

# Recuadros

## 1 Convergencia y ajuste en los países bálticos

**Los países bálticos han sido capaces de mantener un ritmo de convergencia sorprendente hacia la renta per cápita media de la UE en los últimos 20 años.** Pese a la gravedad de la crisis, el proceso de convergencia se reanudó con fuerza inmediatamente después del importante ajuste de los desequilibrios llevado a cabo en el período 2008-2009. En este recuadro se revisan la evolución de largo plazo de Estonia, Letonia y Lituania y los retos que han afrontado recientemente.

**Los países bálticos son muy pequeños. Conjuntamente representan solo el 0,4 % del PIB de la zona del euro y el 1,8 % de su población.** Los tres países se incorporaron a la UE en 2004, con una renta per cápita que ascendía, en promedio, al 44 % de la de la zona del euro. Desde que se integraron en la UE, estos tres países han aplicado un exigente programa económico de libre mercado y fomento de la actividad empresarial, pero acumularon desequilibrios importantes en el período anterior al estallido de la crisis financiera en 2008. El ajuste económico que siguió a la crisis financiera de 2008 fue repentino y muy rápido. Estonia ya había adoptado la moneda única en 2011, al cumplir todos los criterios de Maastricht, y se beneficiaba de una posición fiscal muy saneada, pese al severo ajuste macroeconómico que se estaba produciendo. Letonia y Lituania adoptaron el euro en 2014 y 2015, respectivamente.

**Los tres países son distintos en muchos aspectos, pero comparten varias características importantes:** niveles muy elevados de apertura comercial y financiera y movilidad laboral muy alta; gran flexibilidad económica con negociación salarial a nivel de empresa; condiciones del marco institucional relativamente buenas, y bajos niveles de deuda pública (véase cuadro A). En general se considera que la mayoría de estas características favorecen la convergencia real. Al mismo tiempo, la significativa apertura de estos países también ha sido una fuente de vulnerabilidad macroeconómica y de retos específicos en materia de política económica. En concreto, ha resultado difícil gestionar el ciclo económico en un contexto de volatilidad de los flujos de capital.

### Cuadro

#### Algunas características en 2015

	Apertura comercial (ratio de importaciones y exportaciones/PIB)	Apertura financiera (porcentaje de sucursales extranjeras con respecto a los activos totales del sistema bancario)	Nivel de coordinación de la negociación salarial*	Condiciones del marco institucional** (cuatro indicadores WGI principales)	Deuda pública (porcentaje del PIB)
<b>Países bálticos</b>	142%	78%	1,00	1,06	30%
<b>Zona del euro</b>	88%	13%	2,63	1,18	90%

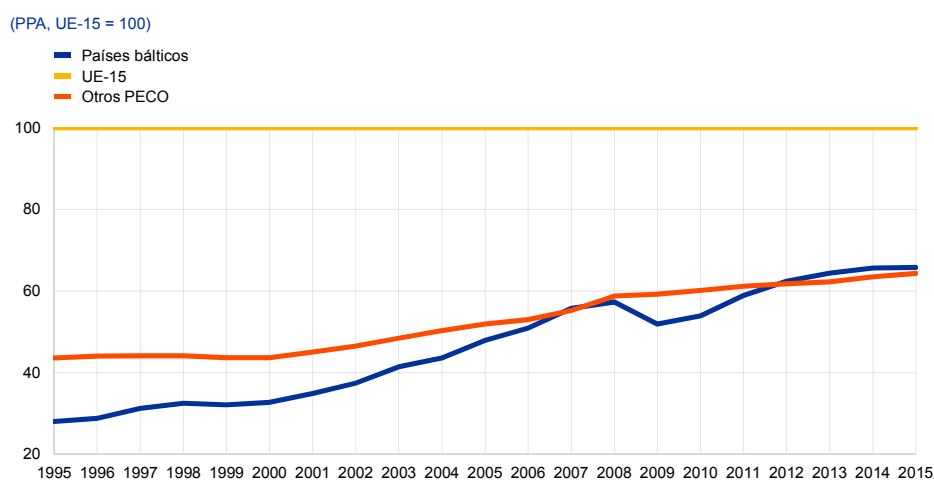
Fuentes: Comisión Europea, Banco Mundial, Database on Institutional Characteristics of Trade Unions, Wage Setting, State Interventions and Social Pacts.

Notas: \* El nivel de coordinación de la negociación salarial incluye cinco categorías: 1) la negociación se produce principalmente a nivel local o de la empresa; 2) nivel intermedio o alternativo de negociación entre el sector y la empresa; 3) la negociación se produce principalmente a nivel del sector o la industria; 4) nivel intermedio o alternativo entre negociación central y sectorial, 5) la negociación se produce principalmente a nivel central o intersectorial. \*\* «Condiciones del marco institucional» se refiere al subíndice de los Indicadores mundiales de buen gobierno (WGI) del Banco Mundial, que incluye la media de los siguientes componentes: imperio de la ley, calidad normativa, eficacia del gobierno y control de la corrupción. La media de los países bálticos no está ponderada.

**Desde una perspectiva de largo plazo, la evolución de la convergencia de los países bálticos ha sido extraordinaria.** Los países bálticos están entre los pocos de la zona del euro —junto con Eslovaquia— en los que el PIB real per cápita, en términos de paridad de poder adquisitivo (PPA), ha mostrado una convergencia sustancial hacia la media de la UE en los últimos 20 años. Mientras que, en 1995, su renta media per cápita (en PPP) solo se situaba alrededor del 28 % de la media de la UE-15, en 2015 alcanzó el 66,5 % (véase gráfico A). Asimismo, cabe señalar que el PIB real de estos tres países registró acusadas caídas en 2008 y 2009, pero después se recuperó con fuerza.

### Gráfico A

#### PIB per cápita en comparación con UE-15



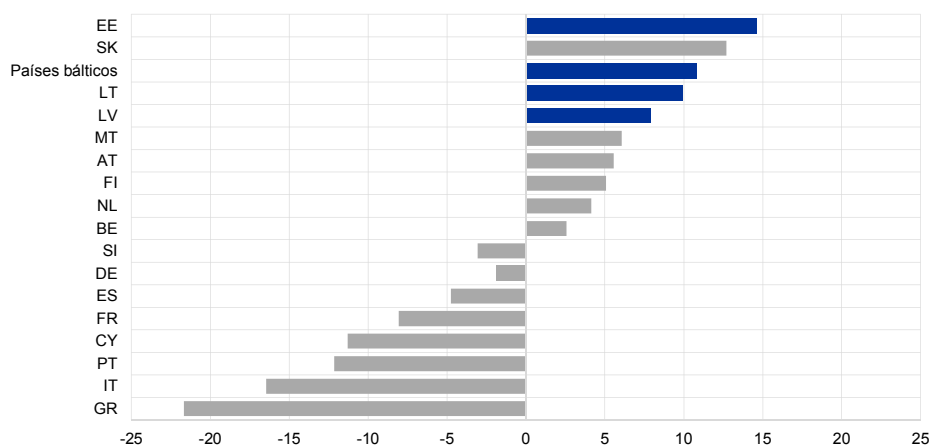
Fuente: Comisión Europea.

Notas: «Otros PECO» es una media de los niveles de renta per cápita de otros siete países de Europa Central y Oriental que se incorporaron a la UE en 2004 y 2007 a saber, Bulgaria, Eslovaquia, Eslovenia, Hungría, Polonia, República Checa y Rumanía. El término UE-15 se refiere a los 15 Estados miembros de la Unión Europea a 31 de diciembre de 2003, antes de que se unieran los nuevos Estados miembros, a saber, Alemania, Austria, Bélgica, Dinamarca, España, Finlandia, Francia, Grecia, Irlanda, Italia, Luxemburgo, Países Bajos, Portugal, Reino Unido y Suecia.

**La evolución de largo plazo de la convergencia de los países bálticos ha superado lo que hubiera cabido esperar atendiendo a su nivel inicial de renta.** La fulgurante evolución de la convergencia de los países bálticos debería evaluarse en el contexto de un nivel de renta inicial muy bajo al comienzo de su transición a las economías de mercado, a mediados de la década de los noventa. Sin embargo, sus resultados han superado cualquier expectativa derivada de la ecuación entre sus niveles de renta per cápita iniciales y el crecimiento en el período comprendido entre 1999 y 2015. Esta evolución se ilustra en el gráfico B, que muestra que los países bálticos, junto con Eslovaquia, excedieron los resultados previstos según el modelo de convergencia simple.

## Gráfico B

Crecimiento del PIB per cápita en 1999-2015 (en PPA, precios de mercado) – diferencia entre el crecimiento observado y el esperado en función del nivel de renta inicial



Fuentes: Eurostat y cálculos de expertos del BCE.

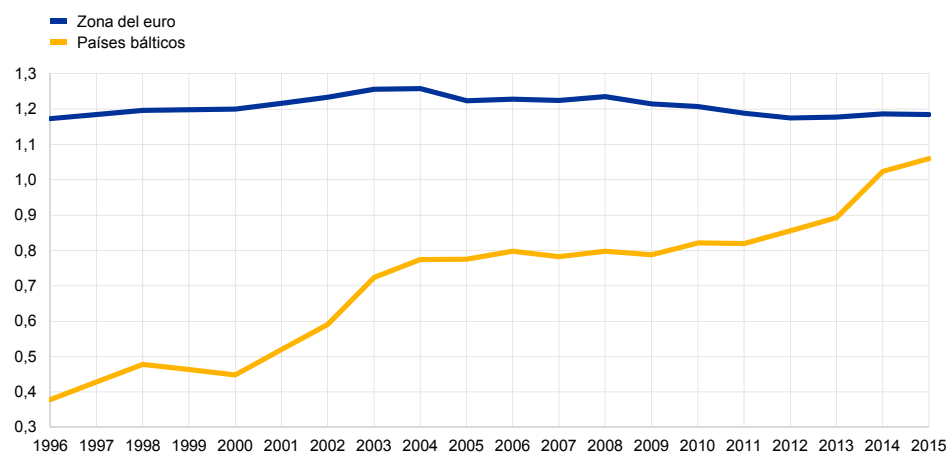
Notas: Basado en una ecuación lineal entre países de la UE en la que se estima la regresión del crecimiento acumulado del PIB per cápita en porcentaje del PIB per cápita de la UE (en PPA) entre 1999 y 2015 sobre el PIB per cápita inicial en porcentaje del PIB per cápita (en PPA) de la UE en 1999. Más formalmente:  $\Delta y_i, 1999-2015 = \alpha + \beta y_i, 1999 + \varepsilon_i$  ( $R^2 = 0,62$ ); donde  $\Delta y_i, 1999-2015$  indica el crecimiento acumulado del PIB per cápita entre 1999 y 2015;  $y_i, 1999$  se refiere al nivel de renta per cápita inicial (en PPA), y  $\varepsilon_i$  es un término de error. Irlanda no se incluye en la muestra por ser un valor atípico debido al cambio en su nivel de PIB que se produjo en 2015, en gran parte como consecuencia del impacto estadístico de la reestructuración de los balances de las multinacionales. Luxemburgo también se excluye, ya que los cálculos del PIB per cápita se distorsionan por el gran número de trabajadores transfronterizos.

**Una de las razones que pueden explicar la evolución fulgurante de la convergencia de los países bálticos es la significativa mejora de su calidad institucional (véase gráfico C).** Los indicadores mundiales de buen gobierno del Banco Mundial, que son un indicador sintético de calidad institucional, sugieren que esta ha mejorado notablemente en los países bálticos —sobre todo en Estonia— en las últimas décadas. Esta mejora fue especialmente rápida en los años anteriores a su incorporación a la UE. Es probable que la armonización normativa con la UE antes de dicha incorporación (la adopción del *acquis communautaire*) fuera un factor importante.

## Gráfico C

### Indicador mundial de buen gobierno (índice sintético)

(índice sintético basado en una media de cuatro subindicadores)



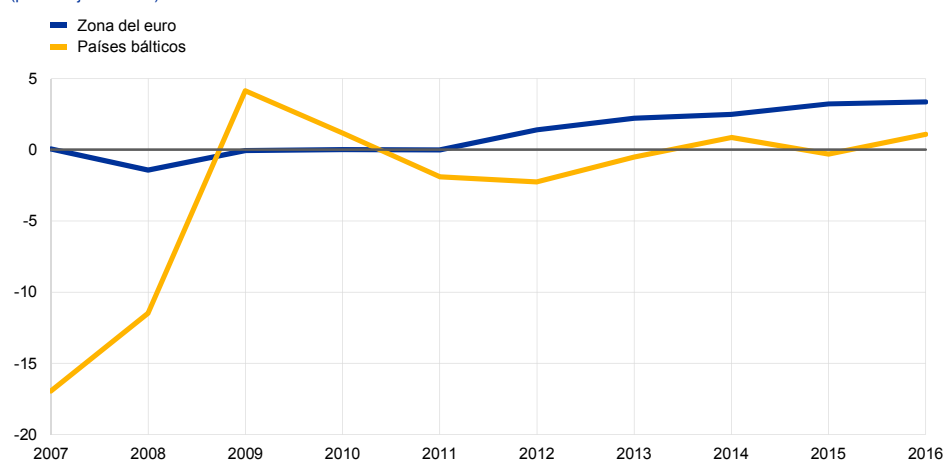
Fuente: Banco Mundial.

Notas: El índice sintético es una media de los siguientes subindicadores: calidad normativa, eficacia del gobierno, control de la corrupción e imperio de la ley. Un índice más elevado indica mejores resultados relativos en calidad institucional.

## Gráfico D

### Cuenta corriente

(porcentajes del PIB)



Fuente: Comisión Europea.

**Los países bálticos eran muy vulnerables al comienzo de la crisis mundial en 2008.** Los tres países tenían déficits por cuenta corriente muy elevados, cercanos o superiores al 10 % del PIB en 2007, debido a un auge insostenible de la demanda interna financiado por las entradas de capital. Como consecuencia de estas grandes brechas de financiación externa, los países bálticos se tornaron vulnerables a la interrupción repentina de los flujos de capital a finales de 2008 y en 2009. Estos grandes desequilibrios externos obedecieron, en parte, a un notable deterioro de la competitividad de costes en un entorno de crecimiento muy rápido de los costes laborales unitarios, reflejo del acelerado crecimiento de los salarios (con una tasa media de crecimiento anual de la remuneración real por asalariado del 15,8 %, el 25,2 % y el 15 % en Estonia, Letonia y Lituania, respectivamente, entre 2004 y 2007).

También se incrementaron las vulnerabilidades del sistema financiero. La profundización financiera aumentó con rapidez en los años anteriores a la crisis en los países bálticos, aunque partía de niveles muy bajos. Algunas medidas de política monetaria y macroprudencial introducidas antes de la crisis (en particular, el incremento del coeficiente de reservas exigido) resultaron insuficientes para impedir la aparición de desequilibrios. Además, las medidas fueron eludidas parcialmente por los bancos extranjeros que operaban en estos países.

**Aunque la crisis afectó duramente a los países bálticos, el ajuste de los desequilibrios fue muy rápido.** El veloz ajuste de los desequilibrios presupuestarios y de los balances del sector privado permitió a los países bálticos evitar la acumulación de un gran sobreendeudamiento. Además, la acelerada disminución del desempleo ayudó a reducir el riesgo de histéresis, evitando así unas consecuencias duraderas sobre el crecimiento potencial.

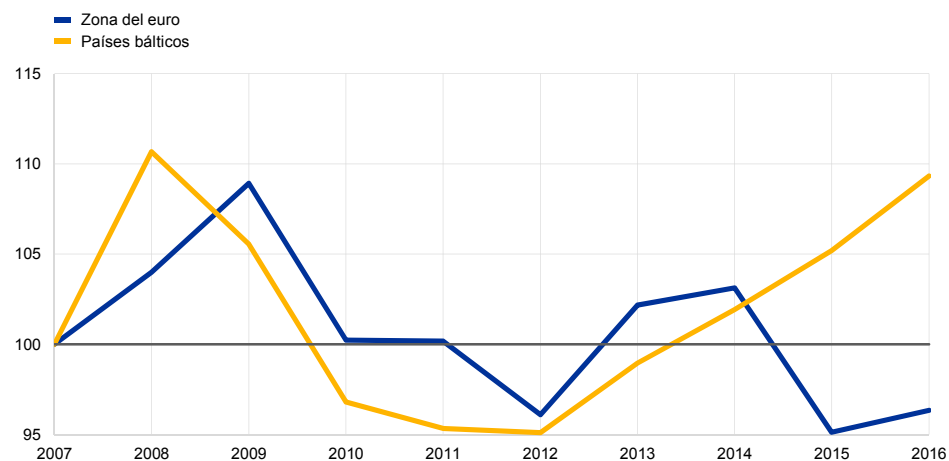
**El ajuste del saldo por cuenta corriente en los países bálticos originado por la repentina interrupción de los flujos de capital se acometió sin dilación.** Como muestra el gráfico D, el saldo por cuenta corriente de los países bálticos ya era positivo en 2009. El principal factor impulsor del ajuste de la brecha de financiación externa fue una caída de la absorción de las importaciones y una aceleración de las exportaciones en 2010, debido al ajuste interno y a los vínculos comerciales con regiones en rápido crecimiento. Durante la crisis, mientras que los países de la zona del euro que registraban grandes déficits por cuenta corriente tuvieron acceso a abundante liquidez del banco central para sustituir los flujos de capital privado, los países bálticos tuvieron que realizar un ajuste completo de su saldo por cuenta corriente en un breve período de tiempo ante la falta de fuentes de financiación. Solo Letonia recibió ayuda de la UE y el Fondo Monetario Internacional (FMI) para su balanza de pagos con el fin de cubrir parte de su déficit exterior con fondos públicos.

**El ajuste exterior de los países bálticos fue posible gracias a una devaluación interna dura, pero eficaz (véase gráfico E).** Cuando las afluencias de capital se frenaron repentinamente en 2008-2009, los tres países necesitaron un ajuste significativo de su tipo de cambio real, que estaba sobrevalorado. Por diversas razones, los tres optaron por una estrategia de devaluación interna. El ajuste del desempleo también fue relativamente rápido (véase gráfico F). En su pico de 2010, la tasa de paro alcanzó el 16,7 %, el 19,5 % y el 17,8 % en Estonia, Letonia y Lituania, respectivamente, pero después se redujo de forma considerable y, en 2015, se situaba en el 6,2 % en Estonia, el 9,9 % en Letonia y el 9,1 % en Lituania.

## Gráfico E

### Tipo de cambio efectivo real

(Índice: 2007 = 100, deflactado por los costes laborales unitarios, 37 socios comerciales)

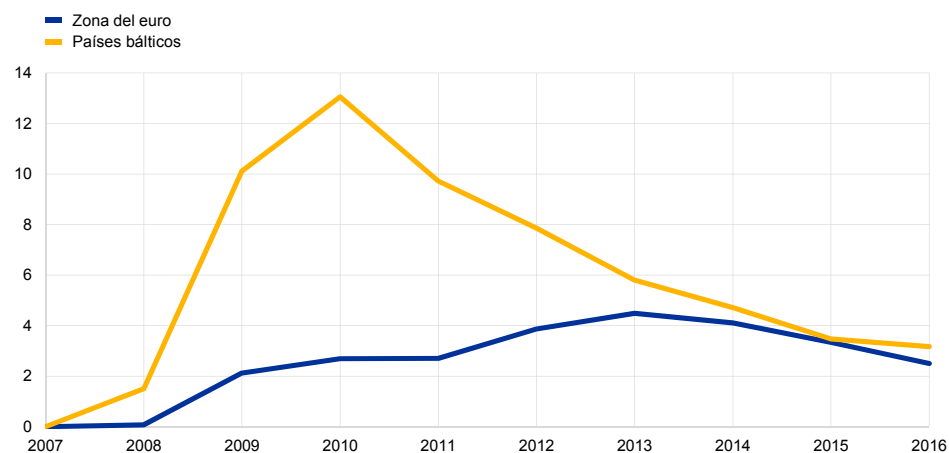


Fuente: BCE.

## Gráfico F

### Tasa de desempleo

(variación en puntos porcentuales con respecto a 2007)



Fuente: BCE.

**Este ajuste relativamente rápido en los países bálticos se logró, en parte, gracias al fuerte repunte inicial del crecimiento del empleo, sustentado en un ajuste de los costes laborales.** Además, la significativa emigración a Escandinavia y Europa Occidental desempeñó un papel esencial. El impacto de estos flujos migratorios es complejo. Aunque ayudaron a aliviar las tensiones en los mercados de trabajo y contribuyeron a la balanza de pagos por las abultadas remesas de trabajadores, también contribuyeron a la caída de la oferta de trabajo y a cambios demográficos adversos. Desde su incorporación a la UE en 2004, las poblaciones de Estonia, Letonia y Lituania han disminuido un 3 %, un 12 % y un 14 %, respectivamente, cifras que reflejan, en particular, la emigración de los trabajadores más jóvenes.

### **De cara al futuro, los países bálticos se enfrentan a diversos retos**

**económicos.** Algunos de ellos son los siguientes: 1) preservar la competitividad en un contexto de fuerte aumento de los salarios y ralentización del crecimiento de la productividad; 2) evitar la «trampa de la renta media», y 3) gestionar un ciclo económico volátil dentro de la UEM.

**1) En los tres últimos años, los costes laborales unitarios han aumentado significativamente en los países bálticos, indicando un deterioro progresivo de la competitividad.** Los motivos principales son una desaceleración considerable del crecimiento de la productividad, combinado con una aceleración del crecimiento de la remuneración real por asalariado. Las tensiones en los mercados de trabajo desempeñaron un papel importante en el reciente ascenso del crecimiento salarial en estos países, y en 2016 la tasa de desempleo ya se situaba en el 6,8 % en Estonia, el 9,6 % en Letonia y el 7,9 % en Lituania. En el contexto de un mercado de trabajo relativamente flexible, la aparición de presiones salariales en esa coyuntura es señal de que una gran parte de dicho paro es de carácter estructural y de que existen desajustes entre la oferta y la demanda de cualificaciones en la economía. Aunque la migración fue un canal de ajuste útil durante los años de recesión, la persistencia de la emigración neta a pesar de la recuperación ha favorecido las tensiones en los mercados de trabajo. Aun así parece que, en conjunto, el ritmo de crecimiento salarial es superior al que justificarían solo las citadas tensiones. La dinámica salarial en estos países también se vio influida por las acusadas subidas de los salarios mínimos. Por tanto, parece muy importante aplicar políticas que aborden los desajustes de cualificaciones y fomenten el crecimiento de la productividad, así como realizar esfuerzos para asegurar que el crecimiento de los salarios esté en línea con el avance de la productividad.

**2) La experiencia internacional indica que los países que alcanzan un nivel medio de renta, como los países bálticos, suelen tener dificultades para aumentar la convergencia y conseguir un nivel alto de renta.** Un estudio del Banco Mundial sugiere que, de cada 101 economías de renta media en 1960, únicamente 13 habían pasado a ser economías de renta alta en 2008<sup>3</sup>. En la fase de desarrollo de la renta media, el margen para incrementar la productividad mediante la transferencia intersectorial de mano de obra del sector agrícola a sectores más productivos —como el de manufacturas— suele ser limitado, y el crecimiento de la productividad debería proceder cada vez más de actividades basadas en la innovación. Son varios los factores que pueden reducir la probabilidad de que un país caiga en la «trampa de la renta media», como son unas instituciones fuertes, una tasa de dependencia baja, una elevada participación de la inversión y un comercio y un producto diversificados<sup>4</sup>.

**3) Gestionar las fluctuaciones del ciclo económico sigue siendo un reto fundamental a medio plazo para los países bálticos.** Una de las principales enseñanzas extraídas de la crisis es que una economía abierta de pequeño

<sup>3</sup> Véase *China 2030: Building a Modern, Harmonious, and Creative High-Income Society*, Banco Mundial, 2012.

<sup>4</sup> Véase S. Aiyar, R. Duval, D. Puy, Y. Wu, y L. Zhang, «Growth Slowdowns and the Middle-Income Trap», *IMF Working Paper*, n.º 13/71, Fondo Monetario Internacional, marzo de 2013.

tamaño perteneciente a la zona del euro y sujeta a la volatilidad de los flujos de capital tiene que poner un énfasis incluso mayor que otros países de la zona en aplicar políticas anticíclicas. Estas consideraciones destacan la importancia del uso activo de herramientas de política macroprudencial anticíclicas para limitar la acumulación de vulnerabilidades financieras a lo largo del ciclo. Al mismo tiempo, también es importante aplicar una política fiscal anticíclica. Esto significa que, durante las fases expansivas, los países bálticos deberían acumular las reservas fiscales necesarias para hacer frente a un posible aumento de la volatilidad del crecimiento económico, y después, durante las fases de recesión, podrían dejar funcionar a los estabilizadores automáticos y evitar la necesidad de un endurecimiento procíclico de la política fiscal.



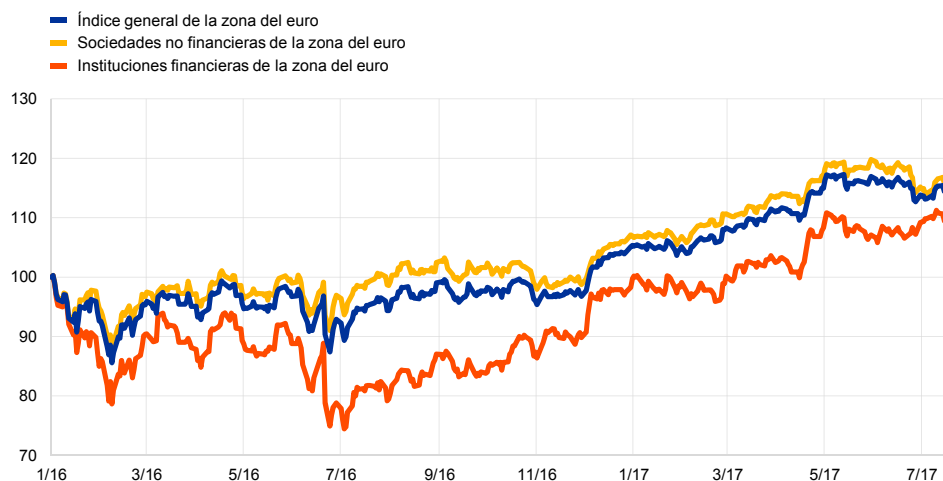
## 2

### Los determinantes recientes de los precios de las acciones en la zona del euro

Tras el mínimo observado después del referéndum celebrado en el Reino Unido sobre su pertenencia a la UE, los mercados de renta variable de la zona del euro han registrado importantes ganancias (véase gráfico A). En comparación con los niveles de principios de julio de 2016, el avance asciende a alrededor del 40 % para las entidades de crédito y alrededor del 20 % para las sociedades no financieras.

**Gráfico A**  
Índices bursátiles de la zona del euro

(1 de enero de 2016 = 100)



Fuentes: Thomson Reuters DataStream y cálculos del BCE.  
Nota: La última observación corresponde al 19 de julio de 2017.

**En este recuadro se analizan, mediante un modelo de descuento de dividendos, los factores determinantes del aumento de los precios de las acciones desde julio de 2016.** Los modelos de descuento de dividendos permiten descomponer las variaciones de los precios de las acciones en función de tres factores: i) variaciones de los flujos de caja futuros esperados procedentes de las acciones en forma de dividendos; ii) variaciones del tipo de interés libre de riesgo a largo plazo, y iii) variaciones de la «prima de riesgo de las acciones». La suma de la prima de riesgo de las acciones y del tipo de interés libre de riesgo a largo plazo forma la tasa de rentabilidad exigida al capital propio, a la que se descuentan los dividendos futuros. La prima de riesgo de las acciones es la remuneración del riesgo, o la rentabilidad adicional, que exigen los inversores para invertir en renta variable en vez de en renta fija a largo plazo.

**En la medida en que los dividendos esperados, los tipos de interés libres de riesgo y los precios de las acciones puedan observarse mediante los datos de los mercados financieros, la prima de riesgo de las acciones puede hallarse calculando la suma descontada de los flujos de caja futuros con las cotizaciones actuales.** Sin embargo, la senda de los dividendos esperados futuros

es intrínsecamente inobservable y sería necesario utilizar indicadores observables combinados con supuestos económicamente plausibles como aproximación.

**El modelo de descuento de dividendos se aplica en este caso asumiendo que la tasa de crecimiento de los dividendos esperada varía, a lo largo de diferentes etapas, y converge a un valor constante a largo plazo.** En el modelo utilizado se asume que la tasa de crecimiento de los dividendos pasa por tres etapas distintas: i) un período inicial durante el cual los dividendos crecen de forma constante a una tasa de  $g_a$ ; ii) un período intermedio en el que la tasa de crecimiento inicial converge linealmente hacia una tasa de crecimiento a largo plazo ( $g_n$ ), y iii) un período final indefinido en el que los dividendos crecen a una tasa a largo plazo anual constante ( $g_n$ ). Con el dividendo actual, esta secuencia supuesta de tasas de crecimiento identifica la evolución completa de los dividendos futuros esperados.

**En estos supuestos sobre las tasas de crecimiento de los dividendos futuros, la prima de riesgo de las acciones puede obtenerse de forma inmediata a partir de las rentabilidades de los dividendos y del tipo de interés libre de riesgo observados.** Se calcula utilizando la fórmula que se muestra en la ecuación, que es una aproximación del modelo de descuento de dividendos en tres etapas, también conocido como el «modelo-H»<sup>5</sup>. En la ecuación,  $r$  es la tasa de rentabilidad exigida a una acción (o índice bursátil);  $r_f$  es el tipo de interés a largo plazo libre de riesgo;  $ERP$ , la prima de riesgo de las acciones, y  $D_0/P_0$ , la rentabilidad actual por dividendo, mientras que  $g_a$  y  $g_n$  son los dos parámetros de crecimiento de los dividendos indicados anteriormente. El parámetro  $H$  es la duración del período inicial (primera etapa) más la mitad de la duración del período intermedio (segunda etapa). Para aplicar el modelo, la tasa de crecimiento de los dividendos inicial (primera etapa) ( $g_a$ ) se aproxima por las previsiones de beneficios «a largo plazo» de I/B/E/S<sup>6</sup>, y la tasa de crecimiento a largo plazo ( $g_n$ ) (tercera etapa), por las expectativas de crecimiento interanual del PIB a largo plazo publicadas por Consensus Economics. Los precios de las acciones y los dividendos iniciales se toman directamente de los mercados financieros, mientras que el tipo de interés libre de riesgo a largo plazo se estima que es el tipo *swap* del eonia a diez años. Este último se resta de la tasa de rentabilidad exigida a fin de calcular la prima de riesgo. Las variaciones del índice bursátil pueden descomponerse en cambios de las expectativas de crecimiento (recogidas mediante los cambios en los parámetros  $g$ ), variaciones del tipo de interés libre de riesgo a largo plazo o variaciones de la prima de riesgo de las acciones calculada.

$$r = r_f + ERP = \frac{D_0}{P_0} [(1 + g_n) + H(g_a - g_n)] + g_n$$

**En términos acumulados, el aumento de las cotizaciones entre principios de julio de 2016 y enero de 2017 fue atribuible, principalmente, a la caída de la prima de riesgo de las acciones (véase gráfico B).** Este gráfico muestra las

<sup>5</sup> Véase R. J. Fuller y C.-C. Hsia, «A simplified common stock valuation model», *Financial Analysts Journal*, 40(5), septiembre-octubre de 1984, pp. 49-56.

<sup>6</sup> El Institutional Brokers Estimate System (I/B/E/S) proporciona estimaciones sintéticas de la tasa de crecimiento anual prevista del beneficio por acción en un período de entre tres y cinco años.

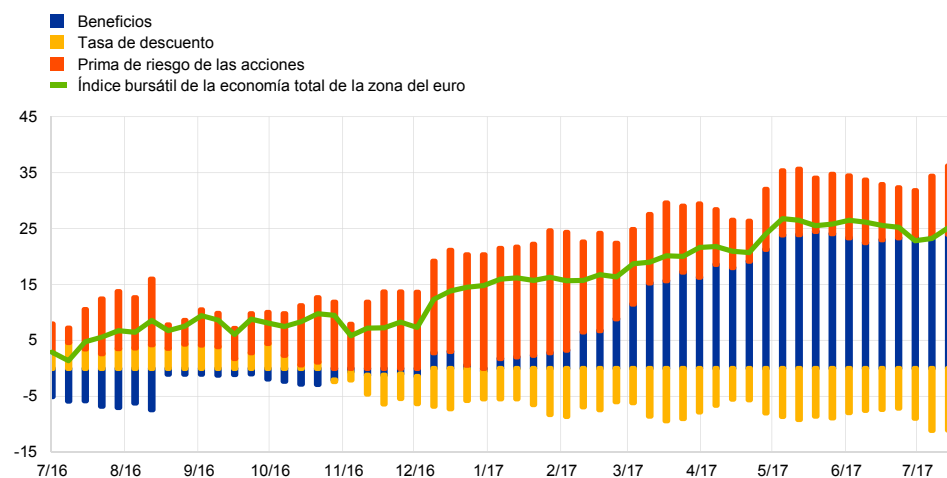
contribuciones acumuladas a la variación de los precios de las acciones en la zona del euro, siendo especialmente evidente la contribución positiva del descenso de la prima de riesgo de las acciones en torno a la época de las elecciones presidenciales en Estados Unidos<sup>7</sup>.

**Sin embargo, desde principios de 2017, las expectativas de crecimiento de los beneficios de las empresas de la zona del euro han aumentado significativamente y se han convertido en el principal determinante del nuevo avance de los precios de las acciones.** Este aumento de las expectativas de beneficios ha estado en consonancia con la mejora general del entorno macroeconómico de la zona del euro, como han mostrado también los registros positivos del índice de sorpresa económica de Citi para la zona del euro o de los índices de directores de compras, por ejemplo. En todo el período, las caídas de la prima de riesgo de las acciones y las posteriores mejoras de las expectativas de beneficios han compensado con creces, en conjunto, el incremento de las rentabilidades a más largo plazo observado desde el otoño de 2016.

### Gráfico B

Descomposición de las variaciones acumuladas en los precios de las acciones de la zona del euro según modelo de descuento de dividendos

(datos semanales)



Fuentes: Thomson Reuters y cálculos del BCE.  
Nota: La última observación corresponde al 14 de julio de 2017.

**Desde una perspectiva histórica, la estimación actual de la prima de riesgo de las acciones de la zona del euro no es baja (véase gráfico C), lo que indica que las acciones no están valoradas especialmente altas con respecto a los bonos.** La estimación de la prima de riesgo de las acciones de la zona del euro aumentó significativamente, hasta situarse en niveles de entre el 6 % y el 8 %, tras la crisis financiera de 2008. Al mismo tiempo, esta prima, al igual que cualquier prima de riesgo incorporada en los precios de los mercados financieros, no es observable. Por

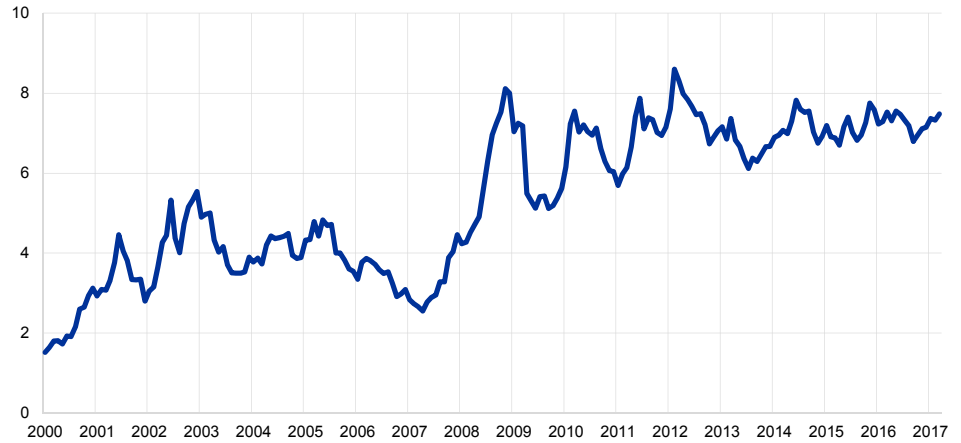
<sup>7</sup> En el gráfico B, la disminución de la prima de riesgo de las acciones se refleja en una contribución positiva a los precios de las acciones.

lo tanto, cualquier valoración (incluida la que se presenta aquí) es incierta en alguna medida y los niveles estimados de estas primas deberán interpretarse con cautela.

### Gráfico C

Prima de riesgo de las acciones de la zona del euro según modelo de descuento de dividendos; índice general

(puntos porcentuales)



Fuentes: Thomson Reuters y cálculos del BCE.

Notas: Estimación mediante un modelo de descuento de dividendos aplicado al índice general. La última observación corresponde a junio de 2017.

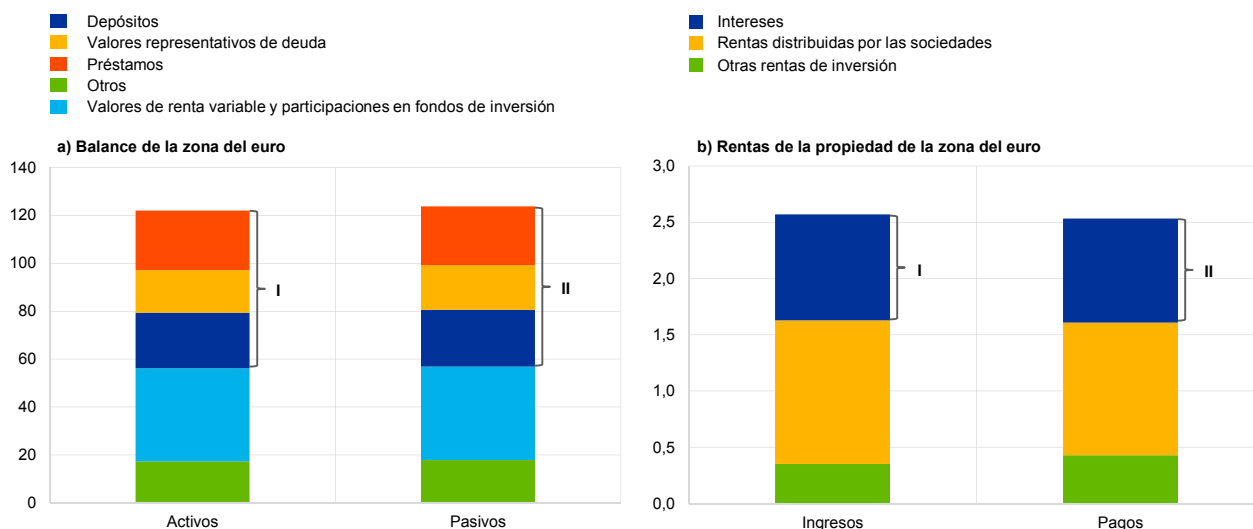
## El descenso de los tipos de interés y los cambios en los ingresos por intereses de los sectores

En este recuadro se describe el impacto del descenso de los tipos de interés en los ingresos por intereses de los distintos sectores desde 2008, centrándose en los activos y pasivos que devengan intereses (o remunerados), como los depósitos, los valores representativos de deuda y los préstamos (véase gráfico A)<sup>8</sup>.

### Gráfico A

#### Balance de la zona del euro y rentas de la propiedad de la zona del euro

(billones de euros)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Notas: Los datos se refieren al año 2016 para el total de la economía de la zona del euro. En los paneles a) y b), I y II indican los activos y pasivos que devengan intereses incluidos en el balance de la zona del euro y los correspondientes ingresos y pagos por intereses de las rentas de la propiedad de la zona del euro.

**Las tenencias sectoriales de activos/pasivos remunerados y los ingresos/pagos por intereses realizados permiten calcular tipos de interés implícitos específicos para cada sector.** El gráfico A muestra el balance y los ingresos y pagos por intereses del total de la economía de la zona del euro<sup>9</sup>. A nivel de sectores (hogares, sociedades no financieras, instituciones financieras, Administraciones Públicas y resto del mundo), esta información permite calcular los tipos de interés implícitos de los activos y pasivos remunerados para cada sector. Por ejemplo, el tipo de interés implícito de los activos se obtiene dividiendo los ingresos por intereses por el saldo nominal de los activos, es decir, excluidos los efectos de valoración. Los saldos nominales pueden obtenerse

<sup>8</sup> El análisis se basa en la literatura existente que utiliza las cuentas sectoriales para determinar el efecto distributivo de la política monetaria. Bach y Ando (1957), Cukierman *et al.* (1985) y, más recientemente, Doepke y Schneider (2006), por ejemplo, evalúan el impacto de las fluctuaciones de los precios y de los tipos de interés en los ingresos y la riqueza. Véanse G. Bach y A. Ando, «The Redistributive Effects of Inflation», *The Review of Economics and Statistics*, vol. 39, n.º 1, 1957, pp. 1-13; A. Cukierman, K. Lennan y F. Papadia, «Inflation-induced redistributions via monetary assets in five European countries: 1974-1982», en J. Mortensen (ed.), «Economic Policy and National Accounting in Inflationary Conditions», *Studies in Banking and Finance*, vol. 2, 1985, y M. Doepke y M. Schneider, «Inflation and the Redistribution of Nominal Wealth», *Journal of Political Economy*, vol. 114, n.º 6, 2006, pp. 1069-1097.

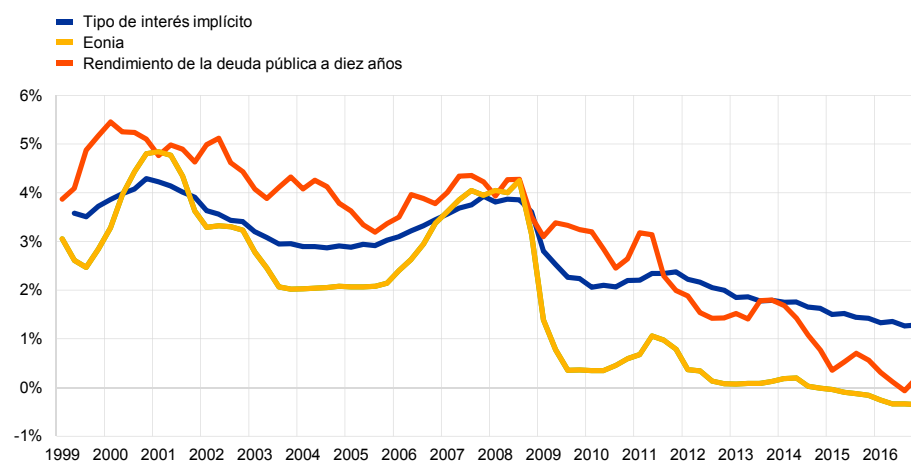
<sup>9</sup> En el análisis se utilizan los ingresos y pagos por intereses después de la asignación sectorial de los servicios de intermediación financiera medidos indirectamente (SIFMI). Las conclusiones no dependen de esta elección.

sumando las transacciones trimestrales a lo largo del tiempo. Como consecuencia de la manera de calcular los ingresos y pagos por intereses en las cuentas sectoriales, el tipo de interés implícito está conceptualmente próximo al rendimiento a la emisión de un bono<sup>10</sup>. El gráfico B muestra que el tipo de interés implícito de los activos de la zona del euro está estrechamente vinculado al tipo de interés a un día de la zona (eonia) y al rendimiento de la deuda pública a largo plazo. Dado que la política monetaria determina los tipos de interés a un día vigente y esperados, la política del BCE también influye, en última instancia, en los tipos de interés de los activos remunerados a nivel de sectores. No obstante, el grado de transmisión de los cambios en los tipos de interés a un día vigente y esperados a los tipos de interés de los sectores también dependerá de la evolución de las primas de riesgo de cada sector y de la duración media de los activos remunerados en circulación<sup>11</sup>.

### Gráfico B

Eonia, rendimiento de la deuda pública a largo plazo y estimación del tipo de interés implícito del total de la economía

(porcentajes)



Fuentes: Thomson Reuters, BCE y cálculos del BCE.

Notas: Las últimas observaciones corresponden al cuarto trimestre de 2016. El tipo de interés implícito se refiere a los activos del total de la economía de la zona del euro. El tipo de interés implícito de los pasivos del total de la economía de la zona del euro coincide con el de los activos. El rendimiento de la deuda pública a diez años se refiere al tipo de interés sintético de la zona del euro elaborado por Thomson Reuters.

**El tipo de interés implícito puede utilizarse para calcular la contribución del descenso de los tipos de interés a los cambios observados en los ingresos netos por intereses desde 2008.** Para ello se multiplica el tipo de interés implícito por el saldo nacional de los activos al inicio del período. Así se puede tener la seguridad de que la variación de los ingresos por intereses desde el comienzo del período considerado solo depende de las variaciones del tipo de interés («efecto precio»). Se realiza un cálculo similar para los pasivos del balance. Los cambios en el volumen de activos también afectan a la variación total de los ingresos por intereses («efecto cantidad»). Este último se excluye del análisis para poder determinar cómo las variaciones de los tipos de

<sup>10</sup> Véase *Sistema Europeo de Cuentas – SEC 2010*, Eurostat, 2013.

<sup>11</sup> Desde 2014, el rendimiento de la deuda pública a diez años se ha mantenido continuamente por debajo del tipo de interés implícito del total de la economía, ya que las variaciones del tipo de interés al contado se reflejan con lentitud en el tipo de interés implícito de los activos en circulación con una duración relativamente larga.

interés, por sí mismas, han redistribuido los ingresos por intereses de los distintos sectores. El punto de partida del análisis es el tercer trimestre de 2008, que señala el inicio de la actual fase de relajación de la política monetaria.

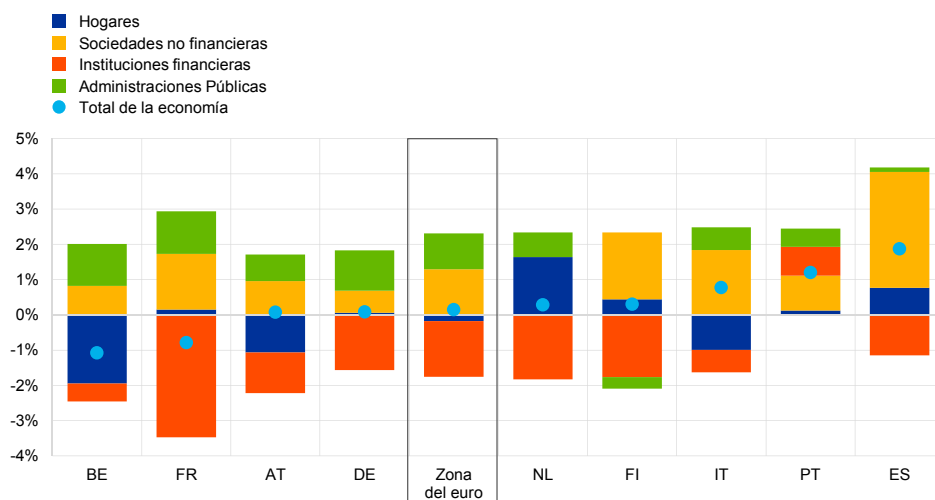
**Para la zona del euro en su conjunto, el impacto de los tipos de interés más bajos en los ingresos netos por intereses ha sido positivo.** El gráfico C muestra la variación de estos ingresos resultante de la caída de los tipos de interés entre el tercer trimestre de 2008 y el cuarto trimestre de 2016 en el conjunto de la zona del euro y en nueve de los países que la integran<sup>12</sup>. Como la disminución de los tipos de interés también afecta indirectamente a los hogares a través de sus inversiones en fondos de pensiones, sus participaciones en empresas o como contribuyentes, merece la pena considerar cómo se ha visto afectado el total de la economía en comparación con el resto del mundo. En la zona del euro en su conjunto y en la mayoría de los países de la zona, el efecto de la caída de los tipos de interés en los ingresos netos por intereses ha sido ligeramente positivo a nivel del total de la economía. El análisis por sectores pone en evidencia que el tamaño y la composición de los balances sectoriales son factores clave para entender el impacto de los tipos de interés más bajos en el total de la economía.

El gráfico C muestra que, para la zona del euro en su conjunto, el impacto de los tipos de interés más bajos en los ingresos netos por intereses fue positivo para las sociedades no financieras y las Administraciones Públicas, mientras que fue negativo en el caso del sector financiero. En el sector hogares, el efecto fue básicamente neutral.

### Gráfico C

#### Impacto del descenso de los tipos de interés en los ingresos netos por intereses

(porcentajes del PIB; III TR 2008-IV TR 2016)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Notas: Los países se han seleccionado en función de la disponibilidad de cuentas trimestrales por sectores. El total de la economía se refiere a las variaciones de los ingresos netos por intereses con respecto al resto del mundo. Debido a los distintos niveles de agregación, la suma de las variaciones de los ingresos netos por intereses de los sectores no coincide exactamente con la variación de estos ingresos con respecto al resto del mundo. Cálculos basados en medias móviles de cuatro trimestres.

<sup>12</sup> La selección de países está motivada por la disponibilidad de cuentas trimestrales por sectores durante el período de la muestra.

**El impacto directo de los niveles más bajos de los tipos de interés en el sector hogares ha sido más heterogéneo en los distintos países**<sup>13</sup>. El gráfico C muestra que los hogares de Finlandia, Países Bajos y España se han beneficiado del descenso de los tipos, esto es, los ingresos netos por intereses atribuibles a la caída de los tipos de interés han aumentado en estos países. Esto se debe a que, en estos países, el endeudamiento de este sector ha sido especialmente elevado en comparación con el volumen de sus activos. Además, el predominio de las hipotecas a tipo de interés variable (por ejemplo, en España) también hace que se beneficien en mayor medida de los tipos de interés más reducidos. En cambio, en Bélgica, Austria e Italia, los ingresos netos por intereses de los hogares experimentaron descensos más pronunciados, ya que tienen un porcentaje relativamente elevado de su riqueza financiera en forma de activos que devengan intereses. En Alemania, Francia y Portugal, la variación de los ingresos netos por intereses de este sector fue insignificante<sup>14</sup>.

**Mientras que las sociedades no financieras y las Administraciones Públicas se encuentran entre los sectores más beneficiados por los niveles más bajos de los tipos de interés, por lo general, el sector financiero redujo sus ingresos por intereses.** En el caso de las sociedades no financieras, se registraron aumentos de los ingresos netos por intereses superiores al 1 % del PIB, como consecuencia de los tipos de interés más bajos, en Francia, Finlandia, Italia y España. Las Administraciones Públicas de Bélgica, Francia y Alemania fueron las más beneficiadas por la caída de los tipos. En los países más afectados por la crisis de deuda soberana, este sector ha resultado relativamente menos beneficiado por el descenso de los tipos de interés debido al aumento simultáneo de las primas de riesgo soberano. Por último, salvo en Portugal, el sector financiero ha experimentado, en general, una disminución de los ingresos por intereses desde el tercer trimestre de 2008, sobre todo en Francia. Esto se debe a que el sector financiero (incluidas las instituciones financieras monetarias, las empresas de seguros y los fondos de pensiones, así como otras instituciones financieras) tiene, en promedio, más activos que pasivos que devengan intereses. Cuando los tipos de interés de los activos y los pasivos descienden en la misma medida, los ingresos netos por intereses del sector se reducen. No obstante, se ha de observar que los ingresos por intereses no son el único determinante de la rentabilidad del sector financiero<sup>15</sup>.

**Durante el anterior ciclo económico, las variaciones acumuladas de los ingresos netos por intereses de los distintos sectores fueron, en general, reducidas.** Este recuadro se ha centrado en el impacto de la caída de los tipos de interés desde 2008.

<sup>13</sup> Véase el recuadro titulado «Bajos tipos de interés e ingresos netos por intereses de los hogares», *Boletín Económico*, número 4, BCE, 2016.

<sup>14</sup> Aunque las cuentas sectoriales incluyen información de utilidad sobre la redistribución en los distintos sectores, no pueden responder a preguntas sobre cómo influyen los bajos tipos de interés en la redistribución de los ingresos netos por intereses en los hogares individuales. Para ello es necesario disponer de información microeconómica sobre el tamaño y la composición de los balances de los hogares individuales (obtenida, por ejemplo, de la Encuesta del Eurosistema sobre la situación financiera y el consumo de los hogares). Véase «The Household Finance and Consumption Survey: results from the second wave», *Statistics Paper Series*, n.º 18, BCE, 2016.

<sup>15</sup> Véase el recuadro titulado «The ECB's monetary policy and bank profitability», *Financial Stability Review*, BCE, noviembre de 2016.

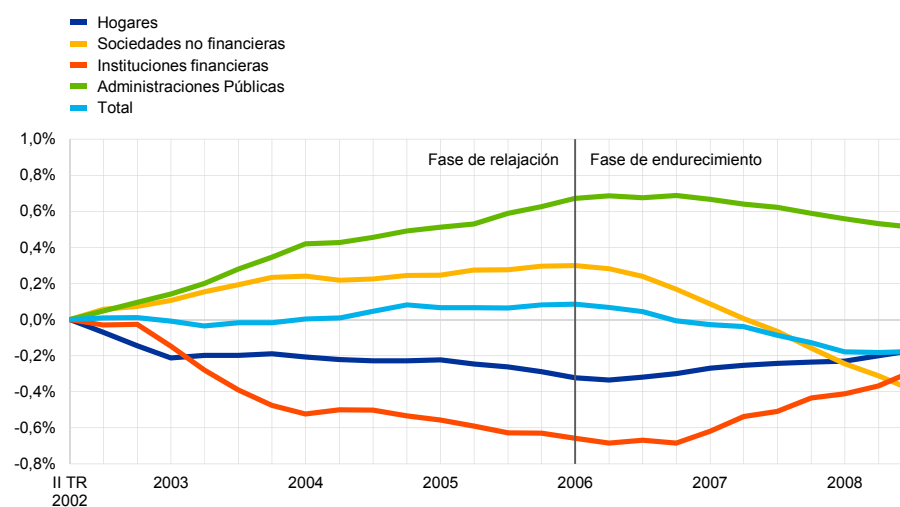


Puede resultar de utilidad comparar los resultados con los obtenidos en el anterior ciclo económico (2002-2008), como se observa en el gráfico B. El gráfico D muestra que, durante el período 2002-2008, la redistribución acumulada de los ingresos por intereses entre los distintos sectores fue reducida<sup>16</sup>, así como que durante la anterior fase de relajación de la política monetaria (2002-2005) la pauta de los cambios observados en los ingresos por intereses de los sectores considerados fue, en última instancia, muy similar al patrón de las variaciones registradas desde 2008. Durante el período 2002-2008, los ingresos netos por intereses de los hogares y del total de la economía básicamente no se modificaron. En la fase de endurecimiento monetario (2006-2008), las instituciones financieras recuperaron la mayor parte de sus pérdidas de ingresos netos por intereses, al tiempo que se produjo una reversión del aumento de estos ingresos de las sociedades no financieras. El sector de Administraciones Públicas continuó beneficiándose incluso después de la fase de endurecimiento. Esto se debe a la tendencia secular a la baja de los rendimientos de la deuda pública (véase también el gráfico B), que comenzó a mediados de la década de 1980 y no está relacionada con las variaciones cíclicas de los tipos de interés entre 2002 y 2008.

#### Gráfico D

Variaciones acumuladas de los ingresos por intereses durante el ciclo económico: 2002-2008

(porcentajes del PIB)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Notas: Variación acumulada del efecto precio derivado de los descensos de los tipos de interés entre el segundo trimestre de 2002 y el tercer trimestre de 2008 basada en medias móviles de cuatro trimestres. El total de la economía se refiere a las variaciones de los ingresos netos por intereses con respecto al resto del mundo. La línea vertical separa la fase de relajación de la política monetaria de la fase de endurecimiento.

<sup>16</sup> Este período abarca la anterior fase de relajación (2002-2005) y la fase de endurecimiento previa (2006-2008).

## ¿Cómo evalúan los expertos en previsión económica los riesgos para la inflación?

**Las percepciones de la incertidumbre y de los riesgos son un elemento importante en la evaluación de las perspectivas económicas, que se suma a la información obtenida de las previsiones puntuales.** Las expectativas de inflación futura de los agentes económicos pueden afectar a la evolución económica posterior, por ejemplo, a través de su influencia en las decisiones relativas a la fijación de precios, el consumo y la inversión. Por este motivo, el análisis de los datos sobre las expectativas de inflación, como el de la encuesta a expertos en previsión económica (EPE) del BCE, desempeña un importante papel en la evaluación global de las perspectivas de inflación. El análisis tiene dos dimensiones: las previsiones puntuales y la percepción de los riesgos que rodean a esas previsiones. Las previsiones puntuales para los próximos tres años nos indican las opiniones fundamentales de los expertos en previsión económica sobre la evolución de la economía, teniendo en cuenta las perturbaciones ya observadas, o las reflejadas en sus supuestos técnicos (por ejemplo, para el precio del petróleo). Las expectativas de inflación a más largo plazo pueden emplearse para evaluar la percepción de efectividad de la política monetaria. A su vez, las percepciones de los riesgos revelan información de utilidad sobre la distribución esperada de las perturbaciones económicas y proporcionan una dimensión adicional para valorar la firmeza del anclaje de las expectativas de inflación a más largo plazo. Este recuadro se centra en cómo pueden obtenerse medidas del riesgo a partir de los datos de la EPE y qué podrían implicar esas medidas.

**Las distribuciones de probabilidad señaladas en la EPE pueden utilizarse para obtener indicadores del riesgo y de la incertidumbre.** En la EPE se pide a los participantes no solo que indiquen sus expectativas puntuales, sino también su valoración de las probabilidades de diferentes tasas de inflación en el futuro. Mientras las expectativas puntuales reflejan las estimaciones centrales de los encuestados sobre la inflación futura, las probabilidades que estos asignan a las distintas tasas de inflación en el futuro revelan su valoración de la incertidumbre y de los riesgos.

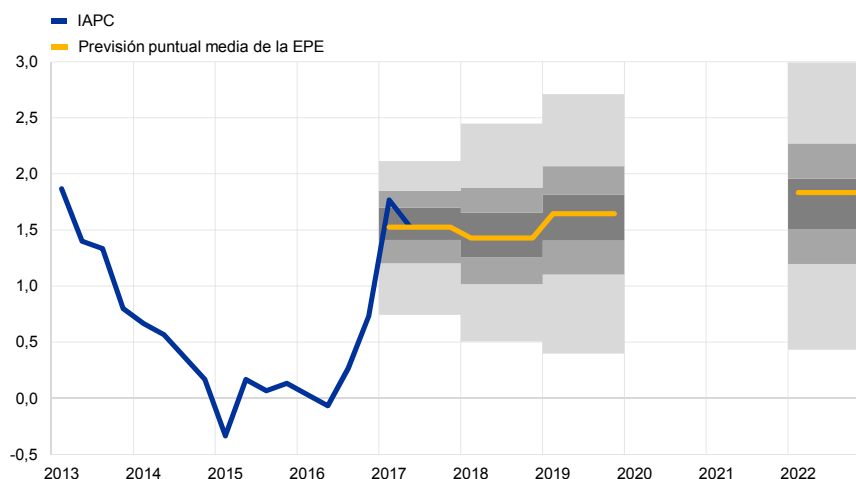
**La incertidumbre, medida por la amplitud de la distribución indicada, aumenta con el horizonte de predicción** (véase gráfico A). Esto refleja, en parte, la observación general de que el futuro más lejano suele ser más incierto que el futuro próximo. Más importante es que esto puede deberse a que el número de factores diferentes que pueden influir en el resultado aumenta con el horizonte: el corto plazo suele verse afectado, primordialmente, por la evolución de los precios del petróleo; en el medio plazo, las perspectivas de inflación y los riesgos que las rodean están más estrechamente relacionados con las perspectivas de crecimiento de la economía real; en el largo plazo, lo más importante es en qué medida se percibe que el ancla nominal que proporciona la política monetaria es sólida<sup>17</sup>.

<sup>17</sup> Véase «¿Cuáles han sido los determinantes de la evolución de las expectativas de inflación de la encuesta a expertos en previsión económica?», *Boletín Económico*, número 1, BCE, 2017.

## Gráfico A

### Expectativas de la EPE relativas a la inflación medida por el IAPC en 2017, 2018, 2019 y 2022

(tasas de variación interanual)



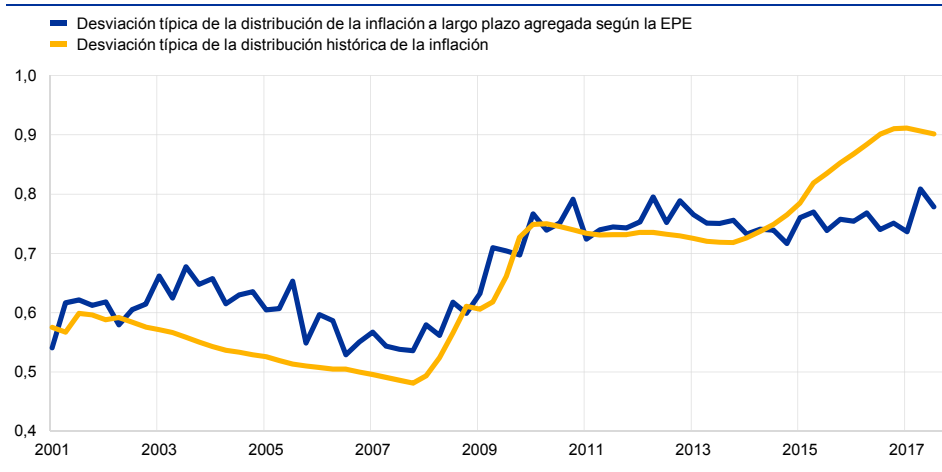
Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE basados en los resultados de la EPE.

Notas: Datos trimestrales. Las zonas sombreadas indican los percentiles 5, 20, 35, 65, 80 y 95 de las distribuciones de probabilidad para cada horizonte.

**En general, la incertidumbre respecto a la inflación se ha mantenido en niveles más elevados que los observados antes de 2008, pero la volatilidad de la inflación ha aumentado en mayor medida.** La desviación típica de la distribución de probabilidad agregada a más largo plazo, que mide su amplitud, se incrementó en 2008 y en 2009. Este movimiento en la medida prospectiva (*forward-looking*) de la incertidumbre siguió la evolución de la volatilidad observada en la medida retrospectiva (*backward-looking*) de incertidumbre de la inflación, dado que las variaciones de los precios del petróleo y de otras materias primas a escala mundial impulsaron la tasa intertrimestral de la inflación medida por el IAPC del 2 % al 3,8 % en el tercer trimestre de 2008, y posteriormente la redujeron, hasta que se situó en el -0,4 % en el tercer trimestre de 2009. Desde entonces, la incertidumbre en torno a la inflación futura se ha mantenido en ese nivel más elevado, aunque la evolución más reciente de la inflación, que se redujo del 2,9 % en el cuarto trimestre de 2011 al -0,3 % en el primer trimestre de 2015 y posteriormente se incrementó hasta situarse en el 1,8 % en el primer trimestre de 2017, ha impulsado aún más la volatilidad observada (véase gráfico B). Esto podría sugerir que, si bien los encuestados en la EPE reconocen la posibilidad de que se produzcan oscilaciones extremas en los precios de las materias primas que generarían volatilidad en la inflación, no esperan que vuelvan a producirse grandes variaciones en la inflación, como las experimentadas durante 2015 y 2016.

## Gráfico B

### Percepciones de la EPE sobre la incertidumbre de la inflación y la dispersión de la inflación observada



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE basados en los resultados de la EPE.

Nota: La línea amarilla muestra la desviación típica de la muestra ampliada de las tasas intertrimestrales de la inflación medida por el IAPC desde el primer trimestre de 1995.

**La asimetría en las distribuciones de probabilidad de los encuestados indica cómo perciben el balance de riesgos.** En otras palabras, el balance de riesgos mide cómo considera el experto en previsión que es más probable que no se cumpla su previsión en caso de que resulte ser errónea. Por ejemplo, un balance de riesgos positivo indica que el experto cree que, si su previsión no se cumpliera, sería más probable que el resultado real fuese superior a su previsión y no al revés<sup>18</sup>. En cuanto a la distribución de probabilidad esperada, un balance de riesgos positivo significa que se consideran más probables los resultados superiores a la estimación central que los inferiores<sup>19</sup>.

**Existen formas diversas de medir numéricamente el balance de riesgos, pero todos los indicadores tienden a aproximarse.** Las medidas alternativas de la asimetría y otras decisiones prácticas que deben tomarse cuando se calculan esas medidas a partir de los datos de la encuesta dan como resultado un intervalo de asimetrías calculadas, en lugar de un valor único<sup>20</sup>. Asimismo, en la EPE las previsiones puntuales se indican por separado y pueden compararse con las distribuciones de probabilidad para obtener una indicación del balance de riesgos.

<sup>18</sup> Como ejemplo simplificado se puede hacer una previsión puntual sobre el lanzamiento de un dado de seis caras con los siguientes números: 1, 2, 2, 2, 3, 3. El resultado más probable —y, por tanto, la estimación central— es 2, pero si el resultado fuese distinto a 2, es más probable que sea superior a esa cifra y no inferior. Por consiguiente, en este ejemplo, el balance de riesgos es positivo, es decir, se inclina al alza.

<sup>19</sup> Estadísticamente, esto implica que, en un balance de riesgos positivo (negativo), la media de la distribución es más elevada (más baja) que la moda de la distribución, es decir, el resultado más probable. En el ejemplo anterior, la media de la distribución es  $(1 + 2 + 2 + 2 + 3 + 3) / 6 = 13 / 6$ , que es superior a 2, el resultado más probable.

<sup>20</sup> Existen distintas medidas teóricas estadísticas de la asimetría, como el coeficiente de asimetría, una medida de asimetría basada en cuantiles y la diferencia entre la media y la mediana. Las distintas decisiones prácticas que deben tomarse para calcular estas medidas a partir de los datos de la EPE son, entre otras: cómo cerrar los intervalos (*bins*) no acotados de cada extremo del intervalo de probabilidad general de la encuesta y cómo obtener una distribución continua a partir de las probabilidades discretas declaradas.

En los informes trimestrales de la EPE, esto se mide numéricamente como la media de la distribución de probabilidad agregada *menos* la previsión puntual media<sup>21</sup>.

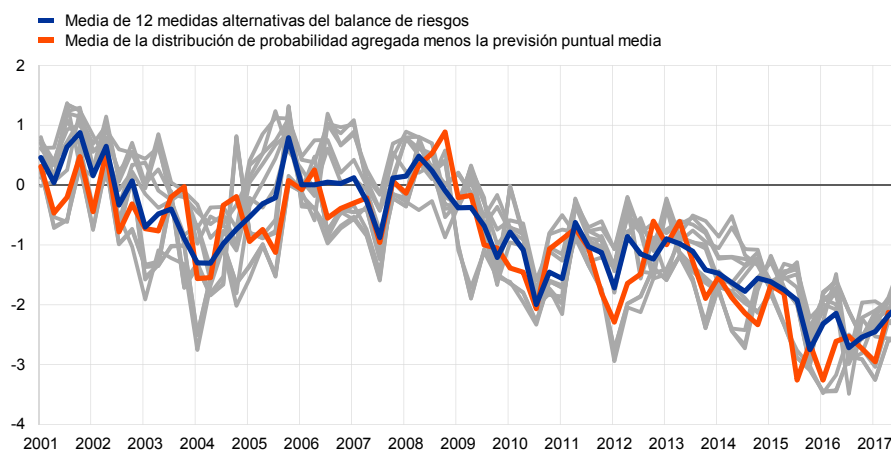
**Los participantes en la encuesta consideran que los riesgos para sus proyecciones de inflación están básicamente equilibrados a corto plazo, pero siguen apuntando a la baja a más largo plazo.**

La previsión puntual para la inflación en 2017 se sitúa cerca del centro de la distribución de probabilidad correspondiente (zona sombreada más oscura en el gráfico A), lo que sugiere que se considera que los riesgos en torno a esa expectativa están prácticamente equilibrados. En cambio, a más largo plazo, se asigna más probabilidad a unas tasas de inflación inferiores a la previsión puntual, lo que indica que el balance de riesgos en torno a las expectativas de inflación a más largo plazo apunta a la baja. Sin embargo, el balance de riesgos a más largo plazo se ha recuperado desde 2016, aunque de forma gradual (véase gráfico C).

### Gráfico C

#### Percepciones de la EPE sobre el balance de riesgos para las proyecciones de inflación a más largo plazo

(número de desviaciones típicas a partir de cero)



Fuentes: Cálculos del BCE basados en los resultados de la EPE.

Notas: Las series individuales se han normalizado para permitir su comparabilidad. Un signo negativo (positivo) indica que se percibe que los riesgos se inclinan a la baja (al alza). Las medidas incluidas en el conjunto son el coeficiente de asimetría, una medida de asimetría basada en cuantiles, la diferencia entre la media y la mediana y la desviación de la media de la previsión puntual de las distribuciones continuas que se obtienen de una interpolación lineal, una interpolación *spline* cúbica y el ajuste de una distribución paramétrica (beta).

### En general, la información sobre riesgos que se desprende de la EPE

#### corrobora la idea de que las expectativas de inflación medida por el IAPC a más largo plazo siguen estando ancladas.

Las expectativas de inflación a más largo plazo han permanecido estables en el 1,8 % en los últimos dos años, pese a la fuerte volatilidad en el IAPC observado. Asimismo, la medida prospectiva de la incertidumbre también se ha mantenido estable, pese a la volatilidad realizada, y el balance de riesgos a la baja para las expectativas de inflación a largo plazo ha señalado una ligera mejora en las últimas encuestas, lo que podría sugerir que los riesgos de desanclaje de estas expectativas están disminuyendo gradualmente.

<sup>21</sup> Véase el informe más reciente sobre la [EPE correspondiente al tercer trimestre de 2017](#).

## 5 Recomendaciones específicas por país de 2017

**Todos los años, la Comisión Europea formula recomendaciones específicas para cada Estado miembro de la UE<sup>22</sup>, que incluyen las prioridades en materia de política económica para el año siguiente.** El Consejo de la UE adopta estas recomendaciones tras su aprobación por los jefes de Estado o de Gobierno de todos los Estados miembros de la UE. Las recomendaciones proporcionan orientaciones dirigidas a cada Estado miembro sobre cómo potenciar el crecimiento y la capacidad de resistencia, al tiempo que se mantienen unas finanzas públicas saneadas<sup>23</sup>. Las recomendaciones específicas por país se elaboran en consonancia con las «orientaciones integradas» para las políticas económicas y de empleo de los Estados miembros a medio plazo y constituyen un elemento fundamental del Semestre Europeo, ya que son el instrumento por el que las políticas económicas nacionales pasan a considerarse una «cuestión de interés común», según lo establecido en el artículo 121 del Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea. La aplicación a su debido tiempo de las recomendaciones es crucial para reducir las vulnerabilidades e impulsar el crecimiento, el empleo y la productividad a medio plazo en la Unión Europea. Por lo que respecta a los países de la zona del euro, estas recomendaciones también son coherentes con el objetivo de garantizar el correcto funcionamiento de la Unión Económica y Monetaria (UEM).

**Las recomendaciones específicas por país se elaboran mediante un exhaustivo proceso que comienza en el otoño del año anterior.** En primer lugar, en noviembre de cada año, la Comisión Europea publica el Estudio Prospectivo Anual sobre el Crecimiento y el Informe sobre el Mecanismo de Alerta. Mientras que en el primero se identifican las principales prioridades de política económica para la Unión Europea en su conjunto, en el Informe sobre el Mecanismo de Alerta se examina la evolución de los Estados miembros con el fin de determinar si pueden surgir o existen desequilibrios que deban corregirse mediante medidas específicas. A partir de estos informes, el Consejo adopta las recomendaciones para la zona del euro a principios de año, estableciendo las principales áreas de reforma para el conjunto de la UEM. El 22 de febrero de 2017, la Comisión publicó los Informes por País para todos los Estados miembros de la UE, en los que se analizan los avances realizados por cada uno de ellos en la aplicación de las reformas y se identifican los desequilibrios y las rigideces que requieren la adopción de medidas adicionales en el contexto del examen exhaustivo del Procedimiento de Desequilibrio Macroeconómico. Basándose en estos informes, la Comisión presentó a los Estados miembros los proyectos de recomendaciones específicas de 2017 el 22 de mayo. Después de que se debatieran en los comités de la UE pertinentes, el Consejo adoptó las recomendaciones específicas por país definitivas el 11 de julio.

<sup>22</sup> Los Estados miembros que están sujetos a un programa de ajuste macroeconómico no reciben recomendaciones específicas, dado que sus prioridades políticas ya están fijadas en un Memorando de Entendimiento. Este es el caso de Grecia actualmente.

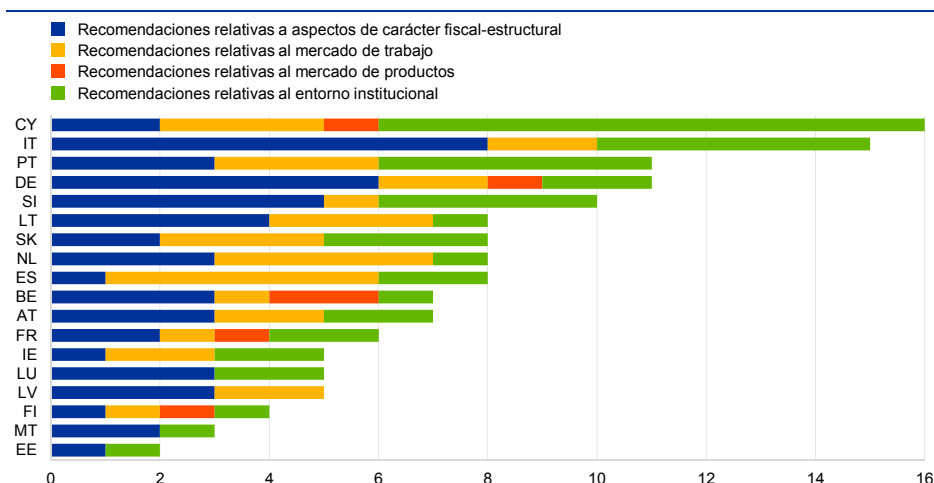
<sup>23</sup> Este recuadro se centra en todas las recomendaciones específicas recibidas por los países de la zona del euro, excepto la primera recomendación sobre políticas fiscales, que incluye recomendaciones para la aplicación del Pacto de Estabilidad y Crecimiento (PEC). Estas recomendaciones se describen en el recuadro titulado «Recomendaciones de política fiscal específicas por país en el marco del Semestre Europeo 2017», *Boletín Económico*, número 4, BCE, 2017.

**Este año, la recomendación sobre la política económica de la zona del euro se centra en las maneras de reducir los desequilibrios, aumentar la capacidad de resistencia y fortalecer el crecimiento y el empleo en los países de la zona.** La recomendación para la zona del euro (adoptada por el Consejo el 10 de marzo) precede a las recomendaciones específicas por país y está dirigida a todos los países de la zona del euro en su conjunto. Más concretamente, en ella se insta a los países de la zona a intensificar los esfuerzos de reforma para mejorar la productividad y el entorno institucional y empresarial, y a eliminar los obstáculos a la inversión. En esta recomendación también se hace un llamamiento a los Gobiernos para que incrementen la flexibilidad y la seguridad de los mercados de trabajo, y para que garanticen la sostenibilidad de las finanzas públicas e impulsen los trabajos para completar la UEM, en particular en lo que se refiere a la unión bancaria.

**En líneas generales, las recomendaciones específicas por país de 2017 reflejan las prioridades establecidas en la recomendación para la zona del euro.** El gráfico A muestra un detalle de las recomendaciones por áreas de reforma. Este gráfico, por ejemplo, indica que una parte significativa de las recomendaciones abordan los cuellos de botella en el entorno institucional (que incluye todas las medidas relacionadas con el entorno regulatorio, el sistema judicial, los procedimientos de insolvencia, las políticas de vivienda y la normativa del sector financiero). La reducción de estos cuellos de botella debería influir positivamente en el acceso a los mercados, hacer que aumenten los incentivos para que las empresas inviertan y lograr que se mejore la reasignación de recursos. Gran parte de las recomendaciones se ocupan de aspectos de carácter fiscal-estructural, como la mejora de la sostenibilidad de las finanzas públicas a largo plazo, la reducción de la presión fiscal sobre las rentas del trabajo, y el aumento de la eficiencia de la Administración y de las empresas públicas.

### Gráfico A

Recomendaciones específicas de 2017 para los países de la zona del euro por áreas de reforma



Fuente: Cálculos del BCE, aplicando el desglose de las recomendaciones específicas utilizado en los Informes por País de la Comisión Europea.

Notas: El gráfico muestra el número de recomendaciones específicas por país de 2017 desglosado en áreas generales de reforma. «Fiscal-estructural» incluye la Administración Pública, el gasto asociado al envejecimiento de la población y las políticas impositivas; «mercado de trabajo» incluye las políticas salariales, la protección del empleo, la educación y las políticas activas del mercado de trabajo; «mercado de productos» incluye normativa específica del sector, y «entorno institucional» incluye el entorno regulatorio, las contrataciones públicas, el sistema judicial, los procedimientos de insolvencia, las políticas de vivienda y la normativa del sector financiero. Las recomendaciones específicas por país relacionadas con el Pacto de Estabilidad y Crecimiento no se incluyen en el gráfico.

**Las nuevas recomendaciones se han de considerar en el contexto de una aplicación relativamente insuficiente de las recomendaciones específicas por país en los últimos años<sup>24</sup>.**

En febrero de este año, la Comisión llegó a la conclusión de que en la inmensa mayoría de las recomendaciones de 2016 (más del 90 %) solo se habían realizado «algunos» avances, avances «limitados» e incluso «ningún» avance en su implementación, mientras que solo se habían aplicado «plenamente» un número muy reducido de recomendaciones o se habían realizado avances «importantes» en su aplicación. A pesar del seguimiento específico llevado a cabo por la Comisión Europea, la implementación de las recomendaciones no fue mayor en los países con desequilibrios excesivos, en consonancia con patrones anteriores de tasas muy bajas de avances «importantes» o de reformas aplicadas «plenamente». La insuficiente aplicación de las recomendaciones específicas por país es aún más preocupante si se tienen en cuenta las rigideces y vulnerabilidades que persisten en los países de la zona del euro. La persistencia de numerosas vulnerabilidades se refleja, por ejemplo, en la conclusión de la Comisión de que el número de países con desequilibrios excesivos (Bulgaria, Francia, Croacia, Italia, Chipre y Portugal) se mantiene en máximos históricos<sup>25</sup>.

**Aunque el grado de aplicación de las recomendaciones específicas por país sigue siendo bajo, las recomendaciones de 2017 se han simplificado más.**

La Comisión ya redujo el número de recomendaciones específicas por país de 2015 y 2016 para permitir que los Estados miembros se centraran en prioridades macroeconómicas y sociales fundamentales. No obstante, no se observaron mejoras en la aplicación de las recomendaciones. En varios casos, incluso se han suprimido algunas recomendaciones, aunque los países en cuestión no realizaron ningún avance o únicamente avances limitados en la implementación durante el año pasado.

**Las recomendaciones específicas para los países que presentan desequilibrios excesivos también se han simplificado.**

El número de recomendaciones dirigidas a países con desequilibrios excesivos se ha reducido, y en algunos casos se ha rebajado el grado de urgencia, en la medida en que las recomendaciones incluyen muchos menos plazos que las del año pasado, pese a la aplicación limitada de las recomendaciones por estos países.

**Habida cuenta de las dificultades de reforzar la implementación de las reformas en el contexto del componente preventivo del Procedimiento de Desequilibrio Macroeconómico, parece haber razones fundadas para aplicar el componente correctivo de este procedimiento a todos los países con desequilibrios excesivos.**

Este instrumento, no utilizado hasta ahora, introduce un proceso bien definido que garantiza un mayor impulso a la aplicación de las reformas para los Estados miembros más vulnerables.

**Como resultado de la simplificación de las recomendaciones específicas por país, se han formulado menos recomendaciones que el año anterior.**

Concretamente, el número de recomendaciones relacionadas con el entorno

<sup>24</sup> Para más información, véase el recuadro titulado «El Procedimiento de Desequilibrio Macroeconómico de 2017 y las recomendaciones específicas por país de 2016», *Boletín Económico*, número 2, BCE, 2017.

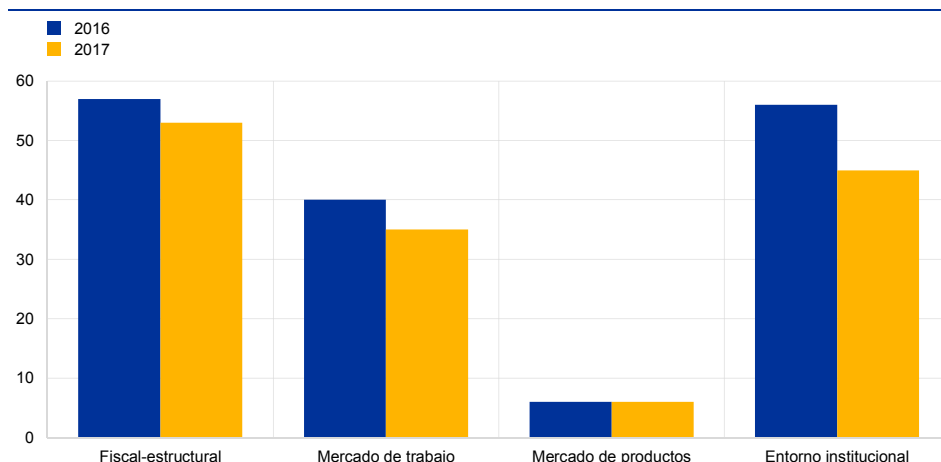
<sup>25</sup> *Ibid.*



institucional es menor y el de las relativas a los mercados de productos sigue siendo limitado (véase gráfico B), lo que resulta sorprendente, ya que la falta de competencia en los mercados de productos y las condiciones para la actividad empresarial, que distan de ser óptimas, continúan representando un problema en muchos sectores de los distintos Estados miembros<sup>26</sup>. En vista de que se sigue insistiendo en la necesidad de fortalecer la inversión privada y la productividad, será importante velar por que las reformas de los mercados de productos recuperen un mayor protagonismo en las recomendaciones específicas dirigidas a los Estados miembros.

### Gráfico B

Recomendaciones específicas de 2016 y 2017 para los países de la zona del euro por áreas de reforma



Fuente: Cálculos del BCE, aplicando el desglose de las recomendaciones específicas utilizado en los Informes por País de la Comisión Europea.

Notas: El gráfico muestra el número de recomendaciones específicas por país de 2016 y 2017 desglosado en áreas generales de reforma. «Fiscal-estructural» incluye la Administración Pública, el gasto asociado al envejecimiento de la población y las políticas impositivas; «mercado de trabajo» incluye las políticas salariales, la protección del empleo, la educación y las políticas activas del mercado de trabajo; «mercado de productos» incluye normativa específica del sector; «entorno institucional» incluye el entorno regulatorio, las contrataciones públicas, el sistema judicial, los procedimientos de insolvencia, las políticas de vivienda y la normativa del sector financiero. Las recomendaciones específicas por país relacionadas con el Pacto de Estabilidad y Crecimiento no se incluyen en el gráfico.

**La realización de un seguimiento continuo de otras áreas de reforma que ya no se incluyen en las recomendaciones específicas por país, pero que son fundamentales para la marcha general de la economía de los Estados miembros, sigue siendo esencial.** En los tres últimos años, la Comisión ha excluido de las recomendaciones determinadas áreas de política que ya quedaban cubiertas por otras vías de seguimiento<sup>27</sup>. Entre ellas se encuentran el sector energético (cubierto en el contexto de la unión energética) y los mecanismos de vigilancia y ejecución relacionados con el mercado único. Con todo, sigue siendo vital que los desarrollos y las políticas en estas áreas también sean objeto de seguimiento en el contexto del Semestre Europeo con el fin de garantizar que todas las políticas económicas importantes aplicadas por los Estados miembros se evalúen de manera integral.

<sup>26</sup> Véase también el gráfico 6 del artículo titulado «Increasing resilience and long-term growth: the importance of sound institutions and economic structures for euro area countries and EMU», *Boletín Económico*, BCE, número 5, 2016.

<sup>27</sup> Véase la comunicación de la Comisión Europea titulada «2016 European Semester: country-specific recommendations», publicada el 13 de mayo de 2015.