riesgo de un endurecimiento desordenado de las condiciones financieras a nivel mundial. Por otra parte, aunque las medidas adoptadas para respaldar la actividad han ayudado a aliviar la preocupación en torno a las perspectivas a corto plazo de China, las vulnerabilidades a medio plazo continúan siendo elevadas, dado el incremento adicional del endeudamiento. Además, las tensiones geopolíticas siguen siendo altas. Al mismo tiempo, han surgido nuevas fuentes de riesgo. En particular, existe una significativa incertidumbre en torno a las intenciones de la nueva Administración de Estados Unidos en materia de política fiscal y, especialmente, comercial, pudiendo tener esta última efectos adversos potencialmente significativos sobre la economía mundial. Asimismo, las previsiones de recuperación gradual de la economía mundial están supeditadas a determinadas hipótesis importantes sobre las políticas, y siguen dependiendo en gran medida del respaldo de las políticas monetarias y fiscales. Por tanto, en conjunto, aunque parece que algunos riesgos han disminuido, el balance de riesgos para las perspectivas mundiales continúa inclinado a la baja.

2 El programa de compras de bonos corporativos del BCE: implementación e impacto

El 8 de junio de 2017 se cumplió el primer aniversario de la puesta en marcha del programa de compras de bonos corporativos (CSPP, en sus siglas en inglés)⁹. El CSPP forma parte del programa ampliado de compra de activos (APP, en sus siglas en inglés) del Eurosistema y se introdujo con el objetivo de reforzar la transmisión de las adquisiciones de activos por parte del Eurosistema a las condiciones de financiación de la economía real.

El universo de bonos admisibles en el CSPP es intencionadamente amplio y su composición se guía principalmente por consideraciones de política monetaria y de gestión de los riesgos. Para lograr su objetivo de mantener la estabilidad de precios, el BCE tiene el mandato de actuar de conformidad con el principio de una economía de mercado abierta con libre competencia, favoreciendo una asignación eficiente de los recursos. En consecuencia, el BCE intenta que la implementación del APP tenga un efecto neutral sobre el mercado y, por ello, en el CSPP; las adquisiciones se efectúan basándose en una cartera de referencia que refleja de manera proporcional el valor de mercado de los bonos admisibles¹⁰.

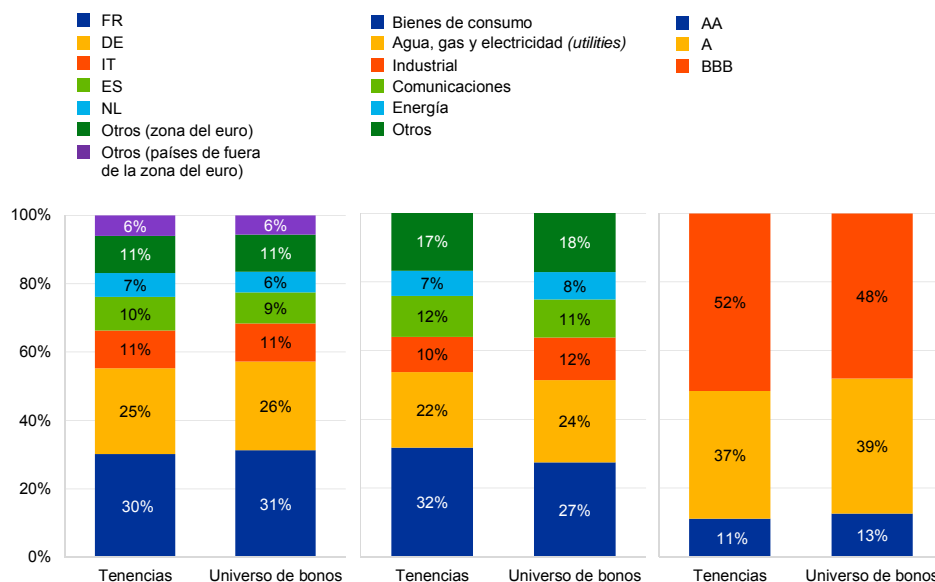
La composición de la cartera de valores adquiridos en el marco del CSPP refleja, en general, la del universo de bonos admisibles en el programa. Las tenencias de valores del CSPP se situaban en 92 mm de euros el 7 de junio de 2017, lo que corresponde a aproximadamente el 11 % del universo de bonos admisibles en el programa, y están muy diversificadas entre aproximadamente 950 valores emitidos por unos 200 grupos de emisores. El detalle de los valores mantenidos en el CSPP por riesgo país sigue muy de cerca el del universo de bonos admisibles (véase gráfico A), y tampoco se observan desviaciones importantes entre los valores adquiridos en el marco del programa y sus respectivos porcentajes en el universo de bonos admisibles en el CSPP en términos de sectores de actividad económica o grupos de calificación crediticia. Un 12 % de los valores del CSPP se adquirieron con rendimientos negativos, aunque superiores al tipo de interés de la facilidad de depósito.

⁹ En el recuadro titulado «El mercado de renta fija privada y el programa de compras de bonos corporativos del BCE», *Boletín Económico*, número 5, BCE, agosto de 2016, se presenta un análisis inicial del impacto del CSPP.

¹⁰ El BCE adquiere valores emitidos por empresas no pertenecientes al sector bancario establecidas en la zona del euro, tanto en el mercado primario como en el secundario. Para poder ser adquiridos, los valores deben estar admitidos como activos de garantía en las operaciones de crédito del Eurosistema. Para más información sobre el diseño del programa y los criterios de admisión, véase la Decisión (UE) 2016/948 del Banco Central Europeo, de 1 de junio de 2016, sobre la ejecución del programa de compras de bonos corporativos (BCE/2016/16) (DO L 157, 15.6.2016, p. 28).

Gráfico A

Clasificación por país, sector y calificación crediticia de las tenencias de valores del CSPP y del universo de bonos admisibles en el programa



Fuentes: BCE y Bloomberg.

Notas: Se utilizan las clasificaciones de Bloomberg para riesgo país, sector y las mejores calificaciones crediticias (categorías generales). La distribución se basa en valores nominales.

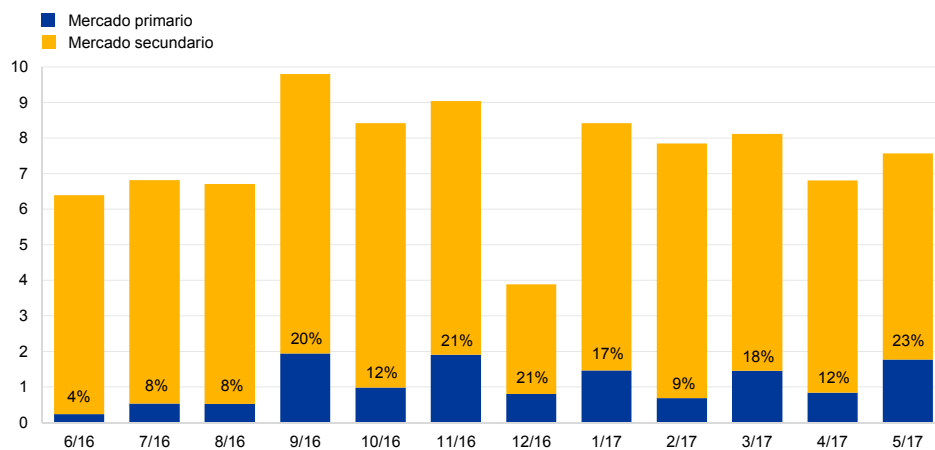
A fin de asegurar la eficacia de la política monetaria, al tiempo que se mantiene la igualdad de condiciones para todos los participantes en el mercado y se evitan distorsiones injustificadas en los mercados, los bonos admisibles en el CSPP no son objeto de una discriminación positiva o negativa en función de criterios medioambientales o sociales. Si bien el BCE comparte la opinión de que el interés por aspectos medioambientales y un comportamiento ético y socialmente responsable son importantes para la sociedad, la tarea de acordar, definir y promover las políticas y medidas adecuadas corresponde (en primera instancia) a los responsables de la toma de decisiones políticas. No obstante, no es posible incorporar estos aspectos en un programa de compra de activos a gran escala que se lleva a cabo como medida de política monetaria transitoria durante un período relativamente breve. Ello limitaría la eficacia con la que el APP contribuye al cumplimiento del mandato del BCE de mantener la estabilidad de precios. Cabe señalar que varios activos clasificados como «bonos verdes» son admisibles en el CSPP y también han sido adquiridos por el Eurosistema. Las tenencias de estos bonos son básicamente acordes con sus ponderaciones en la cartera de referencia.

El ritmo de las compras efectuadas en el marco del CSPP depende de las condiciones vigentes en los mercados. Las compras netas mensuales durante el período comprendido entre junio de 2016 y mayo de 2017 (inclusive) han fluctuado entre algo menos de 4 mm de euros y algo menos de 10 mm de euros (véase gráfico B). Las adquisiciones fueron especialmente reducidas antes del final del año, un período que suele caracterizarse por un volumen muy poco significativo de emisiones de bonos y de bajos niveles de liquidez en el mercado secundario.

Gráfico B

Compras netas mensuales en el marco del CSPP según el método de las transacciones

(mm de euros)



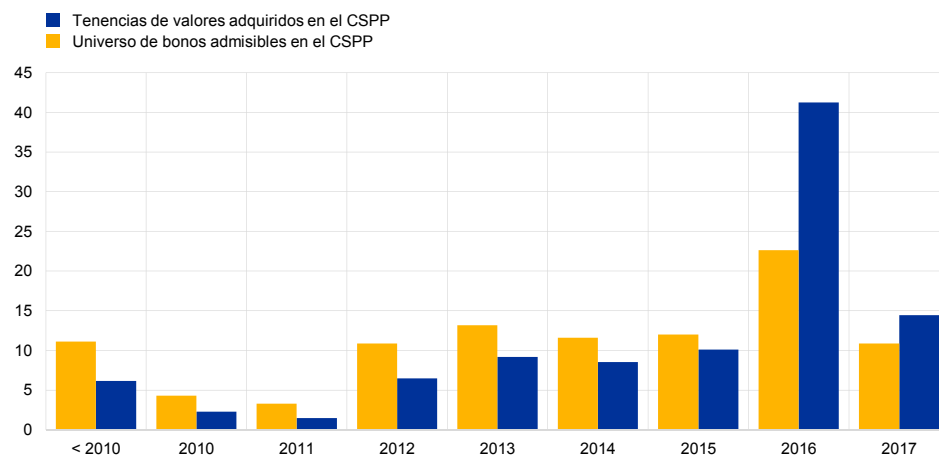
Fuentes: BCE y Bloomberg.
Nota: La distribución se basa en valores contables.

En el marco del CSPP, las adquisiciones se efectúan en los mercados primario y secundario. Desde la introducción del programa, un 15 % de los valores se han comprado en el mercado primario. Como consecuencia de estas adquisiciones en el mercado primario y de la mayor liquidez de los nuevos bonos emitidos, las tenencias de valores del CSPP tienden a centrarse en bonos de emisiones más recientes, correspondiendo más de la mitad a 2016 y 2017 (véase gráfico C). La demanda de emisiones de bonos corporativos admisibles en el CSPP por parte de los inversores aproximadamente triplicó, en promedio, el importe emitido. Por norma general, los emisores tratan al Eurosistema del mismo modo que a la mayoría de los demás inversores en lo que respecta a las asignaciones finales.

Gráfico C

Tenencias de valores del CSPP por año de emisión

(porcentajes)



Fuentes: BCE y Bloomberg.

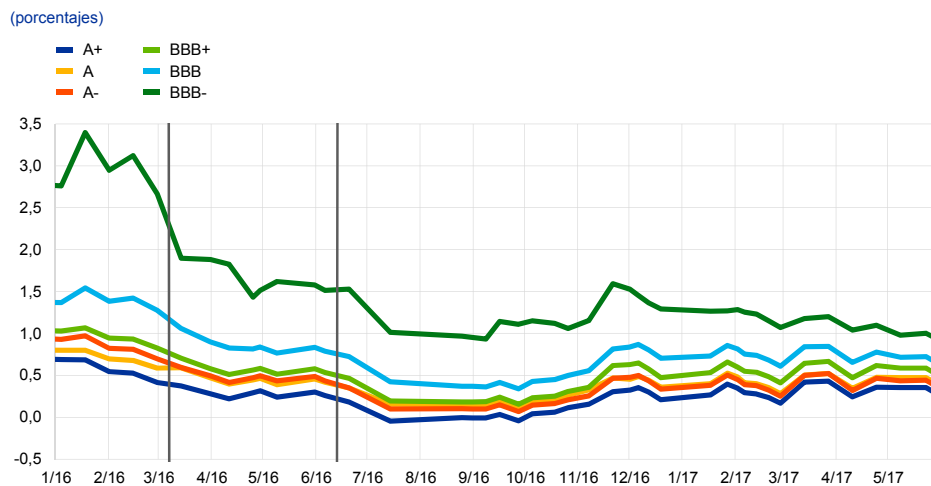
Nota: La distribución se basa en valores nominales. Los datos correspondientes al año 2017 incluyen las compras de bonos durante el período comprendido entre el 1 de enero y el 7 de junio.

El mercado de valores de renta fija privada ha evolucionado de forma positiva desde que se anunció el CSPP en marzo de 2016. En esos momentos, el anuncio tuvo un efecto apreciable en la valoración de los bonos corporativos en el mercado secundario¹¹. En la zona del euro, los rendimientos de estos bonos continuaron descendiendo entre el período posterior al anuncio y el otoño de 2016 (véase gráfico D), cuando aumentaron de nuevo en un contexto de expansión de la oferta de nuevos bonos y de incremento de las primas de riesgo a escala global. Desde principios de 2017, los rendimientos de estos valores han disminuido, en general, en un entorno de volatilidad relativamente baja. La situación de liquidez en los mercados sigue siendo favorable, en líneas generales, para las adquisiciones de bonos del Eurosistema en el marco del CSPP.

¹¹ En el recuadro titulado «El mercado de renta fija privada y el programa de compras de bonos corporativos del BCE», *Boletín Económico*, número 5, BCE, agosto de 2016, se presenta un análisis inicial del impacto del CSPP.

Gráfico D

Rendimientos a cinco años de los bonos admisibles en el CSPP según su calificación crediticia



Fuentes: BCE y Bloomberg.

Notas: Se han utilizado datos quincenales. Las líneas verticales indican el anuncio del CSPP el 10 de marzo de 2016 y el inicio de las adquisiciones en el marco del programa el 8 de junio de 2016. Los rendimientos a cinco años con plazos de vencimiento constantes se basan en estimaciones de las curvas de rendimiento de las carteras de bonos admisibles en el CSPP utilizando la primera mejor calificación crediticia.

Las primas de riesgo en el mercado de bonos admisibles en el CSPP han sido contenidas y han mostrado su capacidad de resistencia ante perturbaciones.

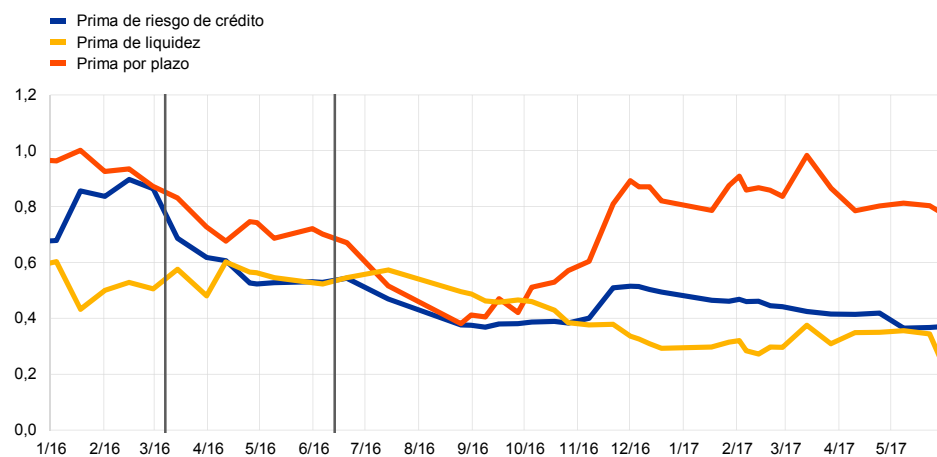
La prima de riesgo de crédito lleva descendiendo de manera casi continua desde el anuncio del CSPP (véase gráfico E). Los participantes en el mercado indican que esto refleja (entre otros factores) el apetito de los inversores por bonos emitidos por empresas con calificación crediticia más baja, y observan asimismo que, como consecuencia del CSPP, los inversores están reequilibrando sus carteras en favor de activos de mayor riesgo no admisibles o con el fin de ajustar la distribución geográfica a valores de países de fuera de la zona del euro. La prima por plazo también disminuyó durante la mayor parte de 2016, antes de aumentar de nuevo en el cuarto trimestre del año. En opinión de los participantes en el mercado, algunos inversores están menos dispuestos a exponerse al riesgo asociado a la prima por plazo en el mercado de valores de renta fija privada, anticipándose a un posible incremento de los tipos de interés a nivel mundial. La prima de liquidez lleva registrando una ligera tendencia a la baja desde el inicio del CSPP, lo que constituye una señal positiva de que el mercado funciona correctamente¹².

¹² Este descenso se ha producido aunque las adquisiciones efectuadas en el CSPP se han centrado en bonos con saldos vivos más elevados, que suelen ser más líquidos que los bonos con saldos vivos más bajos y, por lo tanto, se ofrecen con más frecuencia para su adquisición por el Eurosistema.

Gráfico E

Primas de riesgo de crédito, de liquidez y por plazo en el mercado de bonos del CSPP

(porcentajes)



Fuentes: BCE y Bloomberg.

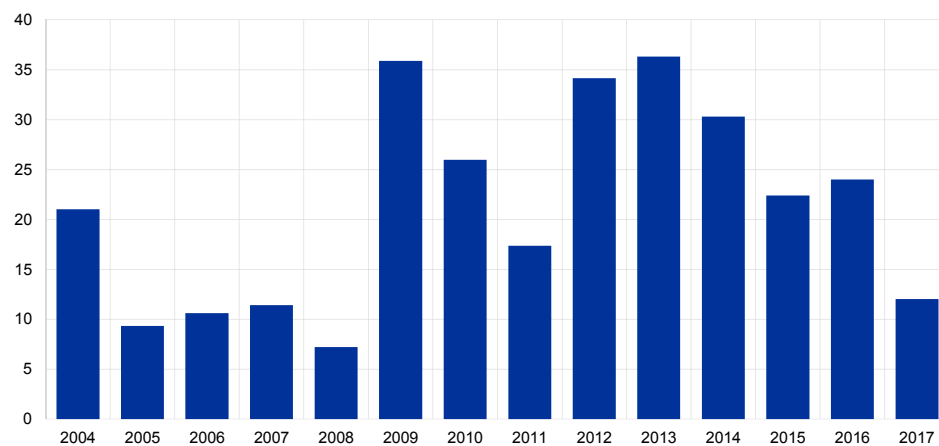
Notas: Se han utilizado datos quincenales. Las líneas verticales indican el anuncio del CSPP el 10 de marzo de 2016 y el inicio de las adquisiciones en el marco del programa el 8 de junio de 2016. La prima de crédito se aproxima por el diferencial de rendimientos entre los bonos corporativos a cinco años con calificación A+ y BBB admisibles en el CSPP. La prima por plazo se aproxima por la pendiente media (siete años menos dos años) de las curvas de rendimiento de las carteras de bonos corporativos con calificación A-, A y A+ admisibles en el CSPP. La prima de liquidez se aproxima por la diferencia entre las estimaciones de los rendimientos a cinco años de dos carteras de bonos corporativos con calificación BBB+ admisibles en el CSPP: una con un saldo vivo inferior a 300 millones de euros y otra con un saldo vivo superior a 500 millones de euros (los bonos de esta última cartera se consideran bonos de referencia en el mercado de valores de renta fija privada de la zona del euro).

Las condiciones de financiación de las empresas han mejorado. Los participantes en el mercado mencionan el CSPP como un factor que ha contribuido a la capacidad de las empresas para emitir bonos y a la profundización del mercado de valores de renta fija privada. No obstante, no parece que el CSPP haya provocado de manera directa un aumento de las emisiones por parte de emisores nuevos o poco frecuentes de la zona del euro (véase gráfico F).

Gráfico F

Emisiones de bonos por parte de emisores poco frecuentes del sector de sociedades no financieras de la zona del euro

(mm de euros)



Fuente: Dealogic.

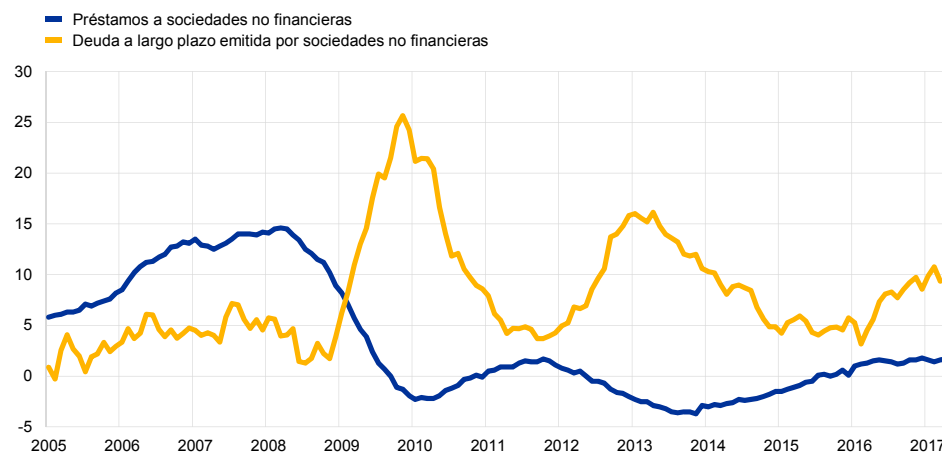
Notas: Los emisores poco frecuentes del sector de sociedades no financieras de la zona del euro se definen como empresas que no han emitido bonos en los cinco años naturales anteriores. Los datos correspondientes a 2017 abarcan el período comprendido entre el 1 de enero y el 7 de junio. Los datos incluyen todas las sociedades no financieras de la zona con calificación crediticia o sin ella que realizan emisiones en euros.

En general, la tasa de crecimiento interanual de las emisiones de bonos corporativos ha aumentado desde la primavera de 2016 y se situó en torno al 10 % en los primeros meses de 2017. Las emisiones de estos valores por parte de las sociedades no financieras de la zona del euro se incrementaron especialmente durante el período comprendido entre 2009 y 2010 y en 2013, cuando se utilizaron para sustituir a los préstamos bancarios en un contexto en que la concesión de créditos a este sector por parte de las entidades de crédito había disminuido. En cambio, el crecimiento de las emisiones observado recientemente se ha producido en un entorno de aumento de los préstamos bancarios y, por lo tanto, ha servido como complemento del crédito bancario para respaldar la financiación del sector de sociedades no financieras (véase gráfico G).

Gráfico G

Cambios en las fuentes de financiación de las sociedades no financieras de la zona del euro

(porcentaje; tasa de variación interanual)



Fuente: BCE.

Notas: Los datos incluyen las emisiones de deuda y los préstamos denominados en euros concedidos a todas las sociedades no financieras de la zona del euro incluidas en las estadísticas de emisiones de valores del BCE y en las estadísticas de las IFM (instituciones financieras monetarias). La última observación relativa a las estadísticas de valores del BCE corresponde a marzo de 2017, y, en el caso de las estadísticas de las IFM, a abril de 2017.

El CSPP también ha beneficiado a empresas que no recurren a la financiación en los mercados de capitales. Este es el caso especialmente de las pequeñas y medianas empresas (pymes), ya que las favorables condiciones en los mercados de renta fija han generado efectos de contagio positivos que han contribuido a la concesión de crédito bancario a través de diversos canales. Por ejemplo, cuando las grandes empresas se financian de manera creciente mediante emisiones de bonos (en lugar de solicitar préstamos bancarios) se libera capacidad en los balances de las entidades de crédito para una posible financiación de las pymes. Los resultados de la encuesta sobre el acceso a la financiación de las empresas de la zona del euro correspondiente al período comprendido entre octubre de 2016 y marzo de 2017 confirman que las pymes continuaron beneficiándose de la mayor disponibilidad de préstamos bancarios a tipos de interés más bajos que los indicados en la encuesta anterior.

3 Situación de liquidez y operaciones de política monetaria en el período comprendido entre el 25 de enero y el 2 de mayo de 2017

En este recuadro se describen las operaciones de política monetaria del BCE realizadas durante el primer y el segundo período de mantenimiento de reservas de 2017, comprendidos entre el 25 de enero y el 14 de marzo de 2017 y entre el 15 de marzo y el 2 de mayo de 2017, respectivamente. Durante estos períodos, los tipos de interés aplicados a las operaciones principales de financiación (OPF), a la facilidad marginal de crédito y a la facilidad de depósito se mantuvieron sin variación en el 0,00 %, el 0,25 % y el -0,40 %, respectivamente.

El 29 de marzo se liquidó la cuarta operación de financiación a plazo más largo con objetivo específico (TLTRO, en sus siglas en inglés) de la segunda serie de operaciones TLTRO (TLTRO-II) y proporcionó 233,4 mm de euros a los 474 participantes. El nivel de participación fue significativamente superior a las expectativas del mercado y se debió, principalmente, a los precios atractivos y al hecho de que esta operación fue la última de la serie. La liquidez inyectada por la operación solo fue ligeramente compensada con los reembolsos voluntarios en relación con la primera y segunda operación de la primera serie de TLTRO (TLTRO-I), que absorbieron 16,7 mm de euros. Como resultado de esa inyección neta de liquidez de 216,7 mm de euros, el saldo vivo total de los dos programas de operaciones TLTRO aumentó hasta situarse en 761,7 mm de euros al final del período analizado. La liquidación de la cuarta operación TLTRO-II coincidió con un descenso del volumen medio adjudicado en las OPF, que disminuyó 10,5 mm de euros hasta los 23,8 mm de euros, con respecto al séptimo y octavo período de mantenimiento de 2016.

Además, el Eurosistema continuó adquiriendo valores públicos, bonos garantizados, bonos de titulización de activos y bonos corporativos como parte de su programa ampliado de compra de activos (APP, en sus siglas en inglés), estando previsto realizar adquisiciones por importe de 80 mm de euros al mes, en promedio, hasta marzo de 2017, que se reducirán a 60 mm de euros al mes a partir de abril de 2017.

Necesidades de liquidez

En el período de referencia, las necesidades de liquidez diarias del sistema bancario de la zona del euro, definidas como la suma de los factores autónomos y las exigencias de reservas, se situaron, en promedio, en 1.086,2 mm de euros, lo que representa un incremento de 93 mm de euros con respecto al período de referencia anterior (es decir, el séptimo y el octavo período de mantenimiento de 2016). Las mayores necesidades de liquidez fueron atribuibles casi exclusivamente al aumento de 90,6 mm de euros registrado en la media de los factores autónomos netos, que alcanzaron la cifra récord de 965,7 mm de euros durante el período analizado, mientras que las exigencias

de reservas mínimas se incrementaron solo marginalmente, en 2,5 mm de euros, hasta situarse en 120,5 mm de euros.

El crecimiento observado en los factores autónomos agregados fue resultado, principalmente, del aumento de los factores de absorción de liquidez. Los depósitos de las Administraciones Públicas fueron los que más contribuyeron, con un incremento de 19,1 mm de euros, hasta situarse en 171,1 mm de euros, en promedio, en el período analizado. Otros factores autónomos también registraron, en promedio, un ascenso de 15,7 mm de euros, y se situaron en 698 mm de euros. La demanda media de billetes creció solo 4,1 mm de euros, hasta los 1.146,6 mm de euros, y se estabilizó tras el incremento habitual al final del año.

Cuadro

Situación de liquidez del Eurosistema

	25 de enero de 2017 a 2 de mayo de 2017		26 de octubre de 2016 a 24 de enero de 2017		Segundo período de mantenimiento de 2017		Primer período de mantenimiento de 2017	
Pasivo: necesidades de liquidez (medias; mm de euros)								
Factores autónomos de liquidez	1.983,7	(+39,0)	1.944,8	2.014,9	(+62,3)	1.952,6	(+9,8)	
Billetes en circulación	1.114,6	(+4,1)	1.110,5	1.118,4	(+7,5)	1.110,8	(-8,3)	
Depósitos de las AAPP	171,1	(+19,1)	152,0	182,0	(+21,6)	160,3	(+17,3)	
Otros factores autónomos	698,0	(+15,7)	682,3	714,6	(+33,1)	681,4	(+0,8)	
Cuentas corrientes	1.021,0	(+153,2)	867,8	1.081,1	(+120,2)	960,9	(+41,9)	
Instrumentos de política monetaria	635,1	(+80,0)	555,1	670,6	(+71,0)	599,6	(+46,4)	
Exigencias de reservas mínimas	120,5	(+2,5)	118,0	120,6	(+0,3)	120,4	(+1,6)	
Facilidad de depósito	514,6	(+77,5)	437,1	550,0	(+70,7)	479,2	(+44,8)	
Operaciones de ajuste de absorción de liquidez	-	(+0,0)	-	-	(+0,0)	-	(+0,0)	
Activo: oferta de liquidez (medias; mm de euros)								
Factores autónomos de liquidez	1.018,3	(-51,7)	1.070,0	1.014,7	(-7,2)	1.021,9	(-20,2)	
Activos exteriores netos	670,5	(-11,1)	681,5	678,6	(+16,2)	662,4	(-12,3)	
Activos netos denominados en euros	347,8	(-40,6)	388,4	336,2	(-23,4)	359,5	(-7,9)	
Instrumentos de política monetaria	2.501,3	(+321,2)	2.180,1	2.631,5	(+260,4)	2.371,1	(+116,6)	
Operaciones de mercado abierto	2.501,0	(+321,1)	2.179,9	2.631,2	(+260,4)	2.370,8	(+116,5)	
Operaciones de subasta	654,6	(+91,4)	563,2	725,9	(+142,7)	583,3	(-0,2)	
OPF	23,8	(-10,5)	34,3	18,5	(-10,5)	29,0	(-5,6)	
Operaciones de financiación a plazo más largo (OFPML) a tres meses	8,2	(-5,0)	13,3	7,4	(-1,6)	9,1	(-2,7)	
Primera serie de OFPML con objetivo específico (TLTRO-I)	32,5	(-14,7)	47,2	26,5	(-12,0)	38,5	(-2,4)	
Segunda serie de OFPML con objetivo específico (TLTRO-II)	590,1	(+121,6)	468,5	673,5	(+166,8)	506,7	(+10,4)	
Carteras en firme	1.846,4	(+229,7)	1.616,7	1.905,3	(+117,9)	1.787,5	(+116,6)	
Primer programa de adquisiciones de bonos garantizados	10,3	(-2,8)	13,1	9,6	(-1,4)	11,0	(-1,5)	
Segundo programa de adquisiciones de bonos garantizados	6,4	(-0,6)	7,0	6,1	(-0,6)	6,7	(-0,2)	
Tercer programa de adquisiciones de bonos garantizados	213,3	(+10,5)	202,7	215,3	(+4,1)	211,3	(+6,3)	
Programa para los mercados de valores	99,5	(-2,7)	102,2	99,3	(-0,6)	99,8	(-2,4)	
Programa de compras de bonos de titulación de activos	23,8	(+1,4)	22,4	24,1	(+0,6)	23,5	(+0,5)	
Programa de compras de valores públicos	1.422,0	(+200,8)	1.221,2	1.473,5	(+103,0)	1.370,5	(+101,9)	
Programa de compras de bonos corporativos	71,1	(+23,1)	48,0	77,5	(+12,7)	64,7	(+12,1)	
Facilidad marginal de crédito	0,3	(+0,1)	0,2	0,3	(-0,0)	0,3	(+0,1)	
Otra información relativa a la liquidez (medias; mm de euros)								
Necesidades de liquidez agregadas	1.086,2	(+93,0)	993,2	1.121,1	(+69,8)	1.051,3	(+31,5)	
Factores autónomos ¹	965,7	(+90,6)	875,2	1.000,5	(+69,5)	931,0	(+29,9)	
Exceso de liquidez	1.414,8	(+228,1)	1.186,7	1.510,2	(+190,7)	1.319,4	(+84,9)	
Evolución de los tipos de interés (medias; porcentajes)								
OPF	0,00	(+0,00)	0,00	0,00	(+0,00)	0,00	(+0,00)	
Facilidad marginal de crédito	0,25	(+0,00)	0,25	0,25	(+0,00)	0,25	(+0,00)	
Facilidad de depósito	-0,40	(+0,00)	-0,40	-0,40	(+0,00)	-0,40	(+0,00)	
Eonia	-0,354	(-0,004)	-0,350	-0,356	(-0,003)	-0,352	(-0,001)	

Fuente: BCE.

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

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

Además, los factores autónomos de inyección de liquidez disminuyeron durante el período considerado, como resultado del descenso continuado de los activos netos denominados en euros y una ligera caída de los activos

exteriores netos. Los activos netos denominados en euros cayeron hasta situarse, en promedio, en 347,8 mm de euros, 40,6 mm de euros por debajo del importe del período de referencia anterior, como consecuencia de la disminución de los activos financieros mantenidos por el Eurosistema con fines distintos de la política monetaria. Asimismo, se registró un avance en los pasivos mantenidos por instituciones oficiales extranjeras en los bancos centrales nacionales. Los activos exteriores netos disminuyeron, en promedio, 11,1 mm de euros, hasta situarse en 670,5 mm de euros.

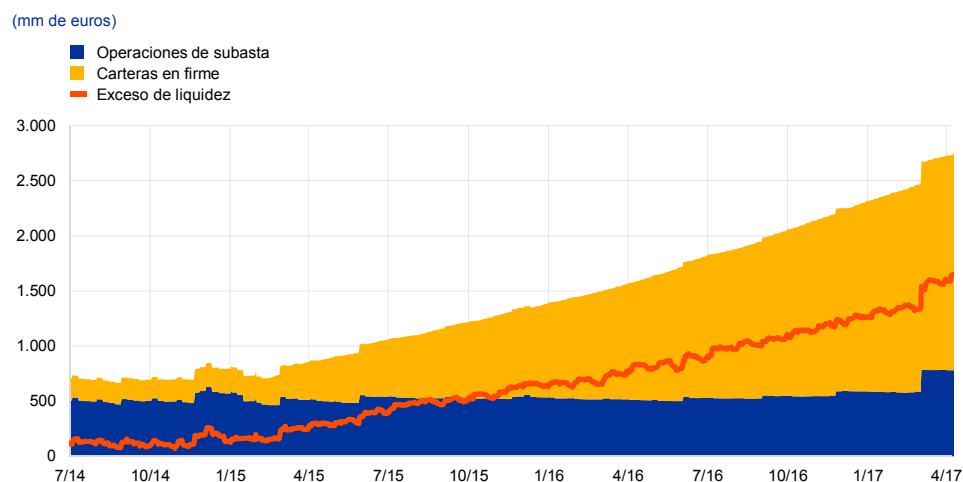
La volatilidad de los factores autónomos se mantuvo en niveles elevados que prácticamente no variaron con respecto al período de referencia anterior. La volatilidad reflejó, principalmente, las fluctuaciones de los depósitos de las Administraciones Públicas y de los activos netos denominados en euros.

Liquidez inyectada mediante instrumentos de política monetaria

El volumen medio de liquidez proporcionado a través de las operaciones de mercado abierto —operaciones de subasta y programas de compra de activos— se incrementó en 321,1 mm de euros, hasta situarse en 2.501 mm de euros al final del período (véase gráfico). Este ascenso se debió, principalmente, al APP ampliado del BCE y a la cuarta operación TLTRO-II, que se liquidó por un importe de 233,4 mm de euros el 29 de marzo de 2017.

Gráfico

Evolución de los instrumentos de política monetaria y exceso de liquidez



Fuente: BCE.

La liquidez media proporcionada mediante operaciones de subasta se incrementó en 91,4 mm de euros, hasta situarse en 654,6 mm de euros. El aumento de la liquidez inyectada con las TLTRO compensó con creces la disminución de la liquidez proporcionada mediante las operaciones regulares. La liquidez inyectada por las OPF y las OFPML a tres meses se redujo, en promedio, en 10,5 mm de euros y 5 mm de euros, respectivamente, mientras que el saldo vivo

de las TLTRO se incrementó, en promedio, 106,9 mm de euros, debido al efecto neto de la liquidación de la cuarta TLTRO-II y de los reembolsos anticipados voluntarios de la financiación obtenida en la primera y la segunda operación de la serie TLTRO-I.

La liquidez media proporcionada por el APP aumentó en 229,7 mm de euros, hasta situarse en 1.846,4 mm de euros, principalmente como consecuencia del programa de compras de valores públicos (PSPP, en sus siglas en inglés). La liquidez media inyectada a través del PSPP, del tercer programa de adquisiciones de bonos garantizados, del programa de compras de bonos de titulización de activos y del programa de compras de bonos corporativos se incrementó, en promedio, en 200,8 mm de euros, 10,5 mm de euros, 1,4 mm de euros y 23,1 mm de euros, respectivamente. La amortización de bonos de la cartera del programa para los mercados de valores y del primer y segundo programa de adquisiciones de bonos garantizados ascendió a 6,1 mm de euros en total.

Exceso de liquidez

Como consecuencia de la evolución detallada anteriormente, el exceso medio de liquidez aumentó en 228,1 mm de euros y se situó en 1.414,8 mm de euros en el período analizado (véase gráfico). La mayor parte de este aumento se produjo en el segundo período de mantenimiento de 2017, cuando el exceso medio de liquidez registró un alza de 190,7 mm de euros como consecuencia de la liquidez proporcionada por la cuarta operación de la serie TLTRO-II. Al mismo tiempo, desde abril de 2017, el objetivo establecido para el promedio de adquisiciones mensuales de activos realizadas en el contexto de los programas de compras se redujo a 60 mm de euros. El incremento más limitado de 84,9 mm de euros registrado en el primer período de mantenimiento obedeció fundamentalmente a la evolución de la liquidez proporcionada por compras simples, que aumentó 116,6 mm de euros, pero fue parcialmente contrarrestada por una disminución de los factores autónomos de inyección de liquidez por valor de 20,2 mm de euros.

El aumento del exceso de liquidez se tradujo en un incremento de 153,2 mm de euros de los saldos medios en cuenta corriente, hasta situarse en 1.021 mm de euros en el período analizado, mientras que el recurso medio a la facilidad de depósito volvió a registrar un ascenso de 77,5 mm de euros, hasta situarse en 514,6 mm de euros.

Evolución de los tipos de interés

Los tipos de interés del mercado monetario a un día se mantuvieron próximos al tipo aplicado a la facilidad de depósito, mientras que en el segmento de operaciones con garantía los tipos aplicados en determinadas cestas de activos de garantía incluso cayeron por debajo de ese nivel. En el mercado de operaciones sin garantías, el índice medio del tipo de interés del euro a un día (eonia) se situó, en promedio, en el -0,354 %, ligeramente por debajo de un nivel medio del -0,350 % en el período de referencia anterior. El eonia fluctuó dentro

de una banda relativamente estrecha, con un máximo del $-0,345\%$ el último día de enero y el último de febrero de 2017 y un mínimo histórico del $-0,363\%$ en el período previo al final de abril. Asimismo, en el mercado de operaciones con garantías, los tipos repo medios a un día del mercado GC Pooling¹³ descendieron ligeramente, hasta situarse en el $-0,423\%$ y el $-0,403\%$ para las cestas estandarizadas y ampliadas de activos de garantía, lo que supone, respectivamente, una disminución de 0,018 y 0,005 puntos porcentuales en relación con el período de referencia anterior.

El descenso registrado al final del trimestre, en marzo, en los tipos repo principales fue menos pronunciado que el observado al final del año. Esto puede considerarse una indicación de que los participantes en los mercados se prepararon antes, y en mayor medida, para hacer frente a la escasez de activos de garantía. Asimismo, esta evolución podría reflejar efectos positivos del uso de efectivo como garantía en las operaciones de préstamo de valores efectuadas en el marco del PSPP.

¹³ El mercado GC Pooling permite negociar acuerdos de recompra con cestas estandarizadas de activos de garantía en la plataforma Eurex.

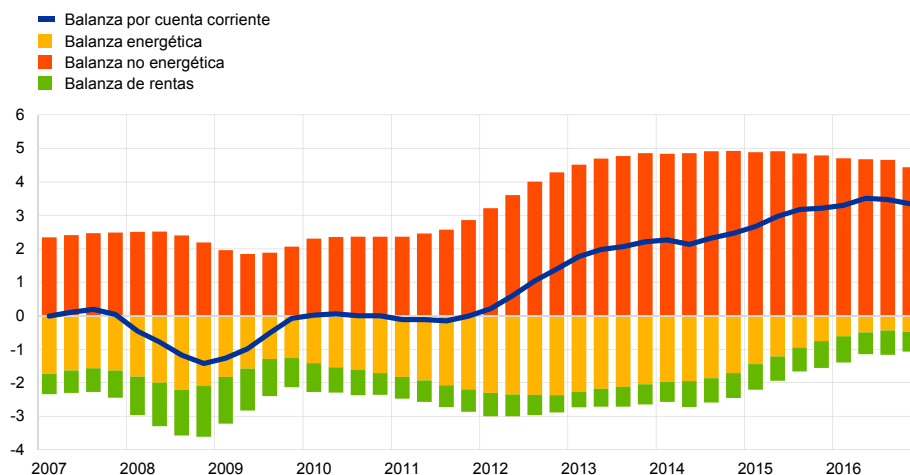
4 Evolución reciente de la balanza por cuenta corriente de la zona del euro

Desde el inicio de la década, el saldo de la balanza por cuenta corriente de la zona del euro ha aumentado de forma continua desde una posición bastante equilibrada hasta alcanzar un superávit. En 2016, el superávit se estabilizó ligeramente por encima del 3 % del PIB. En este recuadro se analizan los principales factores determinantes de esta evolución.

En 2016, la zona del euro registró un superávit por cuenta corriente del 3,3 % del PIB, levemente por encima del 3,2 % contabilizado en 2015. Los déficits de la balanza energética y de la balanza de rentas se contrajeron de forma moderada, al tiempo que el superávit de la balanza no energética siguió reduciéndose (véase gráfico A). El reducido incremento observado en el superávit por cuenta corriente en 2016 oculta el hecho de que el superávit empezó a descender en el segundo semestre del año (en media de cuatro trimestres), cuando los precios del petróleo se recuperaron ligeramente. Esta evolución contrasta con el período comprendido entre mediados de 2014 y mediados de 2016, cuando la reducción del déficit energético, debida a la caída de los precios del crudo, explicó casi por completo la ampliación del superávit por cuenta corriente de la zona del euro¹⁴.

Gráfico A Principales partidas de la balanza por cuenta corriente

(en porcentaje del PIB, medias de cuatro trimestres)



Fuentes: BCE y Eurostat.

Notas: La balanza de rentas incluye las balanzas de rentas primaria y secundaria. La desagregación de la balanza de bienes en sus componentes energético y no energético se basa en las estadísticas de comercio exterior de Eurostat. La balanza no energética incluye los servicios. La última observación corresponde al cuarto trimestre de 2016.

En 2016, las importaciones y las exportaciones de la zona del euro disminuyeron, en términos de PIB, como consecuencia de la evolución de los precios, que compensó con creces un aumento del volumen del comercio

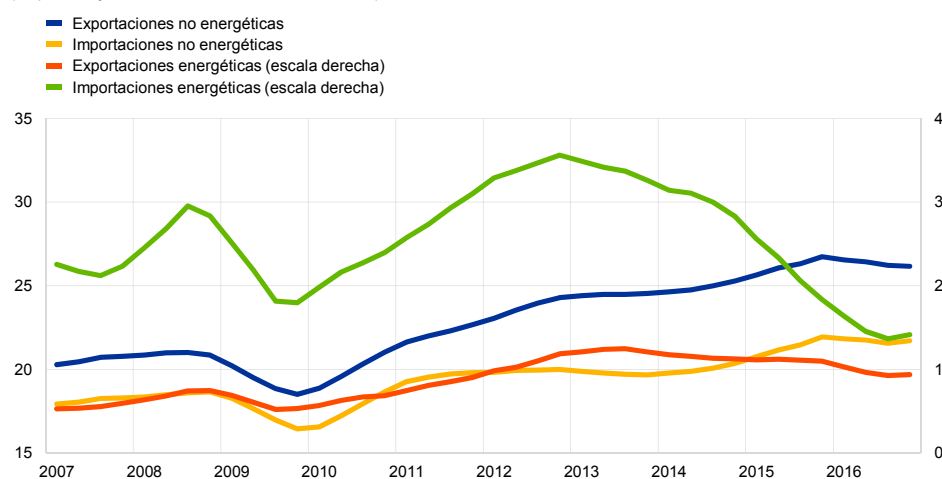
¹⁴ Véase también el artículo titulado «El impacto del descenso de los precios del petróleo sobre el superávit por cuenta corriente de la zona del euro», *Boletín Económico*, número 2, BCE, 2016.

(véase gráfico B). El retroceso del comercio en términos nominales en relación con el PIB se debió a la caída de los precios de importación y de exportación, mientras que el deflactor del PIB se incrementó en 2016¹⁵. No obstante, en términos reales, el comercio de la zona del euro avanzó con más rapidez que el PIB, creciendo las importaciones y las exportaciones un 4 % y un 2,9 %, respectivamente, mientras que el PIB real creció un 1,7 %. El sólido crecimiento del comercio, en términos reales, es coherente con la actual recuperación de la zona del euro y de la economía mundial. Dado que la caída de los flujos comerciales en términos nominales en relación con el PIB fue más pronunciada para las exportaciones que para las importaciones, el superávit comercial de la zona del euro se redujo levemente.

Gráfico B

Detalle de las exportaciones y de las importaciones de la zona del euro

(en porcentaje del PIB, medias de cuatro trimestres)



Fuentes: BCE y Eurostat.

Notas: La desagregación de las exportaciones y de las importaciones en componentes energético y no energético se basa en las estadísticas de comercio exterior de Eurostat. El comercio de bienes no energéticos incluye los servicios. La última observación corresponde al cuarto trimestre de 2016.

Los superávits comerciales de la zona del euro frente a los países de la UE no pertenecientes a la zona y a Estados Unidos disminuyeron alrededor de un 0,1 % del PIB de 2015 a 2016. Por su parte, los déficits con China y Rusia se contrajeron un 0,2 % y un 0,1 % del PIB, respectivamente (véase gráfico C)¹⁶.

En 2016, el superávit del comercio de la zona del euro frente a países de la UE no pertenecientes a la zona del euro se situó en torno al 2 % del PIB, mientras que el superávit acumulado con Estados Unidos fue de alrededor del 0,9 % del PIB. Ese mismo año, el Reino Unido representó aproximadamente tres cuartas partes del superávit comercial frente a los países de la UE no pertenecientes a la zona del euro. Al mismo tiempo, los déficits de la zona del euro frente a China y Rusia fueron del -0,6 % y del -0,2 % del PIB, respectivamente.

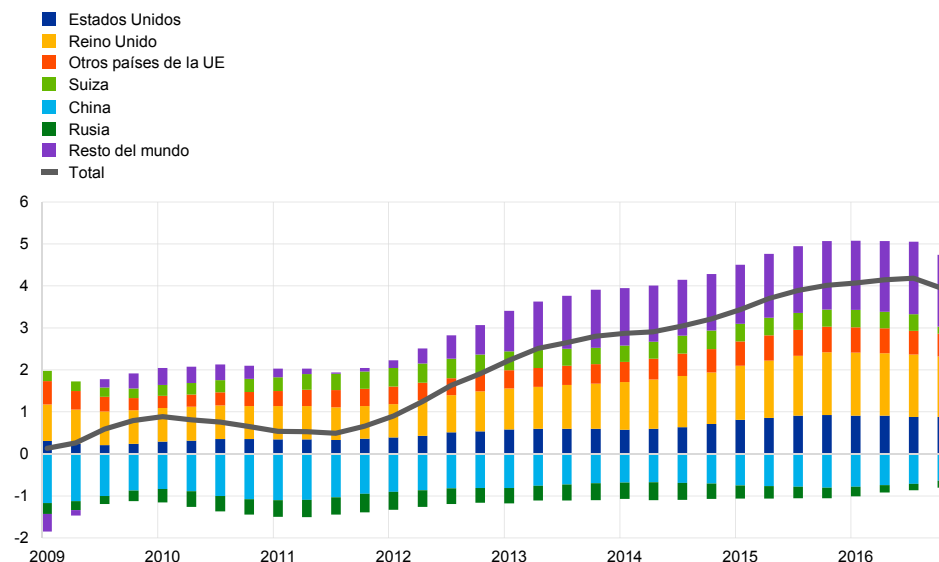
¹⁵ Según datos de contabilidad nacional, en 2016 los precios de importación y de exportación de la zona del euro registraron un descenso del 2,4 % y del 1,3 %, respectivamente, mientras que el deflactor del PIB aumentó un 0,9 %.

¹⁶ El análisis se centra en la balanza comercial, ya que la desagregación geográfica no está disponible para la balanza por cuenta corriente total.

Gráfico C

Desagregación geográfica de la balanza comercial de la zona del euro

(en porcentaje del PIB, medias de cuatro trimestres)



Fuentes: BCE y Eurostat.

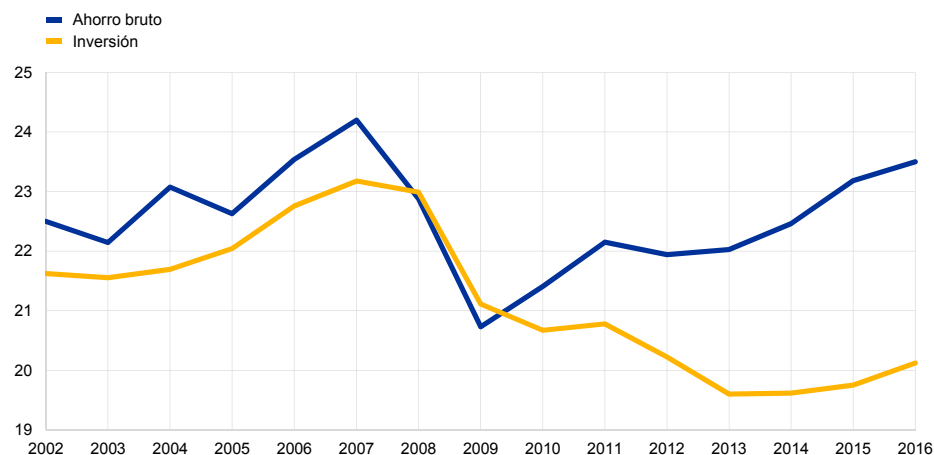
Notas: «Otros países de la UE» incluye los Estados miembros de la UE no pertenecientes a la zona del euro, excluido el Reino Unido. La última observación corresponde al cuarto trimestre de 2016.

Desde una perspectiva de ahorro-inversión, la estabilización de la balanza por cuenta corriente en 2016 refleja un repunte de la inversión que compensó ampliamente el continuo crecimiento del ahorro bruto (véase gráfico D). Según una identidad contable básica, la balanza por cuenta corriente se corresponde en líneas generales con la diferencia entre el ahorro interno y la inversión, es decir, la capacidad o la necesidad de financiación. La ampliación de la capacidad de financiación de la zona del euro en años anteriores reflejó un aumento sostenido del ahorro bruto y una débil inversión (en relación con el PIB). Sin embargo, desde que la actividad económica comenzó a recuperarse en 2013, tanto el ahorro como la inversión, en términos de PIB, se han incrementado. Actualmente, el sector privado registra una posición acreedora neta, mientras que el sector público tiene una posición deudora neta, que, sin embargo, se ha reducido significativamente en los últimos años.

Gráfico D

Ahorro bruto e inversión en la zona del euro

(en porcentaje del PIB)



Fuente: Comisión Europea.

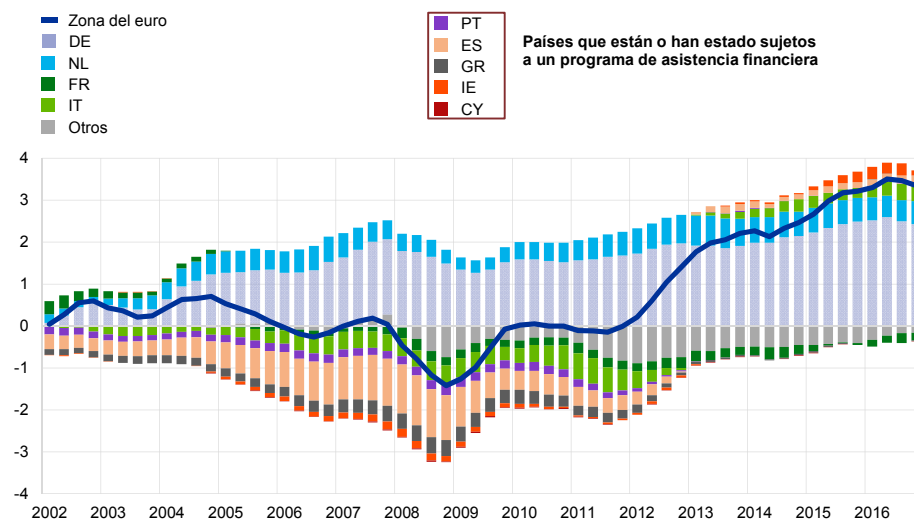
Nota: La última observación corresponde a 2016.

Alemania fue el país que más contribuyó al superávit por cuenta corriente de la zona del euro en 2016, aunque las contribuciones de otros países también fueron significativas (véase gráfico E). En 2016, el superávit por cuenta corriente de Alemania se situó en el 2,4 % del PIB de la zona del euro, seguido de los Países Bajos (0,6 %), mientras que las aportaciones positivas de Italia, España e Irlanda se situaron entre el 0,1 % y el 0,4 % del PIB de la zona del euro. En cambio, Francia registró un déficit por cuenta corriente del 0,2 % del PIB de la zona.

Gráfico E

Balanza por cuenta corriente de la zona del euro y de algunos países de la zona

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



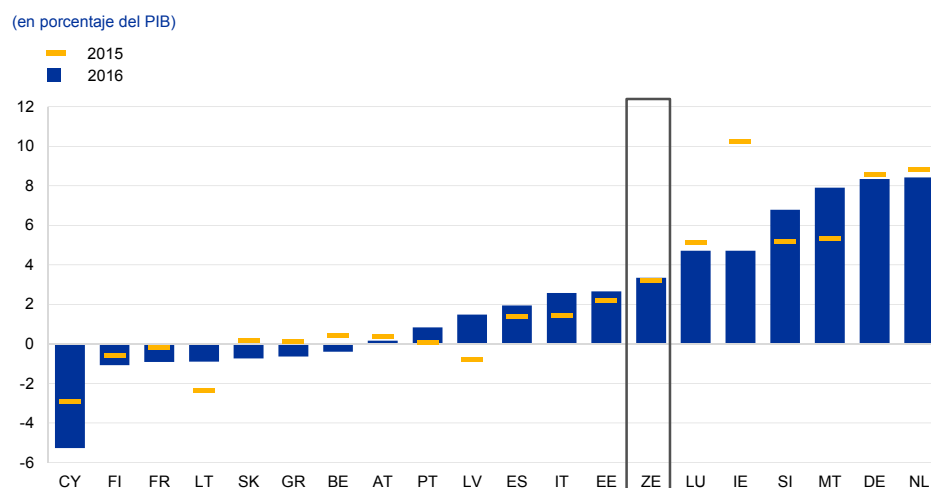
Fuentes: BCE y Eurostat.

Notas: La segunda columna muestra los países que están o han estado sujetos a un programa de asistencia financiera. «Otros» incluye los países de la zona del euro que no figuran en el gráfico y una discrepancia estadística para explicar que los datos a nivel de países no siempre suman lo mismo que el agregado de la zona. La última observación corresponde al cuarto trimestre de 2016.

A nivel de países de la zona del euro, la evolución de la balanza por cuenta corriente en 2016 fue relativamente heterogénea (véase gráfico F). Durante el proceso de ajuste externo de los últimos años se han observado correcciones significativas en los países de la zona del euro que registraron importantes déficits por cuenta corriente antes de la crisis financiera mundial y, en muchos casos, esos déficits se han convertido en superávits. En 2016, las mejoras más notables registradas en la balanza por cuenta corriente en comparación con 2015 se observaron en Malta y Letonia, mientras que los superávits de Eslovenia, Italia, Portugal, España y Estonia también siguieron aumentando. El deterioro de la balanza por cuenta corriente más pronunciado, aunque partía de un superávit elevado, se registró en Irlanda, seguida de Chipre, cuyo déficit fue cada vez mayor. Los abultados y persistentes superávits por cuenta corriente de Alemania, los Países Bajos y Luxemburgo se redujeron ligeramente en 2016.

Gráfico F

Balanzas por cuenta corriente de la zona del euro y de los países de la zona

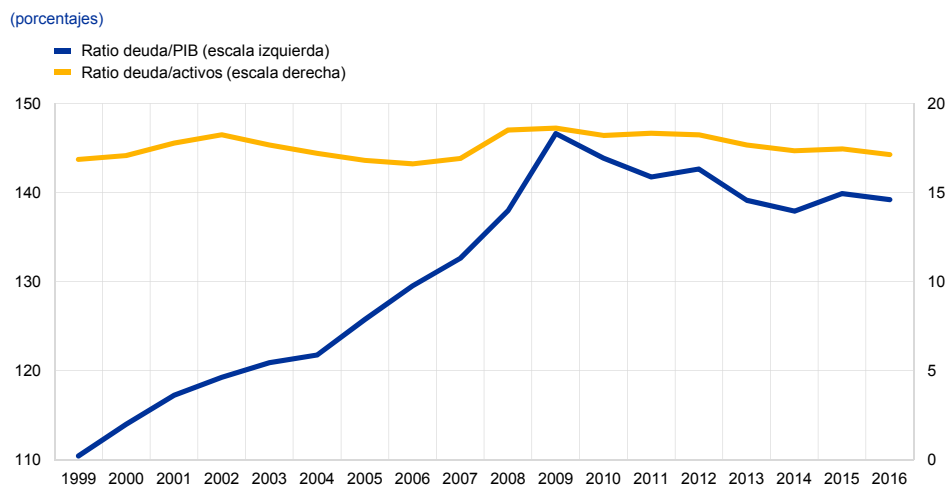


Fuentes: BCE y Eurostat.

5 Endeudamiento y desapalancamiento del sector privado en los países de la zona del euro

Los crecientes niveles de deuda del sector privado en relación con el PIB han caracterizado a muchos países de la zona del euro antes de la crisis. En el período que precedió a la crisis financiera, el vigoroso crecimiento de la demanda y el auge crediticio asociado llevaron a acumular grandes volúmenes de deuda interna en varios países de la zona del euro. La deuda del sector privado (es decir, deuda de los hogares y de las sociedades no financieras)¹⁷ del conjunto de la zona pasó del 110 % del PIB en 1999 al 147 % del PIB en 2009 (véase gráfico A). El aumento experimentado desde 1999 hasta que se registró el máximo fue significativamente más elevado en el grueso de los países de la zona del euro que en el conjunto de la zona (véase gráfico B). La ratio deuda del sector privado/PIB solo ha seguido una senda a la baja desde 1999 en Alemania. Esta ratio, que puede considerarse un indicador de la capacidad de pago de la deuda a medio y largo plazo, mostró una clara tendencia al alza antes de 2009. No obstante, esta tendencia es mucho menos evidente si se considera la deuda en porcentaje de los activos totales (ratio de apalancamiento), que, durante el período de expansión anterior a la crisis, no señaló una posible acumulación de sobreendeudamiento. La ratio de apalancamiento se mide en función de los precios de mercado de los activos, y la evolución de estos precios ha ocultado, en parte, la vulnerabilidad asociada al incremento del endeudamiento. En este recuadro se analiza la evolución reciente del endeudamiento y del desapalancamiento del sector privado, con especial énfasis en la relación entre la deuda y el PIB como indicador.

Gráfico A
Deuda privada de la zona del euro



Fuente: Eurostat.

Nota: Los activos totales incluyen activos financieros y no financieros (patrimonio inmobiliario y activos fijos de sociedades no financieras).

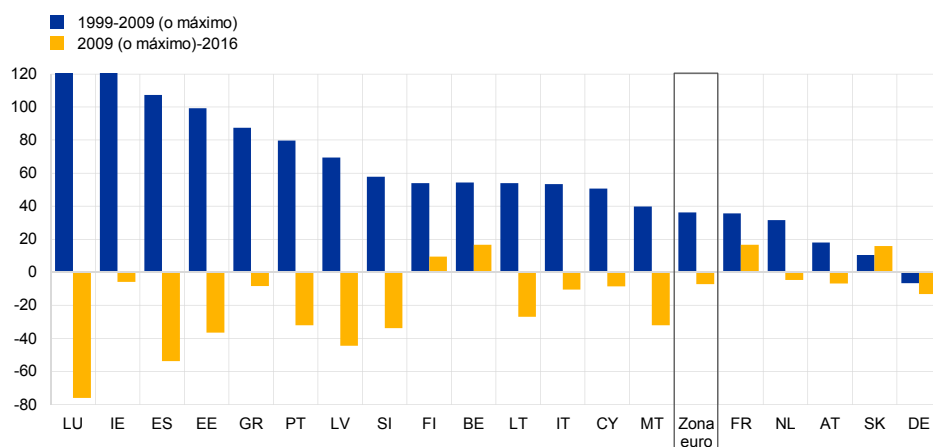
¹⁷ En este recuadro, la deuda del sector privado se define como la suma de los préstamos totales concedidos a los hogares y a las sociedades no financieras, netos de préstamos intrasectoriales y de valores representativos de deuda emitidos por sociedades no financieras. La definición utilizada se corresponde con la adoptada en el cuadro de indicadores del Procedimiento de Desequilibrio Macroeconómico. Esta definición no incluye los derechos de pensión. La deuda del sector privado del conjunto de la zona del euro en 2016 ascendió al 143 % del PIB, incluidos los derechos de pensión, y al 139 % del PIB, excluidos dichos derechos.

Desde que alcanzó su máximo en 2009, la deuda del sector privado en porcentaje del PIB ha seguido una ligera tendencia a la baja en el conjunto de la zona del euro. La deuda del sector privado cayó desde el 147 % del PIB en 2009 hasta el 139 % en 2016. Este descenso relativamente modesto oculta diferencias significativas entre países. En aquellos altamente endeudados, las ratios de deuda del sector privado en relación con el PIB han disminuido considerablemente desde su máximo. Esta disminución ha sido muy notable en España (54 puntos porcentuales desde el máximo de 2009, que es la mitad del incremento registrado en los diez años anteriores), y también ha sido considerable en Estonia, Letonia, Lituania, Luxemburgo, Malta, Portugal y Eslovenia (véase gráfico B). En cambio, otros países altamente endeudados (con ratios de deuda del sector privado/PIB por encima del 200 %), como Irlanda, Chipre y los Países Bajos, no han registrado ningún descenso importante en sus ratios. La deuda del sector privado en relación con el PIB ha crecido de forma continuada en los últimos 18 años en Bélgica, Francia, Eslovaquia y Finlandia.

Gráfico B

Variación de las ratios de deuda del sector privado/PIB

(en puntos porcentuales)



Fuente: Eurostat.

Notas: La barra azul está truncada para Luxemburgo (LU) (157 puntos porcentuales) e Irlanda (IE) (136 puntos porcentuales). El máximo se registró en 2009 en Estonia (EE), España (ES), Lituania (LT), Malta (MT), Países Bajos (NL), Austria (AT) y Portugal (PT); en 2007, en Luxemburgo (LU); en 2010, en Letonia (LV) y Eslovenia (SI); en 2012, en Irlanda, Grecia (GR) e Italia (IT); y, en 2014 en Chipre (CY).

Incluso después del ajuste posterior a la crisis, las ratios de deuda del sector privado en relación con el PIB han sido muy heterogéneas en los distintos países de la zona del euro. El gráfico C muestra que las ratios de deuda del sector privado a finales de 2016 oscilaban entre alrededor del 50 % del PIB y el 350 % del PIB. Estas ratios se sitúan por encima del 100 % del PIB en la mayoría de los países, y el umbral del cuadro de indicadores del Procedimiento de Desequilibrio Macroeconómico (133 % del PIB) se supera en diez países de la zona del euro (véase gráfico C). Aunque este umbral es un indicador puramente estadístico¹⁸, que no tiene en cuenta las variables económicas fundamentales, señala que en algunos países la necesidad de desapalancamiento podría seguir existiendo. Cabe señalar

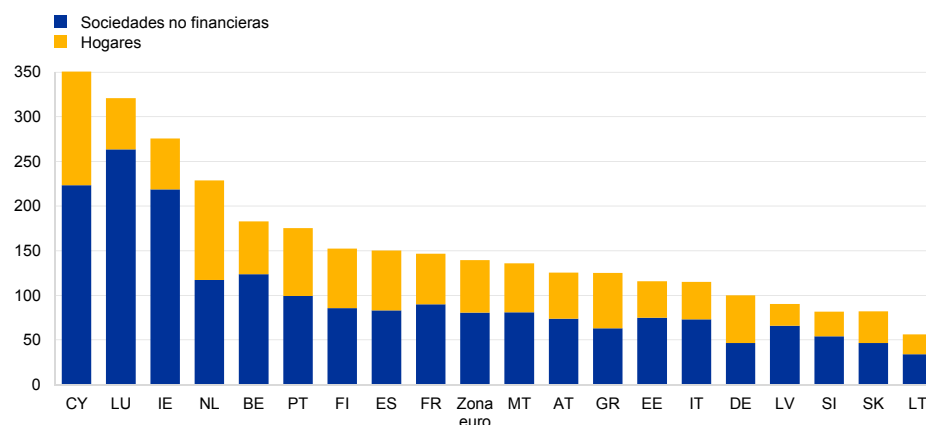
¹⁸ El umbral se calcula como el punto de cierre del tercer cuartil de la distribución de la deuda privada en la UE en el período 1995-2007.

que, para realizar una valoración concluyente del grado de desapalancamiento preciso, también habría que llevar a cabo un análisis complementario de la distribución de la deuda entre los hogares y las sociedades no financieras, junto con sus características subyacentes respectivas.

Gráfico C

Deuda de las sociedades no financieras y los hogares (2016)

(en porcentaje del PIB)



Fuente: Eurostat.

Nota: La deuda total (de las sociedades no financieras y de los hogares) de Chipre (CY) se sitúa en el 350,6 %.

La desagregación de la deuda entre hogares y sociedades no financieras (SNF) muestra que la proporción de la deuda de estas últimas es más elevada, en general. Hay tres excepciones: Alemania, donde la proporción de la deuda de los hogares es mayor que la de las SNF, y Grecia y los Países Bajos, donde la proporción de la deuda de cada sector es similar. La ratio de deuda de las SNF/PIB es muy alta en Irlanda, Chipre y Luxemburgo. Sin embargo, en estos países, el valor de la deuda de las SNF se ve particularmente afectado por el significativo volumen de préstamos transfronterizos interempresariales.

Cada vez es más abundante la literatura empírica que muestra que unos niveles elevados de deuda del sector privado pueden tener efectos adversos significativos en la evolución económica futura. Aunque el endeudamiento privado, en niveles moderados, ayuda a suavizar el consumo y a aumentar el crecimiento económico, su incremento excesivo a medio plazo puede afectar a la acumulación de capital y traducirse en un crecimiento económico más bajo¹⁹. La explicación de este fenómeno es que la inversión disminuye cuando las empresas necesitan ingresos para reembolsar su deuda, y el consumo privado también se reduce cuando las familias sobreendeudadas necesitan aumentar el ahorro para atender al pago de su deuda. Además, el crédito bancario sufre, dado que el elevado endeudamiento del sector privado suele llevar aparejado un aumento de los préstamos dudosos que suele minar los colchones de capital de las entidades de

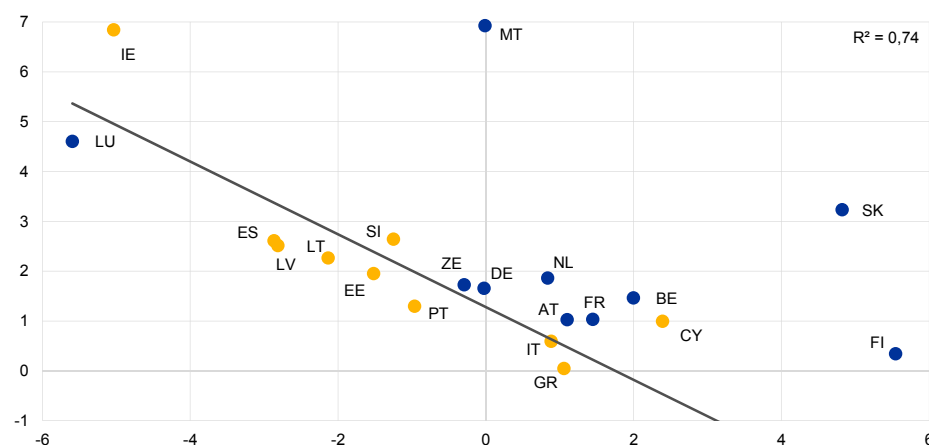
¹⁹ Véase S. C. Myers, «Determinants of Corporate Borrowing», *Journal of Financial Economics*, vol. 5, número 2, 1977, pp. 145-175.

crédito²⁰. Algunos análisis empíricos muestran que estos efectos adversos se producen solo cuando se supera un determinado umbral²¹. También hay evidencia de que las demoras en abordar el sobreendeudamiento pueden generar tasas de salida de las empresas más bajas, afectando significativamente al grado de reasignación del capital y del trabajo entre empresas y sectores, lo que, a medio plazo, reduce la productividad agregada de la economía²². Por tanto, es importante vigilar la evolución del endeudamiento del sector privado, el riesgo de sobreendeudamiento y cualquier consecuencia asociada a la necesidad de un desapalancamiento significativo.

Gráfico D

Evolución del crédito (2008-2013) y evolución posterior del PIB real per cápita (2013-2016)

(eje de abscisas: crecimiento medio del crédito al sector privado en 2008-2013; eje de ordenadas: crecimiento medio del PIB real en 2013-2016)



Fuente: Eurostat.

Notas: Para Irlanda (IE), el crecimiento del PIB real se calcula como la media de 2013-2014 y de 2016, es decir, 2015 se excluye de la media por distorsiones estadísticas. Los puntos amarillos se utilizan para señalar los países que sufrieron ajustes importantes durante el período comprendido entre 2008 y 2010. Incluyen a aquellos países de la zona del euro con CDS medios durante el período 2008-2010 superiores a 150 pb. ZE se refiere a la zona del euro.

El proceso de desapalancamiento en los países de la zona del euro ha sido el resultado de dos factores: el crecimiento del PIB nominal y la reducción de la deuda privada.

La evidencia empírica muestra que los procesos de desapalancamiento rápidos y tempranos tienden a conllevar ganancias de producción a medio plazo²³. Esta parece ser también la experiencia de la zona del euro, donde los episodios de desapalancamiento de este tipo (como en Estonia, Irlanda, España, Letonia, Lituania y Eslovenia) han llevado aparejado un crecimiento del PIB real per cápita más elevado posteriormente (véase gráfico D). El gráfico E

²⁰ Véase A. R. Mian, A. Sufi, y E. Verner, «Household debt and business cycles worldwide», National Bureau of Economic Research Working Papers n.º 21581, publicado en septiembre de 2015.

²¹ Véase S. Cecchetti, M. Mohanty y F. Zampolli, «The real effects of debt», BIS Working Papers n.º 352, septiembre de 2011.

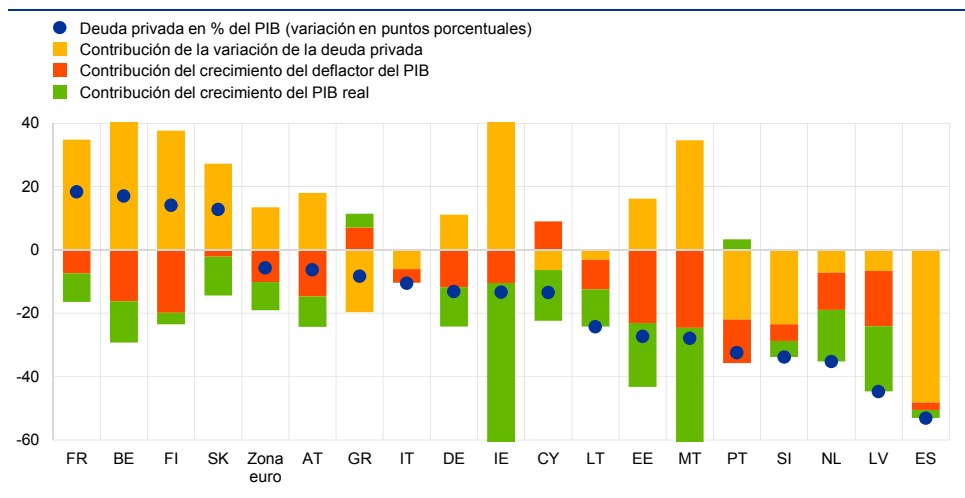
²² Véanse F. Schivardi, E. Sette y G. Tabellini, «Credit Misallocation During the European Financial Crisis», Centre for Economic Policy Research Discussion Paper, n.º DP11901, marzo de 2017, y M. A. McGowan, D. Andrews y V. Millot, «The walking dead? Zombie firms and productivity performance in OECD countries», OECD Working Papers n.º 1372, enero de 2017.

²³ Véase S. Chen, M. Kim, M. Otte, K. Wiseman y A. Zdzienicka, «Private sector deleveraging and growth following busts», IMF Working Papers n.º 15/35, febrero de 2015.

muestra que en cuatro países (Grecia, España, Portugal y Eslovenia) el proceso de desapalancamiento se ha producido, principalmente, mediante la reducción de la deuda nominal, es decir, mediante reembolsos o saneamientos de deuda. En cinco países (Italia, Chipre, Letonia, Lituania y los Países Bajos) ha ocurrido como consecuencia de una combinación de disminución de la deuda nominal y de aumento del PIB nominal. En otros cinco países (Alemania, Estonia, Irlanda, Malta y Austria), el desapalancamiento se vio impulsado exclusivamente por el crecimiento del PIB nominal. El gráfico también muestra que la evolución desfavorable del PIB nominal dificultó el proceso de reducción de la deuda en Grecia, Chipre y Portugal.

Gráfico E

Desglose de las variaciones en la ratio de deuda del sector privado/PIB desde su máximo hasta el cuarto trimestre de 2016



Fuente: Eurostat.

Notas: El máximo en la zona del euro, Estonia (EE), España (ES), Lituania (LT), Malta (MT), Países Bajos (NL), Austria (AT) y Portugal (PT) se registró en 2009; en Letonia (LV) y en Eslovenia (SI), en 2010; en Irlanda (IE), Grecia (GR) e Italia (IT), en 2012, y, en Chipre (CY), en 2014. La barra verde está truncada para Irlanda (-86,4 puntos porcentuales) y para Malta (-37,8 puntos porcentuales); la barra amarilla está truncada para Bélgica (BE) (+46,3 puntos porcentuales) y para Irlanda (+83,7 puntos porcentuales).

El actual proceso de desapalancamiento se ha visto respaldado por una reducción significativa de los pagos por intereses.

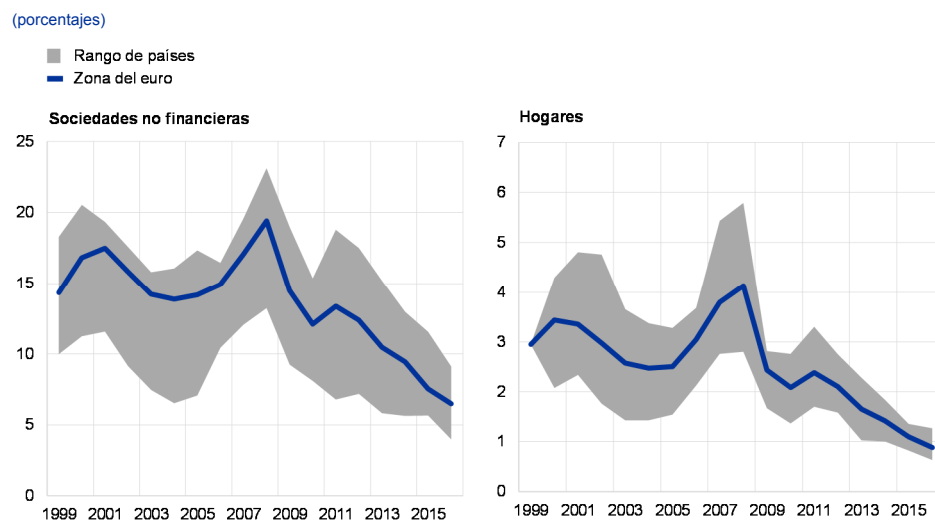
La estructura de vencimientos y los pagos por intereses miden la carga financiera a corto plazo y, por tanto, pueden facilitar información sobre los riesgos a corto plazo asociados a la capacidad para cumplir el calendario de pagos de la deuda. Aunque en general no se dispone de datos agregados de la estructura de vencimientos media de los préstamos y valores en los sectores de hogares y de empresas, un indicador coyuntural de las dificultades de los prestatarios puede ser la ratio entre los pagos por intereses y las rentas. Este indicador se muestra en el gráfico F, en el que la línea azul representa la ratio media de pagos por intereses en relación con las rentas para la zona del euro, y las zonas sombreadas muestran el rango intercuartil en los distintos países de la zona del euro. Estas ratios, tanto en el caso de los hogares como de las SNF, demuestran una tendencia descendente común, en particular desde 2009. Para el conjunto de la zona del euro, la media de pagos por intereses de los hogares ha descendido del 4,1 % (en 2008) al 0,9 % (en 2016) de la renta bruta disponible, mientras que los pagos por intereses medios de las SNF cayeron del 19,4 % (en 2008) al 6,5 % (en 2016) del excedente bruto de

explotación. Sin embargo, la heterogeneidad entre países difiere entre los dos sectores. Mientras que la diversidad entre países de la carga financiera de los hogares parece haberse reducido desde la crisis, la heterogeneidad de los ratios de pagos por intereses en relación con los ingresos de las SNF continúa siendo relativamente significativa. La mayor diversidad identificada en el caso de las SNF indica que, en los distintos países, la prima de riesgo asociada a la deuda de las SNF actualmente es más elevada que la asociada a la deuda de los hogares.

De cara al futuro, y dados los elevados niveles de deuda en algunos países, podría seguir siendo necesario el desapalancamiento. Este recuadro ha mostrado que la recuperación del PIB y el entorno de bajos tipos de interés han ayudado al proceso de desapalancamiento. Este proceso podría continuar impulsado por la expansión del PIB nominal. Desde una perspectiva de las políticas aplicables, la mejora de los mecanismos de gestión de la deuda facilitaría los ajustes de los balances. En concreto, aquellas que tengan por objetivo seguir mejorando los marcos de insolvencias, incluyendo una mayor eficiencia de los procesos judiciales y de los mecanismos extrajudiciales, podrían contribuir significativamente a reducir, de forma rápida y sostenible, la deuda problemática, incrementar la eficiencia de los rescates de las empresas viables y aumentar la recuperación de la deuda por parte de los prestamistas.

Gráfico F

Pagos por intereses en relación con las rentas de las sociedades no financieras y de los hogares



Fuente: Eurostat.

Notas: Las rentas se miden como la renta bruta disponible en el caso de los hogares y como el excedente bruto de explotación en el caso de las sociedades no financieras. El rango de países es el rango intercuartil en los distintos países de la zona del euro. No se dispone de datos de los hogares para Estonia, Chipre, Letonia, Lituania, Luxemburgo, Malta y Eslovaquia. No se dispone de datos de las sociedades no financieras para Luxemburgo y Malta.

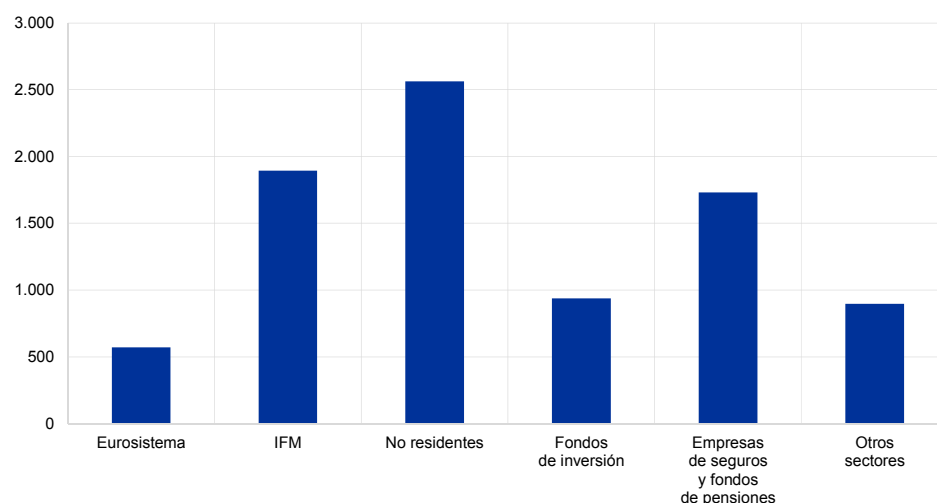
¿Qué sectores han vendido los valores públicos adquiridos por el Eurosistema?

A finales de 2014, justo antes de la puesta en marcha del programa de compras de valores públicos (PSPP, en sus siglas en inglés), tres sectores mantenían casi tres cuartas partes del total de valores de deuda pública emitidos por las Administraciones Públicas de la zona del euro. Los no residentes en la zona del euro, un sector heterogéneo formado fundamentalmente por grandes inversores institucionales (tanto privados como públicos) y por un grupo de participantes en el mercado muy activos, mantenían la proporción más elevada de estos valores, el 30 % de los saldos vivos totales. Las instituciones financieras monetarias (en lo sucesivo, IFM) distintas del Eurosistema tenían el 22 %, y las empresas de seguros y fondos de pensiones, que suelen caracterizarse por realizar inversiones a largo plazo con una marcada preferencia por tramos de vencimiento específicos, tenían el 20 %. Entre los demás sectores, los fondos de inversión distintos de los fondos del mercado monetario eran los principales tenedores de valores de deuda pública de la zona del euro, con el 11 % del saldo vivo. El resto se distribuía entre el Eurosistema (7 %) y el conjunto de los demás sectores (hogares, sociedades no financieras e intermediarios financieros que no están clasificados en ninguno de los sectores anteriormente mencionados), que conjuntamente tenían el 10 % restante del total (véase gráfico A).

Gráfico A

Tenencias de valores de deuda pública de la zona del euro por sector antes de la introducción del PSPP (cuarto trimestre de 2014)

(saldos vivos en mm de euros)



Fuente: BCE, datos correspondientes a las cuentas financieras trimestrales.

Nota: Al final del cuarto trimestre de 2014, el saldo vivo total de los valores de deuda pública emitidos por las Administraciones Públicas de la zona del euro ascendía a 8,6 billones de euros.

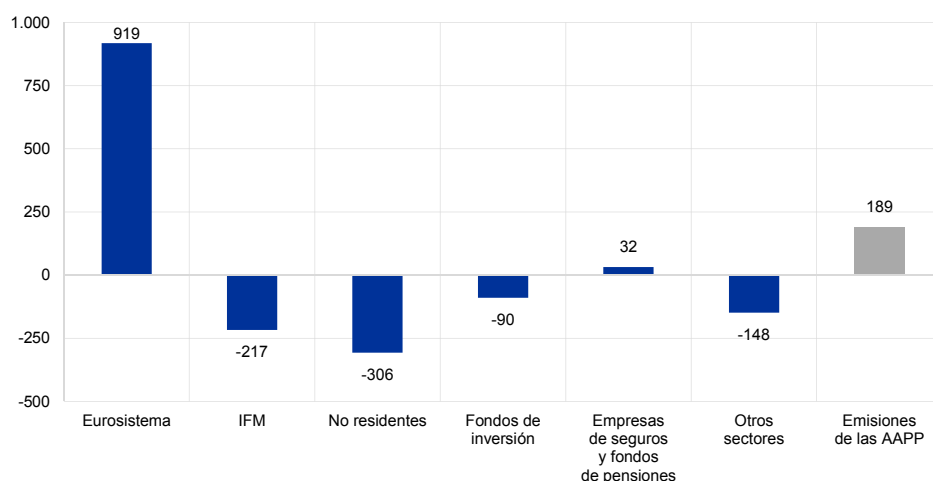
Si se excluyen los efectos de valoración y de reclasificación, los descensos más pronunciados observados en las tenencias de valores de deuda pública de la zona del euro desde la introducción del PSPP corresponden a los no residentes y a las IFM. Entre el segundo trimestre de 2015 y el cuarto trimestre de

2016, el Eurosistema adquirió valores por un importe neto de 919 mm de euros²⁴. Prácticamente todos los demás sectores registraron flujos negativos, y los más elevados correspondieron a los no residentes (-306 mm de euros) y a las IFM (-217 mm de euros) (véase gráfico B). Sin embargo, el análisis de los flujos efectivos no refleja con exactitud cómo han influido las adquisiciones del Eurosistema en el comportamiento de cada sector en lo que respecta a los valores de deuda pública de la zona del euro. Por ejemplo, las empresas de seguros y fondos de pensiones realizaron compras por un importe neto de 32 mm de euros en el período comprendido entre el segundo trimestre de 2015 y el cuarto trimestre de 2016. Esto no significa que el PSPP no afectara a las adquisiciones de valores públicos de este sector, ya que el efecto solo puede calcularse en relación con las adquisiciones que habría efectuado cada sector y con cómo se habrían distribuido las nuevas emisiones de valores de deuda pública entre los sectores si no se hubiera introducido el PSPP.

Gráfico B

Flujos netos de valores de deuda pública de la zona del euro por sector entre el segundo trimestre de 2015 y el cuarto trimestre de 2016

(mm de euros)



Fuente: BCE, datos correspondientes a las cuentas financieras trimestrales.

Según las estimaciones, los no residentes y, en menor medida, las IFM son los sectores que más han reducido sus tenencias de valores de deuda pública en términos absolutos desde la puesta en marcha del PSPP. Para analizar la respuesta de cada sector a las compras de valores públicos por parte del Eurosistema es necesario, en primer lugar, calcular los flujos netos que se habrían registrado si no se hubiera introducido el PSPP (es decir, los flujos contrafactuales). Para ello se utilizan variables que suelen determinar el comportamiento de cada

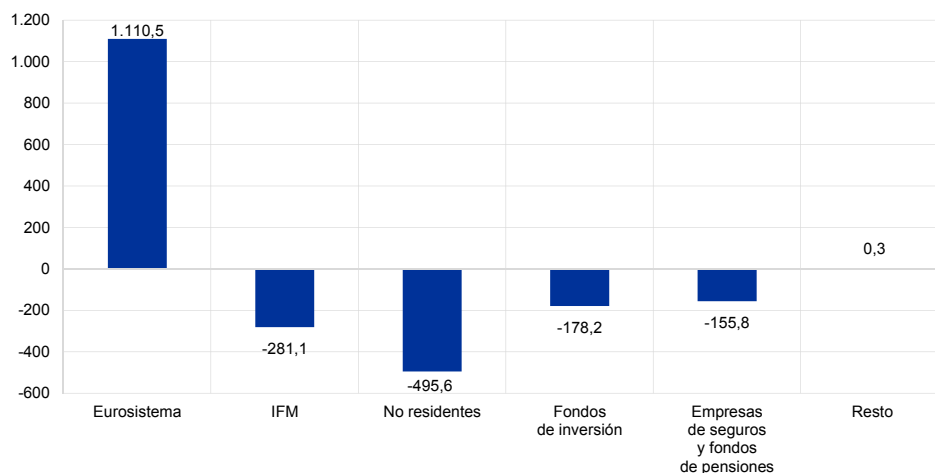
²⁴ Las compras netas de valores públicos por parte del Eurosistema también incluyen amortizaciones en el marco del programa para los mercados de valores y adquisiciones netas en el contexto del Acuerdo sobre activos financieros netos. Además, las compras efectuadas en el marco del PSPP incluyen algunos valores que no figuran en la clasificación estadística de valores de deuda pública. Estos factores explican la discrepancia entre las cifras que se presentan en este recuadro y los datos sobre las compras efectivamente realizadas en el marco del PSPP publicados en el sitio web del BCE.

sector en lo que respecta a las compras, pero sin estar afectadas por el PSPP²⁵. El impacto de este programa en las tenencias de valores de deuda pública de cada sector se calcula como la diferencia entre los flujos efectivos y los contrafactuales.

Gráfico C

Impacto estimado del PSPP sobre las tenencias de valores de deuda pública de la zona del euro por sector (marzo de 2015-marzo de 2017)

(flujos acumulados en mm de euros)



Fuentes: Estadísticas del balance de las IFM (para las IFM), estadísticas de fondos de inversión (para los fondos de inversión), cuentas financieras trimestrales (para las empresas de seguros y fondos de pensiones), emisiones de valores de la zona del euro (para las emisiones de deuda pública) y DataStream (para el VIX) (las dos últimas fuentes solo se utilizan al estimar las adquisiciones netas contrafactuales).

Notas: El impacto estimado se calcula como los flujos efectivos menos las adquisiciones netas contrafactuales, basadas en el comportamiento de cada sector en relación con las compras realizadas en el período anterior al PSPP. Los períodos cubiertos son: marzo de 2015-marzo de 2017 (Eurosistema, IFM, no residentes y emisiones de valores de deuda pública), segundo trimestre de 2015-primer trimestre de 2017 (fondos de inversión), y segundo trimestre de 2015-cuarto trimestre de 2016 (empresas de seguros y fondos de pensiones). Los datos se han extrapolado con el fin de cubrir los períodos para los que no se dispone de información: marzo de 2015 para los fondos de inversión, y marzo de 2015 y primer trimestre de 2017 para las empresas de seguros y fondos de pensiones. El resto incluye los demás sectores y discrepancias en los datos.

Los resultados de las estimaciones indican que, entre marzo de 2015 y marzo de 2017, los no residentes redujeron sus tenencias de valores de deuda pública de la zona del euro en 496 mm de euros con respecto a la situación que habría prevalecido si el Eurosistema no hubiese efectuado adquisiciones netas de valores públicos (véase gráfico C). Este importe equivale al 45 % de las compras netas de valores públicos efectuadas por el Eurosistema en el período comprendido entre marzo de 2015 y marzo de 2017. Un cálculo similar indica que las IFM redujeron sus tenencias en una proporción equivalente a alrededor del 25 % (281 mm de euros) de las compras netas realizadas por el Eurosistema. Se estima que los fondos de inversión y las empresas de seguros y planes de pensiones redujeron sus tenencias

²⁵ Las estimaciones siguen el método utilizado por Joyce *et al.* (M. Joyce, Z. Liu e I. Tonks, «Institutional investors and the QE portfolio balance channel», *Journal of Money, Credit & Banking*, de próxima publicación). Para las IFM y los no residentes, los regresores empleados son las emisiones netas de deuda pública, las adquisiciones netas por parte del Eurosistema antes del PSPP y el VIX, un índice que capta la volatilidad en los mercados internacionales. Para los fondos de inversión y las empresas de seguros y fondos de pensiones se usan variables que muestran el pasivo de los sectores; en concreto, para los fondos de inversión, las emisiones netas de participaciones y, para las empresas de seguros y fondos de pensiones, las reservas técnicas de seguro, ya que es probable que el comportamiento inversor de estos sectores esté influido en gran medida por las reclamaciones de clientes. Para más detalles sobre la aplicación de este método a la zona del euro, véase R. Adalid y S. Palligkinis, «Sectoral Sales of Government Securities During the ECB's Asset Purchase Programme», SSRN mimeo, diciembre de 2016.

en un porcentaje equivalente al 16 % y el 14 %, respectivamente, de las adquisiciones netas del Eurosistema²⁶. Estas conclusiones no son sorprendentes si se tiene en cuenta que los no residentes y las IFM también eran los principales tenedores de valores de deuda pública justo antes de la introducción del PSPP.

En comparación con sus tenencias iniciales, se estima que los no residentes y los fondos de inversión son los sectores que han respondido con más intensidad a las adquisiciones del Eurosistema.

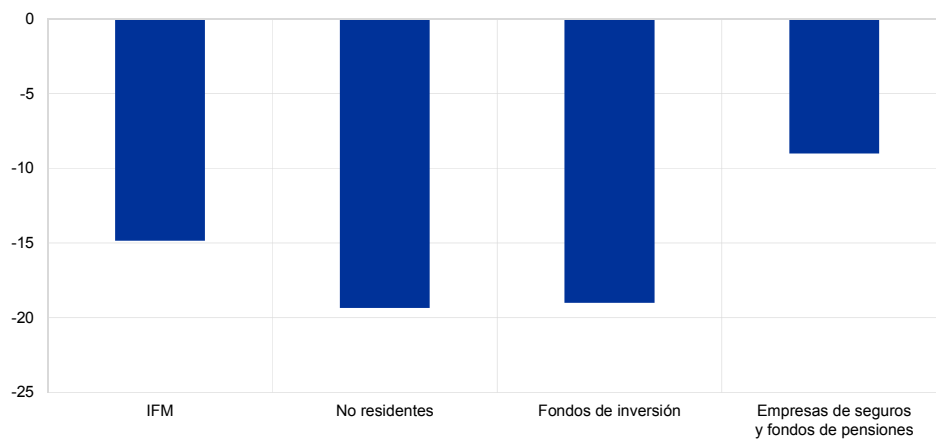
Para evaluar la respuesta relativa de cada sector a las compras efectuadas por el Eurosistema, el impacto estimado se calcula en relación con las tenencias del sector antes de la puesta en marcha del PSPP. La comparación muestra que los no residentes y los fondos de inversión fueron los sectores que respondieron con más intensidad, con un impacto en ambos sectores equivalente a aproximadamente el 20 % de sus tenencias de valores de deuda pública de la zona del euro antes del PSPP. En cambio, la reacción del sector de empresas de seguros y fondos de pensiones, uno de los mayores tenedores de valores de deuda pública, equivale a menos del 10 % de los valores que mantenían con anterioridad al PSPP. Las IFM tuvieron una reacción intermedia, equivalente al 15 %. La respuesta relativamente tímida de las empresas de seguros y fondos de pensiones probablemente refleje las estrategias de inversión de este sector; en ellas prima la necesidad de cumplir sus compromisos a largo plazo y están sujetas a considerables limitaciones regulatorias. Por el contrario, es probable que los no residentes y los fondos de inversión cuenten con una proporción mayor de participantes en el mercado activos, que se guían más por consideraciones relacionadas con el rendimiento.

²⁶ Hay diferencias en los datos subyacentes de los gráficos B y C debido a la utilización de períodos y fuentes distintas. El gráfico B muestra los flujos de todos los sectores de manera coherente obtenidos de las cuentas financieras trimestrales, que actualmente solo están disponibles hasta el cuarto trimestre de 2016. En el gráfico C se usan estadísticas de los sectores individuales. Estas estadísticas se elaboran mensualmente para los residentes y las IFM, que son los dos sectores más relevantes para el análisis presentado en este recuadro. Esto permite que el análisis se inicie coincidiendo con el comienzo del PSPP, en marzo de 2015, y ampliarlo hasta marzo de 2017.

Gráfico D

Impacto estimado del PSPP sobre las tenencias de valores de deuda pública de la zona del euro por sector (marzo de 2015-marzo de 2017) en comparación con las tenencias antes del programa

(porcentajes de los saldos vivos en el cuarto trimestre de 2014)



Fuentes y notas: Véanse gráficos A y C.

7 Recomendaciones de política fiscal específicas por país en el marco del Semestre Europeo 2017

El 22 de mayo, la Comisión Europea formuló sus recomendaciones específicas por país en materia de política económica y fiscal para todos los Estados miembros de la UE excepto Grecia, junto con recomendaciones para cada país relativas a la aplicación del Pacto de Estabilidad y Crecimiento (PEC) de la Unión Europea. El 16 de junio, los ministros de Economía y Finanzas de los Estados miembros mencionados anteriormente finalizaron y aprobaron las recomendaciones específicas por país. Su aprobación por el Consejo Europeo está prevista para el 22-23 de junio y su publicación se llevará a cabo a mediados de julio²⁷. Las recomendaciones de política fiscal del Consejo tienen por objeto velar por que los países de la UE cumplan el PEC. A tal fin, en ellas se incluyen las evaluaciones de las actualizaciones de los programas de estabilidad y convergencia de 2017 que los Gobiernos habían remitido a la Comisión Europea y al Consejo en abril. En términos de seguimiento, las recomendaciones específicas relativas a las políticas fiscales de los países de la zona del euro formuladas en el marco del Semestre Europeo 2017 deberían reflejarse en los proyectos de planes presupuestarios de los Gobiernos para 2018, que se han de presentar al Eurogrupo y a la Comisión Europea a mediados de octubre de 2017, a más tardar. En este contexto, en este recuadro se analizan las recomendaciones de política fiscal dirigidas a estos 18 países de la zona del euro.

Según las previsiones económicas de primavera de 2017 de la Comisión Europea, la mejora de la situación presupuestaria de la zona del euro está acompañada por divergencias entre países en los avances hacia unas finanzas públicas sostenibles. Por una parte, la Comisión ha determinado que ocho países de la zona del euro alcanzaron sus objetivos presupuestarios a medio plazo (OMP) en 2016²⁸. Esta evolución favorable contribuirá a reforzar los presupuestos públicos de estos países y a reducir su deuda pública a medio plazo, lo que incrementará la capacidad de resistencia de sus economías frente a desarrollos económicos adversos. Por otra parte, en otros países, los ajustes estructurales no son suficientes para cumplir las exigencias del PEC, pese a la mejora de las condiciones económicas. Esta circunstancia está retrasando la consecución de los OMP y la acumulación de márgenes fiscales, especialmente problemática para países con elevados niveles de deuda pública. Actualmente, estos países registran situaciones presupuestarias subyacentes que tienden a estar más alejadas de sus OMP (véase cuadro). De cara al futuro, existe el riesgo de que vean limitada su capacidad para utilizar la política fiscal como un instrumento de estabilización en la siguiente desaceleración, e incluso de que tengan que volver a aplicar un ajuste procíclico a sus políticas presupuestarias. Los posibles incrementos de los tipos de interés podrían ejercer presiones fiscales adicionales sobre los presupuestos.

²⁷ El Semestre Europeo 2017 concluirá formalmente con la adopción de las recomendaciones específicas por país por parte del Consejo de Asuntos Económicos y Financieros (Consejo ECOFIN) en la reunión que se celebrará el 11 de julio.

²⁸ En el recuadro titulado «La eficacia del objetivo presupuestario a medio plazo como ancla de las políticas fiscales», *Boletín Económico*, número 4, BCE, 2015, se recoge una definición de los OMP.

Las recomendaciones específicas por país de la Comisión ponen de relieve que varios países de la zona del euro corren el riesgo de incumplir las exigencias de ajuste estructural del PEC. Según la Comisión Europea, no se espera que Francia ni España, los países que en 2016 registraron un déficit superior al valor de referencia del 3 % del PIB, realicen un ajuste estructural perceptible durante el período 2017-2018, es decir, reduzcan sus déficits presupuestarios a través de factores distintos del impacto del ciclo económico y de medidas presupuestarias de carácter temporal. Además, se prevén importantes deficiencias en el cumplimiento de las exigencias de ajuste estructural en algunos de los países actualmente sujetos al componente preventivo del PEC y que todavía no han alcanzado sus OMP. Esta situación se produce en un momento en que las exigencias de ajuste estructural se han rebajado considerablemente para algunos países con el fin de tener en cuenta varios factores, como las reformas estructurales, las inversiones públicas adicionales y las reformas de los sistemas de pensiones, así como los costes derivados de la acogida de refugiados y el mayor gasto en seguridad. En general, esta flexibilidad podría reducir las exigencias para que los países avancen hacia la consecución de su OMP y pasen de un ajuste de alrededor del 0,5 % del PIB, en promedio, a otro cercano al 0,25 % del PIB en 2017²⁹. No obstante, se espera que estos países apliquen políticas fiscales expansivas equivalentes, en promedio, al 0,3 % del PIB, es decir, políticas que sigan deteriorando sus saldos estructurales.

Las recomendaciones de política fiscal de la Comisión se apartan de las formuladas en el pasado en dos sentidos. En primer lugar, el tamaño del ajuste estructural recomendado por el Consejo a los Gobiernos para garantizar el pleno cumplimiento del PEC se especifica únicamente en los considerandos de las recomendaciones, en lugar de en sus partes dispositivas. Por norma general, las partes dispositivas de las recomendaciones deberían ser las que proporcionen a los Gobiernos orientaciones *ex ante* sobre cómo gestionar las finanzas públicas en los 12-18 meses siguientes. Asimismo, sirven de guía a los Parlamentos y a la ciudadanía, y como referencia para realizar evaluaciones *ex-post* transparentes del cumplimiento del PEC. Así pues, es importante que las orientaciones de política fiscal se incorporen plenamente, también a los planes de proyectos presupuestarios de los Gobiernos para 2018, con el fin de garantizar que se avanza suficientemente hacia la consecución de unas finanzas públicas saneadas. En segundo lugar, en los considerandos de las recomendaciones dirigidas a todos los países a los que se han exigido ajustes estructurales del 0,5 % del PIB y superiores en 2018, con independencia de su nivel de deuda pública, se señala que «la evaluación del proyecto de Plan Presupuestario para 2018 y la evaluación posterior de los resultados presupuestarios de 2018 deberán tener en cuenta el objetivo de alcanzar una orientación presupuestaria que contribuya tanto a reforzar la recuperación en curso como a garantizar la sostenibilidad de las finanzas públicas [del Estado miembro correspondiente]». Esto podría suponer que las exigencias de ajuste estructural se reduzcan más allá de los niveles permitidos al amparo de las disposiciones vigentes del PEC en materia de flexibilidad (según lo comunicado por

²⁹ Quedan excluidos los países que han alcanzado su OMP.

la Comisión en enero de 2015)³⁰. De cara al futuro, es importante velar por que el PEC, instrumento basado en normas, se aplique de forma coherente.

Cuadro

Ajuste estructural exigido en el marco del PEC en el período 2017-2018

	Objetivo presupuestario a medio plazo	2016	2017		2018	
		Saldo estructural*	Variación del saldo estructural*	Ajuste estructural exigido en las CSR	Variación del saldo estructural*	Ajuste estructural exigido en las CSR
Componente preventivo del PEC						
Bélgica	0,0	-2,2	0,6	0,6	-0,3	0,6
Alemania	-0,5	0,8	-0,2	En el OMP	-0,3	En el OMP
Estonia	-0,5	0,2	-0,6	En el OMP	-0,4	En el OMP
Irlanda	-0,5	-1,7	0,6	0,6	0,8	0,6
Italia	0,0	-1,7	-0,2	0,6	-0,3	0,6
Chipre	0,0	0,9	-1,1	En el OMP	-0,2	0,2
Letonia	-1,0	-0,8	-0,7	En el OMP	-0,9	-0,3
Lituania	-1,0	-0,2	-0,7	En el OMP	-0,2	En el OMP
Luxemburgo	-0,5	2,0	-1,6	En el OMP	-0,2	En el OMP
Malta	0,0	0,4	0,0	En el OMP	0,2	En el OMP
Países Bajos	-0,5	0,7	-0,4	En el OMP	0,2	En el OMP
Austria	-0,5	-1,0	0,0	0,3	0,1	0,3
Portugal	0,25	-2,0	-0,2	0,6	-0,1	0,6
Eslovenia	0,25	-1,7	-0,1	0,6	-0,5	1,0
Eslovaquia	-0,5	-1,5	0,1	0,5	0,5	0,5
Finlandia	-0,5	-0,9	-0,5	-0,5	0,0	0,1
Componente corrector del PEC						
España (plazo de corrección fijado en el PDE: 2018)	0,0	-3,5	0,1	0,5	0,0	0,5
Francia (plazo de corrección fijado en el PDE: 2017)	-0,4	-2,5	0,2	0,9	-0,5	0,6

Fuente: Previsiones económicas de primavera de 2017 de la Comisión Europea (*) y recomendaciones específicas por país (CSR, en sus siglas en inglés).

Notas: En este cuadro, los ajustes estructurales exigidos son los recogidos en las recomendaciones específicas por país. Para algunos países sujetos al componente preventivo, estas exigencias se han rebajado a raíz de la flexibilidad otorgada para tener en cuenta la aplicación de reformas estructurales, inversión pública adicional, etc. Para otros, estas exigencias aún pueden reducirse en caso de que la flexibilidad se otorgue con posterioridad. «En el OMP» refleja el hecho de que, según las previsiones de la Comisión Europea, los países han alcanzado su OMP al principio del año en cuestión. El ajuste estructural exigido puede ser mayor para los países sujetos a la regla sobre la deuda. PDE se refiere al procedimiento de déficit excesivo.

El 22 de mayo, la Comisión Europea también formuló recomendaciones relativas a la implementación del PEC.

La Comisión recomendó que se derogue el procedimiento de déficit excesivo (PDE) de Portugal en el plazo fijado, el año 2016, y el Consejo adoptó la decisión correspondiente el 16 de junio. Además, en informes elaborados con arreglo al apartado 3 del artículo 126 del Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea, la Comisión analizó el incumplimiento del

³⁰ Véase la [Comunicación sobre cómo aprovechar al máximo la flexibilidad que ofrecen las actuales disposiciones del PEC](#).

criterio de deuda por parte de Bélgica y Finlandia en 2016 y decidió no abrir un PDE. En el caso de Finlandia, existen factores atenuantes que explican el incumplimiento del valor de referencia para la deuda pública en un 3,6 % del PIB, entre ellos la asistencia financiera prestada a otros países de la zona del euro para salvaguardar la estabilidad financiera y el impacto negativo del ciclo económico. Por lo que se refiere a Bélgica, la Comisión concluyó, para los años 2016 y 2017 considerados conjuntamente, que el país corría el riesgo de incumplir las exigencias del componente preventivo del PEC. El análisis sugería, no obstante, que debería considerarse que actualmente se cumple el criterio de deuda, dado que la desviación prevista aún puede corregirse en 2017. En cuanto a Italia, la decisión relativa a la apertura de un PDE basado en el criterio de deuda se pospuso. La Comisión tiene previsto volver a evaluar el cumplimiento del criterio de deuda por parte de Italia basándose en el plan de proyecto presupuestario para 2018 y en sus previsiones económicas de otoño de 2017. En general, la aplicación de la regla sobre la deuda del PEC basada en el cumplimiento del componente preventivo a medio plazo y en datos validados posteriormente conlleva el riesgo de retrasar indebidamente la decisión final sobre la conveniencia de abrir un PDE basado en el criterio de deuda. Entretanto, la realización de ajustes estructurales insuficientes con respecto a las exigencias del PEC podría acrecentar más los riesgos para la sostenibilidad de la deuda. De cara al futuro, la evaluación del cumplimiento del criterio de deuda debería clarificarse y basarse en factores claramente cuantificables para garantizar una aplicación eficaz de la regla sobre la deuda del PEC³¹.

Para concluir, el PEC ha estado sujeto a interpretaciones y a cambios frecuentes con el tiempo, por lo que se ha convertido en un instrumento muy complejo. Esto dificulta la aplicación coherente de las reglas en los distintos países y a lo largo del tiempo. Asimismo, la validez de cualquier marco presupuestario está ligada a su aplicación. A este respecto, la aplicación íntegra, coherente y sólida desde el punto de vista jurídico de las normas del PEC es responsabilidad conjunta de la Comisión Europea y del Consejo, una cuestión muy importante para la credibilidad del Pacto.

³¹ Véase el artículo titulado «Estrategias de reducción de la deuda pública en la zona del euro», *Boletín Económico*, número 3, BCE, 2016.

8 El pacto fiscal: la evaluación de la Comisión y el camino que se ha de seguir

El pacto fiscal (*fiscal compact*) se estableció en respuesta a la crisis de la deuda soberana con el fin de promover la disciplina presupuestaria y aumentar la adhesión nacional al marco de gobernanza fiscal. Para ello, era necesario incorporar al ordenamiento jurídico nacional los principios de unas políticas fiscales sólidas recogidos en el Pacto de Estabilidad y Crecimiento y asegurar la existencia de instituciones que contribuyan a un debate político bien fundado sobre estas cuestiones a escala nacional.

Para conseguir estos objetivos, el pacto fiscal³² obliga a los países participantes a comprometerse legalmente a introducir una regla de equilibrio presupuestario y a establecer instituciones que realicen un seguimiento del cumplimiento de esta regla. Se considera que un país respeta la regla de equilibrio presupuestario, que preferiblemente estará recogida en la constitución, cuando su saldo estructural es coherente con su objetivo nacional específico a medio plazo (OMP)³³. Los países que aún no hayan alcanzado su OMP velarán por una rápida convergencia hacia este objetivo. En caso de que se produzcan desviaciones significativas con respecto a la regla, se activará automáticamente un mecanismo de corrección a escala nacional. En relación con este último aspecto, la Comisión ha propuesto unos principios comunes que especifican, entre otras cosas, la naturaleza, el alcance y el calendario de las medidas correctoras³⁴. En cuanto al control institucional, los Gobiernos vinculados por el pacto fiscal se han comprometido a establecer instituciones fiscales independientes nacionales (los denominados «consejos fiscales») para realizar un seguimiento del cumplimiento de las reglas. Estas instituciones también participarán en la activación del mecanismo de corrección en el supuesto de que los países se desvíen de la regla³⁵. Además, de conformidad con los principios comunes, las autoridades nacionales respetarán el principio de «cumplir o explicar» al responder a las conclusiones de las evaluaciones realizadas por los consejos fiscales, es decir, deben seguir sus recomendaciones o explicar públicamente por qué no lo hacen. El pacto fiscal complementa otros cambios introducidos recientemente para reforzar el marco de gobernanza fiscal a escala nacional, como la directiva sobre los marcos presupuestarios nacionales y el paquete legislativo sobre supervisión presupuestaria («*two-pack*»)³⁶.

³² El pacto fiscal forma parte del Tratado de Estabilidad, Coordinación y Gobernanza en la Unión Económica y Monetaria (TECG). El TECG, que entró en vigor el 1 de enero de 2013 con un plazo de un año para su transposición a la legislación nacional, es un tratado intergubernamental suscrito por 25 países (las «partes contratantes»), 22 de los cuales, concretamente los 19 países de la zona del euro más Bulgaria, Dinamarca y Rumanía, están vinculados formalmente por el pacto fiscal.

³³ Véanse también el artículo titulado «Un pacto presupuestario para una Unión Económica y Monetaria más fuerte», *Boletín Mensual*, BCE, mayo de 2012, y el recuadro titulado «Elementos principales del pacto presupuestario», *Boletín Mensual*, BCE, marzo de 2012.

³⁴ Véase la [comunicación sobre principios comunes](#) de la Comisión.

³⁵ En el paquete legislativo sobre supervisión presupuestaria («*two-pack*») se especifican con más detalle las funciones de las instituciones fiscales independientes, que incluyen, entre otras, la elaboración —o, al menos, la aprobación— de las proyecciones macroeconómicas en las que se basan los planes presupuestarios.

³⁶ Véanse la [directiva sobre los marcos presupuestarios nacionales](#) y el [paquete legislativo sobre supervisión presupuestaria \(«*two-pack*»\)](#).

En febrero de este año, la Comisión Europea publicó su informe sobre la evaluación de la transposición del pacto fiscal al ordenamiento jurídico nacional, tres años después de que finalizara el plazo de transposición (1 de enero de 2014)³⁷. La evaluación de la Comisión es crucial, ya que si se considera que una de las partes contratantes incumple los requisitos relativos a la transposición, el asunto podrá someterse al Tribunal de Justicia de la Unión Europea. Además, los países podrían enfrentarse a una multa coercitiva de hasta el 0,1 % del PIB si no cumplen la sentencia del Tribunal en el plazo establecido.

Según la evaluación de la Comisión, todos los países han cumplido los requisitos establecidos. No obstante, en algunos casos la valoración positiva está condicionada a la futura adopción de disposiciones complementarias o modificadas. La evaluación se centra, para cada país en: i) el régimen jurídico de las disposiciones; ii) la formulación de la regla de equilibrio presupuestario; iii) el mecanismo de corrección, y iv) las características de un consejo fiscal independiente. Por lo que se refiere al régimen jurídico de las disposiciones y la formulación de la regla de equilibrio presupuestario, la Comisión considera que «todas las partes contratantes han adaptado significativamente sus marcos presupuestarios nacionales ateniéndose a los requisitos del Pacto Fiscal», sin perjuicio de las diferencias nacionales. En particular, la Comisión considera que todas las partes contratantes han introducido una regla de equilibrio presupuestario vinculante (aunque solo en algunos casos de rango constitucional) y han fijado el límite inferior del déficit en el -0,5 % del PIB. Sin embargo, los países se diferencian en el modo en que tratan de garantizar la rápida convergencia hacia sus OMP respectivos. En algunos países, las definiciones de circunstancias excepcionales, que permiten la aplicación de cláusulas de salvaguarda, parecen ser más amplias que las recogidas en el Pacto de Estabilidad y Crecimiento. En la evaluación de la Comisión también se señalan diferencias relativas al automatismo del mecanismo de corrección y al alcance de la medida correctora exigida. En lo que concierne a los consejos fiscales, la Comisión confirmó que su mandato de realizar un seguimiento del cumplimiento de las reglas y su estructura institucional están recogidos en la legislación, aunque con distinto grado de detalle.

La evaluación de la Comisión, positiva en líneas generales, contrasta con el hecho de que en muchos países el pacto fiscal solo se haya transpuesto parcialmente. Para varios países, la conclusión sobre si un país «cumple» de la evaluación de la Comisión está condicionada a la asunción de compromisos formales por las autoridades nacionales para aplicar las restantes disposiciones del pacto fiscal o para garantizar su pleno cumplimiento en el futuro. Sin embargo, los compromisos adquiridos no pueden considerarse un sustituto adecuado de las disposiciones legales, ya que no son de obligado cumplimiento. Las autoridades de Dinamarca, Francia, Chipre, Lituania, los Países Bajos y Rumanía han adquirido compromisos formales con respecto a la regla de equilibrio presupuestario (véase cuadro). Además, un elevado número de países, concretamente, Bélgica, Dinamarca, Grecia, España, Francia, Italia, Luxemburgo, Austria, Portugal y Eslovaquia, aún no han incorporado formalmente a sus marcos jurídicos el principio de «cumplir o explicar» de forma incondicional, sino que solo han prometido respetarlo o modificar sus disposiciones

³⁷ Véase la [evaluación de la Comisión sobre la transposición del pacto fiscal](#).

legales. Asimismo, en relación con el mecanismo de corrección, las disposiciones que rigen la naturaleza del mecanismo en Francia y la definición de la cláusula de salvaguardia en Letonia ofrecen cierto margen de flexibilidad. Por último, la Comisión consideró que la estructura y la configuración de las instituciones de supervisión eran adecuadas, si bien determinó que en algunos países, concretamente en Bélgica, Dinamarca, España, Francia, Luxemburgo y los Países Bajos, su independencia no quedaba plenamente garantizada por la legislación nacional.

Cuadro

Resumen de los «factores condicionantes» considerados en la evaluación del cumplimiento del pacto fiscal de la Comisión

	Regla de equilibrio presupuestario	Mecanismo de corrección	Consejo fiscal	Principio de cumplir/explicar
Compromisos formales	DK, FR, CY, LT, NL, RO	FR, LV	DK, ES, FR, LU, NL	DK, ES, FR, IT, LU, AT, PT, SK
Aclaraciones		BE, DK, IT, LT, LU	LT, NL, PT	
Modificaciones legales			BE	BE, GR
Medidas que se han de adoptar			SI	

Fuente: Comisión Europea.

Notas: Los «factores condicionantes» (los compromisos formales, las aclaraciones de las autoridades nacionales sobre la interpretación de determinadas disposiciones legales, las modificaciones legales prometidas y las medidas que se han de adoptar) hacen referencia a aquellas partes del pacto fiscal cuya transposición al ordenamiento jurídico nacional aún no se ha producido, pero que las autoridades nacionales se han comprometido a cumplir plenamente en el futuro. Desde la publicación de la evaluación, Eslovenia ha adoptado medidas al respecto con el nombramiento de los miembros de la institución de supervisión recientemente creada.

En general, la lenta e incompleta transposición del pacto fiscal es

decepcionante. Ello indica que existe un claro riesgo de que el pretendido anclaje de reglas de política fiscal sólidas a escala nacional no se materialice, lo que unido a la posibilidad de que se considere que la implementación del marco presupuestario de la UE no se ha completado suficientemente, podría contribuir a menoscabar la credibilidad de la formulación de políticas fiscales adecuadas.

Para completar la evaluación, será importante realizar un atento seguimiento del cumplimiento de los compromisos asumidos por las autoridades.

La evaluación de la Comisión se centra en la cuestión de si los elementos principales del pacto fiscal están suficientemente recogidos en las disposiciones nacionales, pero no considera su aplicación práctica ni su eficacia. De cara al futuro, convendría analizar exhaustivamente la eficacia del pacto fiscal³⁸. Dicha eficacia, materializada en forma de una mayor disciplina presupuestaria, solo puede garantizarse si los países cumplen plenamente los compromisos contraídos en el marco del pacto fiscal.

³⁸ Este análisis también será relevante para la cuestión de la incorporación de los elementos principales del pacto fiscal a la legislación de la UE, una opción prevista en el TCEG.