

## Boletín Económico

Número 5 / 2017



# Índice

<b>Información actualizada sobre la evolución económica y monetaria</b>	<b>2</b>
Resumen	2
1     Entorno exterior	5
2     Evolución financiera	9
3     Actividad económica	12
4     Precios y costes	16
5     Dinero y crédito	19
<b>Recuadros</b>	<b>23</b>
1     Convergencia y ajuste en los países bálticos	23
2     Los determinantes recientes de los precios de las acciones en la zona del euro	31
3     El descenso de los tipos de interés y los cambios en los ingresos por intereses de los sectores	35
4     ¿Cómo evalúan los expertos en previsión económica los riesgos para la inflación?	40
5     Recomendaciones específicas por país de 2017	44
<b>Artículo</b>	<b>48</b>
1     La composición de las finanzas públicas en la zona del euro	48

# Información actualizada sobre la evolución económica y monetaria

## Resumen

Las medidas de política monetaria del BCE han seguido asegurando las condiciones de financiación muy favorables que son necesarias para lograr progresos continuos hacia una convergencia sostenida de las tasas de inflación en niveles inferiores, aunque próximos, al 2 % a medio plazo. La información disponible confirma un fortalecimiento continuado de la expansión económica en la zona del euro, que se ha generalizado en todos los sectores y regiones<sup>1</sup>. Los riesgos para las perspectivas de crecimiento están, en general, equilibrados. Aunque la expansión económica actual permite confiar en que la inflación evolucione gradualmente hacia niveles compatibles con el objetivo de inflación del Consejo de Gobierno, aún deberá traducirse en una dinámica de inflación más sólida.

A escala mundial, los indicadores disponibles señalan que el crecimiento global fue sostenido durante el segundo trimestre de 2017. La inflación mundial se ha moderado, reflejando el respaldo cada vez menor de los precios de la energía. Las condiciones financieras internacionales han seguido siendo, en general, favorables, pese a los aumentos de los tipos de interés a largo plazo registrados en las economías avanzadas.

Desde la última reunión del Consejo de Gobierno de junio, los tipos de interés a largo plazo de la zona del euro han aumentado, también como consecuencia de la mejora de las perspectivas de crecimiento. En general, la curva de tipos *forward* del eonia ha registrado, en promedio, un movimiento al alza de alrededor de 15 puntos básicos en todos los plazos desde principios de junio. Los precios de las acciones de la zona del euro han descendido en el caso de las sociedades no financieras, pero se han incrementado en el de las sociedades financieras, mientras que las firmes expectativas de beneficios han continuado sosteniendo los precios en ambos sectores. Los rendimientos de los valores de renta fija privada han aumentado, al igual que los tipos de interés sin riesgo, pero los diferenciales de estos valores se han estrechado, lo que probablemente refleje, entre otras cosas, las expectativas de los mercados de que el crecimiento económico en la zona del euro continúe siendo sólido. El euro se ha apreciado en términos efectivos nominales.

Los datos más recientes, principalmente los resultados de las encuestas, siguen apuntando a un crecimiento sólido y generalizado de la zona del euro a corto plazo. La transmisión de las medidas de política monetaria está respaldando la demanda interna y ha facilitado el proceso de desapalancamiento. La recuperación de la inversión continúa beneficiándose de unas condiciones de financiación muy favorables y del incremento de la rentabilidad empresarial. El consumo privado

---

<sup>1</sup> Según la información disponible en el momento de la reunión del Consejo de Gobierno del 20 de julio de 2017.

sigue sustentándose en las mejoras del empleo, favorecidas también por anteriores reformas de los mercados de trabajo, y en el aumento de la riqueza de los hogares. Además, la recuperación mundial debería favorecer de manera creciente el comercio y las exportaciones de la zona del euro. No obstante, las perspectivas de crecimiento económico continúan viéndose frenadas por el lento ritmo de aplicación de las reformas estructurales, en particular en los mercados de productos, y por los ajustes aún pendientes en los balances de algunos sectores, a pesar de las mejoras en curso. Los riesgos para las perspectivas de crecimiento de la zona del euro se mantienen básicamente equilibrados. Por una parte, la actual dinámica cíclica positiva aumenta las posibilidades de que se produzca un repunte económico más intenso de lo esperado. Por otra, persisten los riesgos a la baja relacionados principalmente con factores de carácter global.

La inflación interanual medida por el IAPC de la zona del euro se situó en el 1,3 % en junio, frente al 1,4 % registrado en mayo, debido fundamentalmente al descenso de la tasa de variación de los precios de la energía. De cara al futuro, teniendo en cuenta los precios actuales de los futuros del petróleo, es probable que la inflación general permanezca en torno a los niveles actuales en los próximos meses. Al mismo tiempo, los indicadores de la inflación subyacente se han mantenido en niveles bajos y aún no han mostrado señales claras de un repunte, dado que las presiones internas de costes, incluido el crecimiento de los salarios, siguen siendo débiles. Se espera que la inflación subyacente de la zona del euro aumente de forma solo gradual a medio plazo, con el apoyo de las medidas de política monetaria, de la continuación de la expansión económica y de la correspondiente absorción paulatina de la holgura de la economía.

El agregado monetario amplio continuó creciendo a un ritmo sólido, impulsado principalmente por sus componentes más líquidos. Además, prosigue la recuperación de los préstamos concedidos al sector privado observada desde principios de 2014, respaldada por la relajación de los criterios de aprobación y por el incremento de la demanda de préstamos. Los costes de financiación de las sociedades no financieras y los hogares de la zona del euro siguen siendo favorables. La encuesta sobre préstamos bancarios en la zona del euro correspondiente al segundo trimestre de 2017 indica que los criterios de concesión de los préstamos a empresas y a hogares para adquisición de vivienda volvieron a relajarse y que el crecimiento de los préstamos sigue sustentándose en la creciente demanda.

Sobre la base de su análisis económico y monetario periódico, el Consejo de Gobierno, en su reunión del jueves 20 de julio de 2017 decidió mantener sin variación los tipos de interés oficiales del BCE. El Consejo de Gobierno sigue esperando que estos tipos permanezcan en los niveles actuales durante un período prolongado, que supere con creces el horizonte de las compras netas de activos. Por lo que respecta a las medidas de política monetaria no convencionales, el Consejo de Gobierno confirmó que las compras netas de activos continuarán al actual ritmo de 60 mm de euros mensuales hasta el final de diciembre de 2017, o hasta una fecha posterior si fuera necesario y, en todo caso, hasta que el Consejo de Gobierno observe un ajuste sostenido de la senda de inflación que sea

compatible con su objetivo de inflación. Las compras netas se llevan a cabo paralelamente a la reinversión del principal de los valores adquiridos en el marco del programa de compras de activos que vayan venciendo.

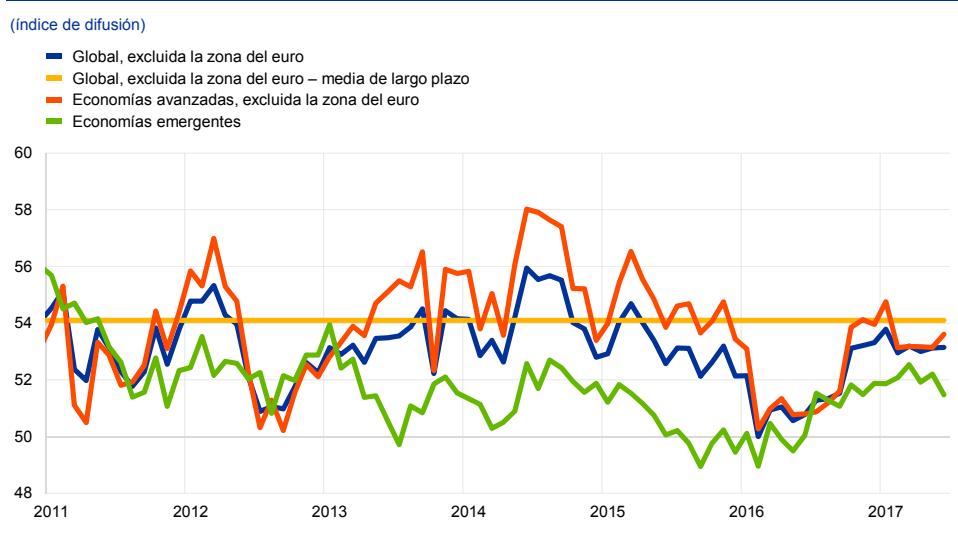
De cara al futuro, el Consejo de Gobierno confirmó que se necesita un grado de acomodación monetaria muy sustancial para que las presiones inflacionistas en la zona del euro aumenten gradualmente y respalden la inflación a medio plazo. Si las perspectivas fueran menos favorables, o si las condiciones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

# 1

## Entorno exterior

**Los indicadores de opinión señalan un crecimiento global sostenido.** En el segundo trimestre de 2017, el índice PMI compuesto global de producción (excluida la zona del euro) permaneció en niveles similares a los registrados en los dos trimestres anteriores, próximo a sus medias de largo plazo, sugiriendo la continuación de la expansión ininterrumpida de la actividad mundial (véase gráfico 1). Entre las principales economías avanzadas, el índice PMI se redujo en Estados Unidos, mientras que en el Reino Unido repuntó con respecto al primer trimestre. En las economías emergentes, este índice aumentó en India y Brasil, lo que en este último caso apunta a una expansión de la actividad por primera vez en tres años. En China, el índice PMI descendió hasta situarse justo por encima del umbral de expansión.

**Gráfico 1**  
Índice PMI compuesto global de producción



Fuentes: Markit y cálculos del BCE.  
Nota: La última observación corresponde a junio de 2017.

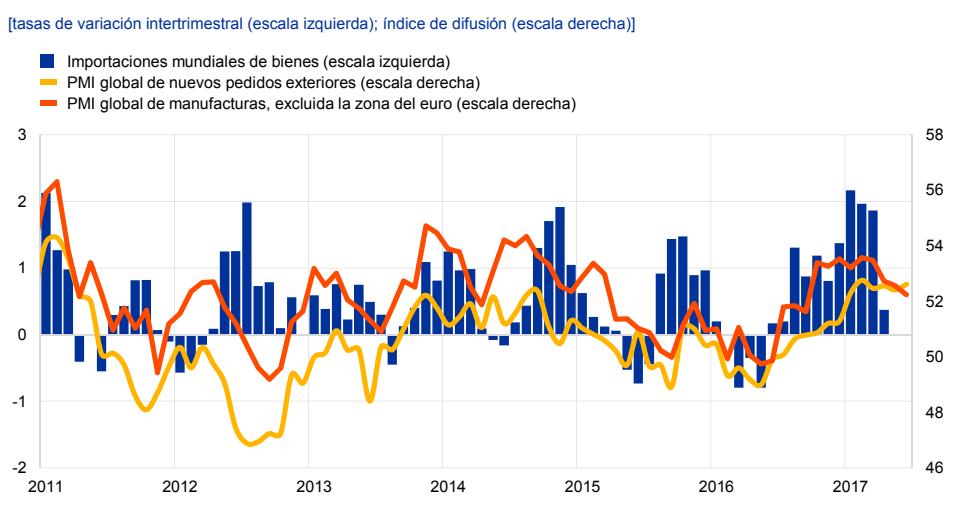
**Las condiciones financieras internacionales siguen siendo, en general, favorables.** En las economías avanzadas, los mercados de renta variable han experimentado una leve moderación en las últimas semanas. Los tipos de interés a largo plazo han aumentado ligeramente en algunas de estas economías, en un contexto de expectativas de los mercados sobre una reducción gradual del grado de acomodación monetaria. En las economías emergentes, los tipos de interés a largo plazo también se han incrementado. Sin embargo, en China, los tipos de interés del mercado interbancario se han moderado levemente en las últimas semanas, después de que las condiciones financieras se endurecieran en el período transcurrido desde principios de este año porque las autoridades trataron de reducir el apalancamiento del sistema financiero, en particular de las entidades de crédito pequeñas y de las entidades no bancarias.

**El crecimiento del comercio mundial se moderó en abril.** Tras el aumento observado a finales del año pasado y principios de este año, el crecimiento del comercio mundial se ralentizó en abril (véase gráfico 2). La tasa intertrimestral de

las importaciones mundiales de bienes en términos reales experimentó una acusada desaceleración, desde el 1,9 % de marzo hasta el 0,4 % en abril. La reducción del comercio de bienes estuvo determinada principalmente por las economías emergentes. No obstante, los indicadores adelantados continúan señalando unas perspectivas positivas a corto plazo. En particular, el índice PMI global de nuevos pedidos exteriores se incrementó hasta situarse en el 52,6 en junio. Por otra parte, la evolución de la actividad industrial se ha mantenido relativamente vigorosa en las distintas regiones, lo que debería favorecer el comercio.

## Gráfico 2

### Comercio mundial y encuestas



Fuentes: Markit, CPB Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis y cálculos de los expertos del BCE.

Nota: Las últimas observaciones corresponden a abril de 2017 para las importaciones mundiales de bienes y a junio de 2017 para los PMI.

**La inflación mundial se moderó en mayo.** Después de aumentar ligeramente en abril y situarse en el 2,4 %, la inflación interanual medida por los precios de consumo se redujo hasta el 2,1 % en mayo en los países de la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (OCDE). Esta evolución fue consecuencia, fundamentalmente, de la menor contribución positiva de los precios de la energía, que compensó con creces el aumento de la contribución de los precios de los alimentos. En estos países, la inflación interanual, excluidos la energía y los alimentos, descendió levemente y se situó en el 1,8 % en mayo.

**Los precios del petróleo han experimentado fluctuaciones en las últimas semanas.** Después de descender durante el mes de junio, más recientemente, los precios del Brent se han recuperado. El descenso inicial parece haber reflejado la creencia del mercado de que la decisión adoptada por los países de la OPEP y los países productores que no pertenecen a esta organización de ampliar los recortes de producción globales hasta la próxima primavera no sería suficiente para reequilibrar el mercado de petróleo y mantener unos precios más elevados. Más recientemente, los precios del crudo han repuntado, tras publicarse que la tasa de crecimiento del número de plataformas petroleras en Estados Unidos había disminuido y que los niveles de existencias de los países de la OCDE se habían reducido en seis millones de barriles en mayo.

**En Estados Unidos, la actividad económica repuntó en el segundo trimestre.**

El crecimiento del PIB real mejoró en el segundo trimestre en comparación con el trimestre anterior, y el gasto real en consumo y las existencias se recuperaron con respecto a los reducidos niveles observados en el primer trimestre. Además, las tensiones en el mercado de trabajo, los sólidos aumentos de los precios de los activos y los índices de confianza de los consumidores sostienen el crecimiento económico. La inflación general y la subyacente se han moderado en los últimos tres meses, debido principalmente a factores transitorios. La inflación interanual medida por el índice de precios de consumo (IPC) volvió a descender en junio y se situó en el 1,6 %, mientras que la inflación, excluidos la energía y los alimentos, se mantuvo estable en el 1,7 %. En los últimos meses, la inflación subyacente medida por el IPC se ha visto frenada por la acusada caída de los precios de los servicios de telefonía móvil y la mayor debilidad del componente de vivienda. La Reserva Federal incrementó los tipos de interés en su reunión de junio y anunció también su intención de empezar a normalizar su balance en meses posteriores del año. En concreto, indicó que los pagos de principal de sus tenencias de valores únicamente se reinvertirán en la medida en que superen determinados límites gradualmente crecientes.

**En Japón continúa la expansión de la actividad económica.** El PIB real se incrementó un 0,3 %, en tasa intertrimestral, en el primer trimestre de 2017, cifra revisada ligeramente a la baja con respecto a la estimación anterior. De cara al futuro, la solidez de la demanda interna debería respaldar la actividad, al tiempo que se prevé que las exportaciones registren una desaceleración. La producción industrial avanzó solo moderadamente en los dos primeros meses del segundo trimestre, lo que podría estar asociado a la mayor debilidad de las exportaciones. En el mercado de trabajo siguen registrándose tensiones. La tasa de paro se situó en el 3,1 % en mayo de 2017, y ese mes la ratio de ofertas sobre demandantes de empleo alcanzó un nivel no observado desde principios de la década de 1990. No obstante, el crecimiento de los salarios ha continuado siendo reducido. La tasa de variación de los precios de consumo también ha sido moderada. La inflación interanual medida por los precios de consumo fue del 0,4% en mayo, mientras que la inflación medida por los precios de consumo, excluidos la energía y los alimentos, se redujo hasta situarse en el –0,2 %.

**En el Reino Unido, la actividad económica se ha desacelerado de forma acusada.**

En el primer trimestre de 2017, el PIB real se incrementó un 0,2 %, en tasa intertrimestral, frente al 0,7 % del trimestre precedente. Esta desaceleración fue atribuible a la caída del consumo privado, ya que los hogares empezaron a notar la reducción de sus rentas derivada del aumento de la inflación y del descenso de los salarios reales. En general, los indicadores recientes sugieren que el ritmo de expansión económica se mantuvo relativamente retróido en el segundo trimestre de 2017. Aunque la inflación interanual medida por el IPC cayó hasta el 2,7 % en junio, las tasas de inflación siguen siendo elevadas como consecuencia de las presiones al alza procedentes de la depreciación que ha experimentado la libra esterlina desde que se celebró el referéndum sobre la pertenencia del Reino Unido a la Unión Europea. El 19 de junio de 2017, casi exactamente un año después del referéndum,

la Unión Europea y el Reino Unido comenzaron las negociaciones sobre el Brexit de conformidad con el artículo 50 de los Tratados.

**El dinamismo de la economía china se mantiene elevado.** La tasa de crecimiento interanual del PIB se incrementó un 6,9 % en el segundo trimestre. La tasa de variación de los precios de consumo sigue siendo moderada. Al mismo tiempo, el apalancamiento de la economía continúa aumentando, pese a las medidas adoptadas por las autoridades para abordar los riesgos en los mercados financieros.

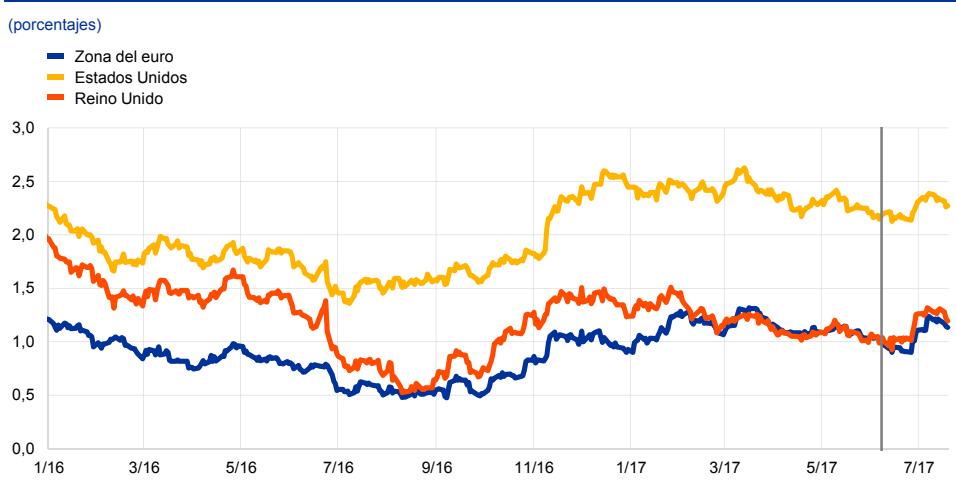
## 2

## Evolución financiera

**Los rendimientos de la deuda pública a largo plazo de la zona del euro han aumentado, en general, desde principios de junio, aunque, durante el período de referencia (del 8 de junio al 19 de julio de 2017), los rendimientos se incrementaron a partir de la última semana de junio.** Esto fue resultado de la revisión por parte de los participantes en el mercado de sus expectativas sobre la orientación futura de la política monetaria, confirmando que las perspectivas macroeconómicas se estaban afianzando. En conjunto, el rendimiento del swap del eonia (OIS, en sus siglas en inglés) a diez años y los rendimientos de la deuda soberana de la zona del euro al mismo plazo, medidos por su media ponderada por el PIB, registraron un alza de unos 15 puntos básicos (véase gráfico 3). En los distintos países, los incrementos de los rendimientos de la deuda soberana variaron de unos pocos puntos básicos a algo más de 20 puntos básicos. En general, los diferenciales frente al tipo de interés del bono alemán a diez años tendieron a estrecharse, especialmente en Grecia, Italia, España y Portugal. En el Reino Unido, los rendimientos de la deuda soberana se incrementaron aproximadamente lo mismo que en los países la zona del euro, mientras que la subida fue más limitada en Estados Unidos y muy poco significativa en Japón. Como consecuencia del reajuste de precios que tuvo lugar en el mercado de deuda pública de la zona del euro en torno a finales de junio, la volatilidad del precio de los valores de renta fija aumentó de forma transitoria, pero revirtió durante el mes de julio, hasta situarse por debajo de los niveles vigentes alrededor de principios de junio. La volatilidad del precio de los valores de renta fija en Estados Unidos también descendió, en general, durante el período analizado.

**Gráfico 3**

Rendimientos de la deuda soberana a diez años



Fuente: Thomson Reuters.

Notas: Datos diarios. La línea vertical continua se refiere al comienzo del período de referencia (8 de junio de 2017). La última observación corresponde al 19 de julio de 2017. Para la zona del euro se muestra la media ponderada por el PIB de los rendimientos de la deuda soberana a diez años.

**Los rendimientos de los valores de renta fija emitidos por las sociedades no financieras aumentaron durante el período de referencia, pero menos que los tipos de interés sin riesgo. En consecuencia, los diferenciales de estos**

**valores con respecto a los rendimientos de la deuda soberana con calificación AAA se redujeron.** En conjunto, la disminución de los diferenciales de los valores de renta fija privada observada pese al incremento de los rendimientos puede haberse producido, entre otros factores, como consecuencia del positivo dinamismo del ciclo económico de la zona del euro, que históricamente ha estado asociado a unos niveles reducidos de quiebras de empresas. El 19 de julio, los diferenciales de los valores de renta fija con calificación de grado de inversión (en promedio, correspondientes a las calificaciones AAA, AA, A y BBB) de las sociedades no financieras se contrajeron 9 puntos básicos con respecto a principios de junio y se situaron en torno a 35 puntos básicos por debajo de los niveles observados en marzo de 2016, cuando el Consejo de Gobierno anunció la puesta en marcha del programa de compras de bonos corporativos (CSPP, en sus siglas en inglés). Los diferenciales de la deuda emitida por el sector financiero y de la deuda empresarial con calificación inferior al grado de inversión (cuya adquisición no es admisible en el marco del CSPP) también se estrecharon durante el mismo período, alrededor de 30 y 15 puntos básicos, respectivamente. El 19 de julio, estos diferenciales se situaban unos 270 y 35 puntos básicos por debajo de los niveles de marzo de 2016. Los rendimientos de los valores de renta fija privada también se incrementaron en otras áreas económicas principales como consecuencia del aumento de los rendimientos de los tipos de interés sin riesgo.

**El eonia se mantuvo estable, en torno a –36 puntos básicos, durante el período considerado.** El exceso de liquidez del sistema bancario apenas se modificó y se situó en torno a 1.650 mm de euros, y este elevado nivel continuó viéndose favorecido por las adquisiciones efectuadas en el marco del programa de compras de activos del BCE.

**La curva de tipos *forward* del eonia registró, en promedio, un movimiento al alza de alrededor de 15 puntos básicos en todos los plazos durante el período considerado.** La evolución al alza de la curva se produjo íntegramente a partir de finales de junio. En general, el incremento de los tipos *forward* del eonia alcanzó un máximo en los plazos de entre cuatro y seis años, con un avance ligeramente inferior a 25 puntos básicos. En los plazos muy largos, y especialmente en los plazos inferiores a dos años, los tipos *forward* aumentaron ligeramente. La curva se mantiene por debajo de cero en los horizontes anteriores a diciembre de 2019.

**Los índices amplios de los precios de las acciones de la zona del euro han disminuido desde principios de junio.** Al final del período considerado, los precios de las acciones de las sociedades no financieras de la zona del euro eran alrededor de un 1,6 % más bajos que a principios de junio, mientras que, en el caso de las cotizaciones del sector financiero, subieron un 1,7 %. Por un lado, las expectativas de sólido crecimiento de los beneficios continuaron sosteniendo las cotizaciones de la zona del euro, en consonancia con la mejora generalizada del entorno macroeconómico de la zona del euro (véase recuadro 2). Por otro, el reciente aumento de los rendimientos, y los mayores tipos de descuento aplicados a los beneficios esperados que lleva aparejado este aumento, ejercieron presiones a la baja sobre las cotizaciones bursátiles. En cuanto a las instituciones financieras, es posible que los participantes en el mercado hayan interpretado la revisión al alza de

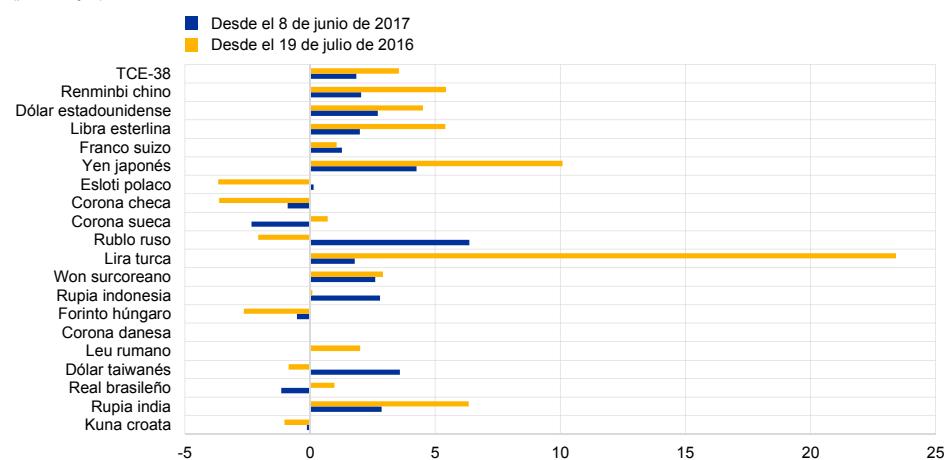
las expectativas de tipos de interés como una circunstancia que favorece un aumento de los márgenes de intermediación y la rentabilidad futura, explicando así la evolución divergente de los precios de las acciones del sector financiero y del sector no financiero. Durante el período analizado, las cotizaciones de las sociedades no financieras retrocedieron un 1,1 % en el Reino Unido, mientras que en Estados Unidos y Japón aumentaron algo más del 1 % y el 2 %, respectivamente. En estas economías avanzadas, los precios de las acciones de las instituciones financieras se incrementaron relativamente más que en la zona del euro, con la excepción de Japón, donde se mantuvieron básicamente estables. Desde principios de junio, las expectativas de los mercados relativas a la volatilidad de las cotizaciones bursátiles en la zona del euro y en Estados Unidos no se han modificado en general. El 19 de julio, estas expectativas se situaban, en tasa anualizada, en torno al 11 % y el 7 %, respectivamente, valores comparativamente bajos desde una perspectiva histórica.

**En los mercados cambiarios, el euro se apreció, en general, en términos efectivos.** A partir del 8 de junio, el euro se apreció frente a todas las monedas principales, incluido el dólar estadounidense (2,7 %), la libra esterlina (2 %), el yen japonés (4,2 %) y el franco suizo (1,3 %). Esta apreciación generalizada reflejó la evolución de las expectativas de los mercados en torno a la orientación de la política monetaria de las principales economías y la continuación de la recuperación económica de la zona del euro. Al mismo tiempo, las monedas de algunos Estados miembros de Europa Central y Oriental no pertenecientes a la zona del euro se apreciaron ligeramente frente a la moneda única, entre ellas, la corona checa (0,9 %) y el forint húngaro (0,5 %) (véase gráfico 4).

#### Gráfico 4

#### Variaciones del tipo de cambio del euro frente a algunas monedas

(porcentajes)



Fuente: BCE.

Nota: TCE-38 se refiere al tipo de cambio efectivo nominal del euro frente a las monedas de 38 de los socios comerciales más importantes de la zona del euro. Todas las variaciones se han calculado utilizando el tipo de cambio vigente el 19 de julio de 2017.

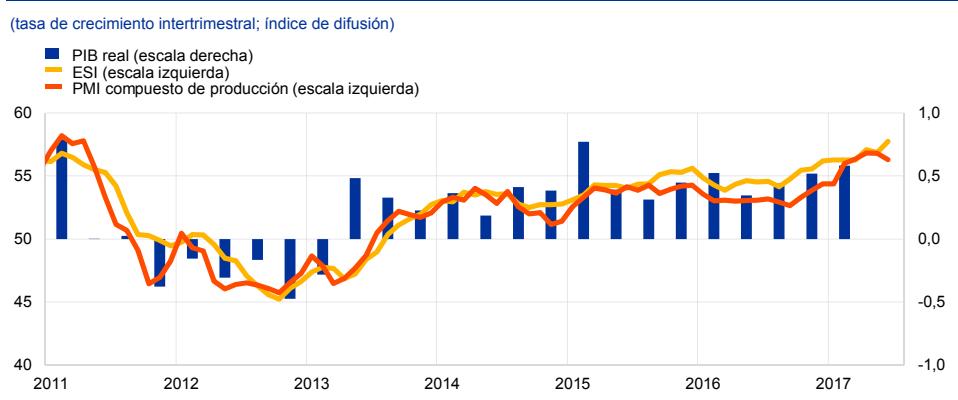
### 3

## Actividad económica

**La expansión económica sólida y generalizada en la zona del euro continúa, impulsada por la demanda interna.** El PIB real siguió creciendo en el primer trimestre de 2017 (véase gráfico 5), como resultado de la contribución positiva de la demanda interna y, en menor medida, de la variación de existencias. Los indicadores económicos más recientes, tanto cuantitativos como cualitativos, mantienen su fortaleza y apuntan a que el crecimiento siguió siendo robusto en el segundo trimestre de 2017, con tasas prácticamente iguales a las observadas en los dos trimestres anteriores.

**Gráfico 5**

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



Fuentes: Eurostat, Comisión Europea, Markit y BCE.  
Notas: El ESI se normaliza y reescaliza para presentar la misma media y desviación típica que el índice PMI. Las últimas observaciones corresponden al primer trimestre de 2017 para el PIB real y a junio de 2017 para el ESI y el índice PMI.

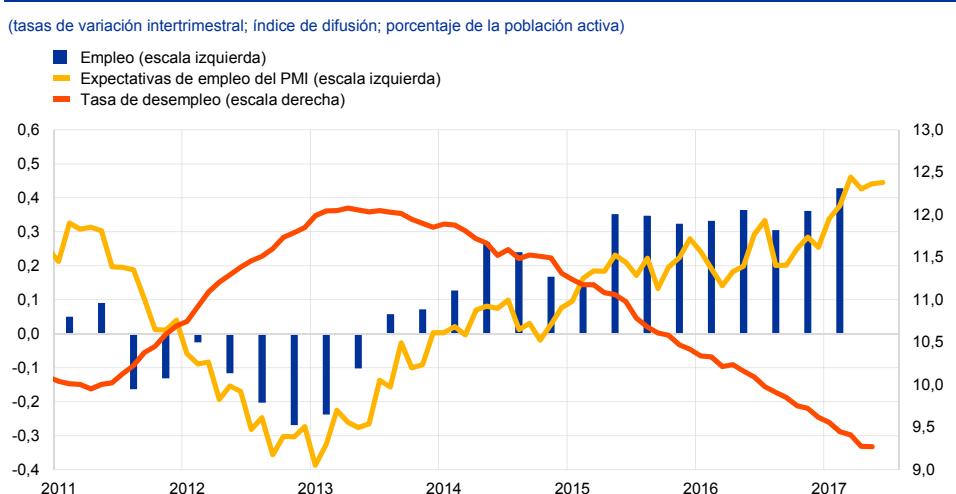
**El gasto de los hogares continúa aumentando y sigue siendo un importante determinante de la actual expansión económica.** Sin embargo, el resultado correspondiente al primer trimestre de 2017 fue relativamente bajo, al menos si se compara con la evolución del consumo en los tres años anteriores, y puede reflejar una serie de factores transitorios, incluida la subida de los precios del petróleo. Al mismo tiempo, la tasa de variación interanual de la renta real disponible de los hogares aumentó hasta situarse en el 1,7 % en el primer trimestre, desde el 1,3 % del trimestre anterior. Este incremento se debe fundamentalmente a la mayor contribución de las rentas de la propiedad, que sugiere que la mejora de la rentabilidad empresarial puede estar empezando a contribuir a la renta de los hogares (por ejemplo, como consecuencia de unos dividendos más elevados), respaldando en mayor medida el crecimiento del consumo. En el primer trimestre de 2017, la tasa de ahorro se mantuvo estable, en términos interanuales, en comparación con el trimestre anterior, ya que las tasas de crecimiento interanual de la renta disponible y del consumo registraron un aumento similar.

**Los mercados de trabajo de la zona del euro continúan mejorando, impulsando así la renta y el gasto de los hogares.** Los datos más recientes muestran que, en el primer trimestre de 2017, la tasa de crecimiento intertrimestral del empleo aumentó de nuevo, un 0,4 %, dando como resultado un incremento interanual del 1,5 %. En consecuencia, el empleo se sitúa actualmente un 4 % por

encima del último mínimo, registrado en el segundo trimestre de 2013, y en un nivel ligeramente superior al máximo alcanzado antes de la crisis, en el primer trimestre de 2008. La tasa de desempleo de la zona del euro descendió hasta el 9,3 % en abril de 2017 y se mantuvo en ese nivel en mayo, esto es, 2,8 puntos porcentuales por debajo del máximo observado después de la crisis, en abril de 2013 (véase gráfico 6). Este descenso ha sido generalizado en los distintos grupos de edad y en ambos sexos. El número de parados de larga duración (personas que llevan al menos doce meses en situación de desempleo) también sigue disminuyendo, pero permanece muy por encima del nivel anterior a la crisis. La información procedente de las encuestas apunta a continuas mejoras en los mercados de trabajo en los próximos meses.

#### Gráfico 6

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



Fuentes: Eurostat, Markit y cálculos del BCE.

Notas: El PMI está expresado como una desviación de 50 dividido por 10. Las últimas observaciones corresponden al primer trimestre de 2017 para el empleo, a junio de 2017 para el índice PMI y a mayo de 2017 para el desempleo.

**Se espera que el crecimiento del consumo se mantenga sólido.** Los datos recientes sobre el comercio minorista y las matriculaciones de automóviles están en consonancia con un crecimiento sostenido del gasto en consumo en el segundo trimestre de 2017, posiblemente a un ritmo algo más intenso que el observado en el primer trimestre. El avance adicional del empleo, como apuntan los indicadores de opinión más recientes, también debería seguir respaldando la renta agregada y, por lo tanto, el gasto en consumo. Además, la confianza de los consumidores mejoró notablemente en el segundo trimestre y ahora ha superado, por primera vez, el máximo anterior a la crisis, registrado en mayo de 2007. Por último, la riqueza neta de los hogares en relación con la renta disponible continúa aumentando, debido principalmente a la revalorización de los activos financieros y de los activos inmobiliarios. Esta dinámica sugiere que la evolución subyacente del consumo se está viendo reforzada.

**La inversión empresarial de la zona del euro debería seguir creciendo en el segundo trimestre de 2017.** En el segundo trimestre, la mejora de las condiciones en el sector de bienes de equipo, como la creciente utilización de la

capacidad productiva, el aumento de los pedidos, la mayor confianza y la evidencia procedente de las encuestas que sugiere que se considera que han disminuido los límites a la producción, señala, en conjunto, una aceleración del actual dinamismo de la inversión. Los datos sobre la producción industrial de bienes de equipo hasta mayo también indican un incremento de la inversión empresarial en el segundo trimestre. Por lo que respecta a la inversión en construcción, los datos mensuales de producción de la construcción apuntan a que esta creció en el segundo trimestre de 2017. Además, los indicadores de opinión sobre la situación de la demanda y la valoración de la cartera de pedidos del sector, así como la concesión de visados de obra nueva, siguen estando en línea con una dinámica subyacente positiva a corto plazo.

**Se prevé que la inversión siga constituyendo una importante contribución a las perspectivas de crecimiento a medio plazo.** La creciente demanda exterior y la fuerte demanda interna, junto con los bajos costes de financiación (véase también el recuadro titulado «El descenso de los tipos de interés y los cambios en los ingresos por intereses de los sectores» en este Boletín Económico), la disminución de la incertidumbre financiera y económica, así como el sólido crecimiento de los beneficios empresariales, deberían favorecer de manera creciente la inversión. En concreto, el crecimiento del excedente bruto de explotación de las empresas avanzó considerablemente en el primer trimestre de 2017, según las cuentas sectoriales de la zona del euro, y las expectativas de beneficios de las empresas cotizadas de la zona del euro aumentaron en el primer semestre de 2017. Por lo que respecta a la inversión en construcción, factores como el incremento de la renta disponible de los hogares y la mejora de las condiciones de concesión del crédito deberían sostener la demanda en el sector.

**Los datos mensuales sobre comercio sugieren que el crecimiento de las exportaciones de la zona del euro continuará a corto plazo.** Las exportaciones totales de la zona crecieron un 1,2 % en el primer trimestre, debido a la fortaleza de las exportaciones de bienes que estuvieron respaldadas por el repunte del comercio mundial. La evolución mensual del comercio de bienes hasta mayo sugiere que el crecimiento de las exportaciones a países no pertenecientes a la zona del euro siguió siendo relativamente sólido en el segundo trimestre de 2017, en consonancia con el comportamiento de la demanda externa. Las exportaciones (medidas por tasas de variación intertrimestral) parecen haberse sustentado en la demanda fundamentalmente de Asia, mientras que la contribución de Estados Unidos y de América Latina fue negativa. Los indicadores adelantados, como las encuestas, siguen señalando mejoras continuas de la demanda externa, y los nuevos pedidos exteriores del sector manufacturero han aumentado.

**En conjunto, los indicadores económicos más recientes son acordes con un crecimiento sostenido del PIB real en el segundo trimestre de 2017, con tasas prácticamente iguales a las observadas en los dos trimestres anteriores.** La producción industrial (excluida la construcción) se incrementó de nuevo en mayo. En consecuencia, en abril y mayo la producción se situó, en promedio, un 1,2 % por encima del nivel del primer trimestre del año, en el que se incrementó un 0,1 % en tasa intertrimestral. Los indicadores de opinión más recientes también están en

consonancia con la continuación de una dinámica de crecimiento positiva en el corto plazo. El índice PMI compuesto de producción se situó, en promedio, en 56,6 en el segundo trimestre de 2017, frente a 55,6 del primero, mientras que el indicador de sentimiento económico (ESI) de la Comisión Europea pasó de 108 en el primer trimestre a 110 (véase gráfico 5). Por consiguiente, tanto el ESI como el PMI, que se mantienen por encima de sus respectivas medias de largo plazo, se están acercando a los máximos registrados antes a la crisis (en 2007 y 2006, respectivamente).

**De cara al futuro se espera que la expansión económica actual siga afianzándose y generalizándose.** La transmisión de las medidas de política monetaria está favoreciendo la demanda interna y ha facilitado el proceso de desapalancamiento. La recuperación de la inversión continúa beneficiándose de unas condiciones de financiación muy favorables y del incremento de la rentabilidad empresarial. El consumo privado se está sustentando en las mejoras del empleo resultantes de anteriores reformas de los mercados de trabajo y en el aumento de la riqueza de los hogares. Por otra parte, la recuperación mundial debería favorecer de manera creciente el comercio y las exportaciones de la zona del euro. No obstante, las perspectivas de crecimiento económico continúan viéndose frenadas por el lento ritmo de aplicación de las reformas estructurales, en particular en los mercados de productos, y por los ajustes aún pendientes en los balances de algunos sectores, pese a las mejoras en curso. Los resultados de la última [encuesta a expertos en previsión económica del BCE](#), realizada a principios de julio, muestran que las previsiones del sector privado sobre el crecimiento del PIB se han revisado al alza para 2017, 2018 y 2019 con respecto a la encuesta anterior, llevada a cabo a principios de abril.

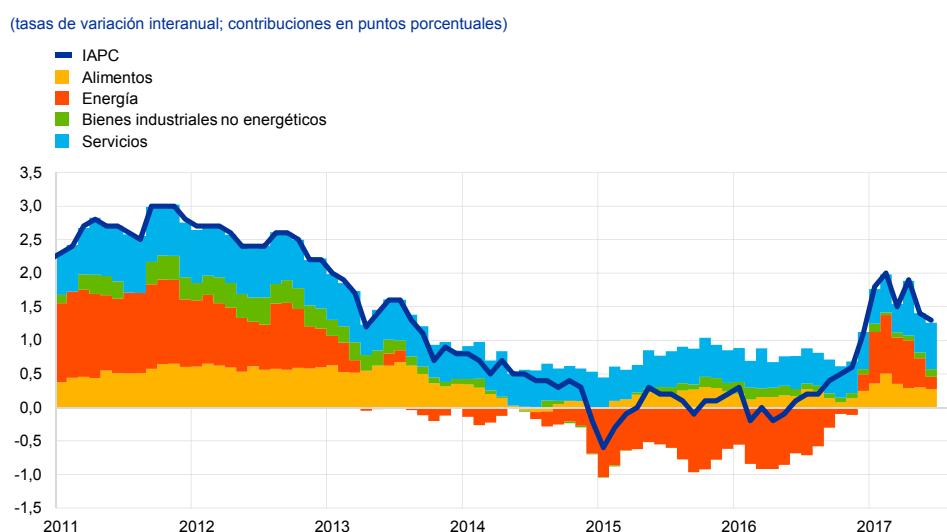
**Los riesgos para las perspectivas de crecimiento de la zona del euro se mantienen básicamente equilibrados.** Por una parte, la actual dinámica cíclica positiva aumenta las posibilidades de que se produzca un repunte económico más intenso de lo esperado. Por otra, persisten los riesgos a la baja relacionados principalmente con factores de carácter global.

## Precios y costes

**La inflación general retrocedió ligeramente en junio.** La inflación medida por el IAPC general se situó en el 1,3 % en junio, frente al 1,4 % de mayo (véase gráfico 7). Esta evolución se debió, principalmente, a la reducción de la tasa de variación de los precios de la energía y, en menor medida, de la de los precios de los alimentos, que se vio contrarrestada, en parte, por el incremento de la inflación medida por el IAPC, excluidos la energía y los alimentos. El acusado descenso de la inflación de los precios de la energía en junio reflejó el impacto de la caída de los precios del petróleo registrada entre mediados de mayo y mediados de junio, así como un efecto de comparación más reducido que en el mes anterior. Por lo que respecta a la tasa de variación de los precios de los alimentos no elaborados, la reversión de los aumentos inusualmente pronunciados observados a principios de año continuó en junio.

**Gráfico 7**

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



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Nota: Las últimas observaciones corresponden a junio de 2017.

### La inflación subyacente aún no ha mostrado señales claras de un ajuste sostenido al alza.

Al margen de las variaciones intermensuales, los indicadores de la inflación subyacente son algo más elevados que a finales del año pasado, pero siguen manteniéndose en niveles reducidos en general. La inflación medida por el IAPC, excluidos la energía y los alimentos, se situó en el 1,1 % en junio, frente al 0,9 % registrado en mayo y el 1,2 % de abril. Los datos de junio reflejaron la desaparición de los efectos de calendario asociados a las fechas de la Semana Santa este año. Si, además de la energía y los alimentos, se excluyen los componentes muy volátiles, como los artículos de vestir, el calzado y los servicios relacionados con turismo y viajes, la inflación medida por el IAPC muestra solo un moderado repunte en los últimos meses. Además, la mayoría de los indicadores alternativos de la inflación subyacente tampoco señalan aún un aumento, lo que

puede reflejar, en parte, los efectos indirectos retardados a la baja de las caídas anteriores de los precios del petróleo, pero también, y más importante, la persistencia de débiles presiones internas de costes.

**Las presiones sobre los precios en las primeras fases de la cadena de producción aún deben transmitirse a los precios de producción de los bienes de consumo.** El fuerte repunte observado en la inflación de los precios industriales no energéticos a escala mundial desde mediados de 2016 contribuyó a ejercer algunas presiones al alza sobre la tasa de variación interanual de los precios de importación de los bienes de consumo no alimenticio en los últimos meses. También continúa transmitiéndose a las primeras fases del proceso de fijación de precios internos, lo que se refleja, por ejemplo, en el fuerte crecimiento sostenido de los precios de importación de los bienes intermedios. Estos bienes son también el principal determinante de la inflación de los precios industriales en el total de la industria (excluidas la construcción y la energía) de la zona del euro, que se situó en el 2,4 % en mayo de 2017. Sin embargo, la tasa de variación de los precios de producción internos de los bienes de consumo no alimenticio se mantuvo en un nivel bajo, y en mayo registró un incremento de solo el 0,2 %, sin variación con respecto a marzo y abril. En consecuencia, las presiones al alza procedentes de las primeras fases del proceso de fijación de precios internos aún deben trasladarse a las fases posteriores, antes de poder transmitirse, en última instancia, a la inflación de los precios de los bienes industriales no energéticos.

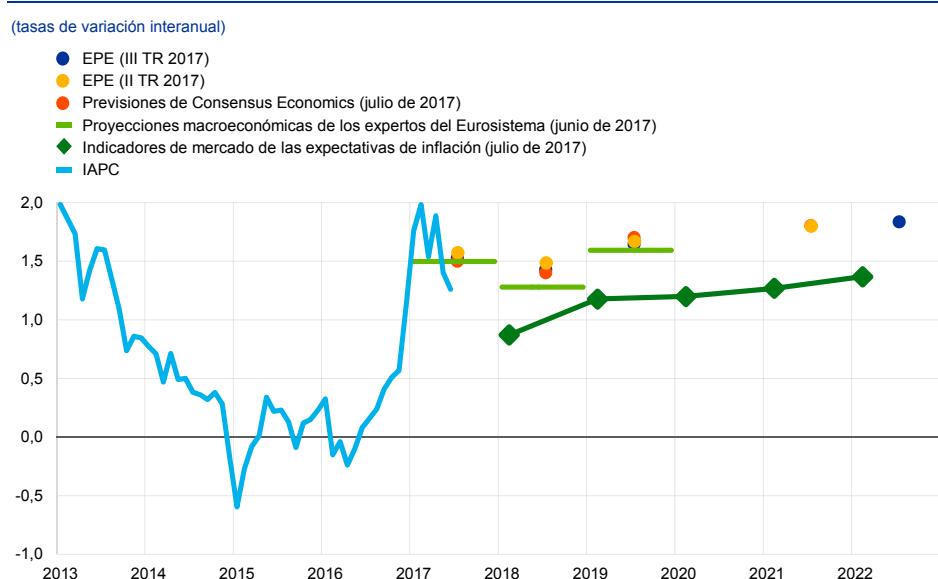
**En términos más generales, las presiones inflacionistas internas subyacentes continuaron siendo contenidas.** La tasa de variación interanual del deflactor del PIB, que puede considerarse un indicador amplio de la evolución subyacente de los precios internos, se situó en el 0,7 % en el primer trimestre de 2017, ligeramente por debajo de la observada en el trimestre precedente. La contribución de los beneficios por unidad de producto al crecimiento del deflactor del PIB se ha moderado nuevamente debido a que los efectos positivos de la relación real de intercambio relacionados con caídas anteriores de los precios del petróleo desaparecieron y cambiaron de signo en el primer trimestre de 2017, cuando los precios del petróleo alcanzaron niveles bastante más elevados que los registrados un año antes. En cambio, la contribución de los costes laborales unitarios se ha mantenido prácticamente sin variación, dado que el crecimiento de la remuneración por asalariado y el de la productividad han permanecido básicamente estables en niveles reducidos.

**El crecimiento de los salarios sigue siendo bajo.** El crecimiento interanual de la remuneración por asalariado se situó en el 1,2 % en el primer trimestre de 2017, frente al 1,4 % del último trimestre de 2016, y permanece aún muy por debajo de su media desde 1999, el 2,1 %. Entre los factores que pueden haber estado lastrando el avance de los salarios, se incluyen un grado de holgura todavía significativo en el mercado de trabajo, el débil crecimiento de la productividad y la continuación de los efectos de las reformas laborales emprendidas en algunos países durante la crisis. Asimismo, es posible que el entorno de baja inflación de los últimos años todavía esté contribuyendo a un menor crecimiento salarial a través de los mecanismos formales e informales de indicación a la inflación pasada.

**Los indicadores de opinión y de mercado de las expectativas de inflación a más largo plazo se han mantenido prácticamente estables (véase gráfico 8).** Desde mediados de junio, el tipo swap de inflación a cinco años dentro de cinco años ha oscilado en torno al 1,6 %. Los indicadores de mercado de las expectativas de inflación a medio y a largo plazo siguen situándose muy por encima de los niveles observados a mediados de 2016. Según la encuesta del BCE a expertos en previsión económica (EPE) de julio de 2017, los indicadores de opinión más recientes de las expectativas de inflación a largo plazo para la zona del euro se mantuvieron en el 1,8 %<sup>2</sup>.

#### Gráfico 8

##### Indicadores de opinión y de mercado de las expectativas de inflación



Fuentes: Encuesta a expertos en previsión económica (EPE) del BCE, Thomson Reuters, Consensus Economics, proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosystema y cálculos del BCE.

Notas: Se incluyen datos de la inflación observada medida por el IAPC hasta junio de 2017. Las previsiones de Consensus Economics correspondientes a 2019 y a 2021 provienen de las previsiones de abril. Los indicadores de mercado de las expectativas de inflación se obtienen de los swaps cupón cero de inflación medida por el IAPCx (IAPC de la zona del euro excluido el tabaco). Las últimas observaciones corresponden al 19 de julio de 2017.

**Los precios de los inmuebles residenciales de la zona del euro volvieron a aumentar en el primer trimestre de 2017.** Según el índice de precios de inmuebles residenciales del BCE, los precios de la vivienda en la zona del euro se incrementaron en un 4 %, en términos interanuales, en el primer trimestre de 2017, frente al 3,7 % registrado en el último trimestre de 2016, lo que apunta a un nuevo fortalecimiento del ciclo de precios de la vivienda.

<sup>2</sup> Véase también el recuadro 4 titulado «¿Cómo evalúan los expertos en previsión económica los riesgos para la inflación?».

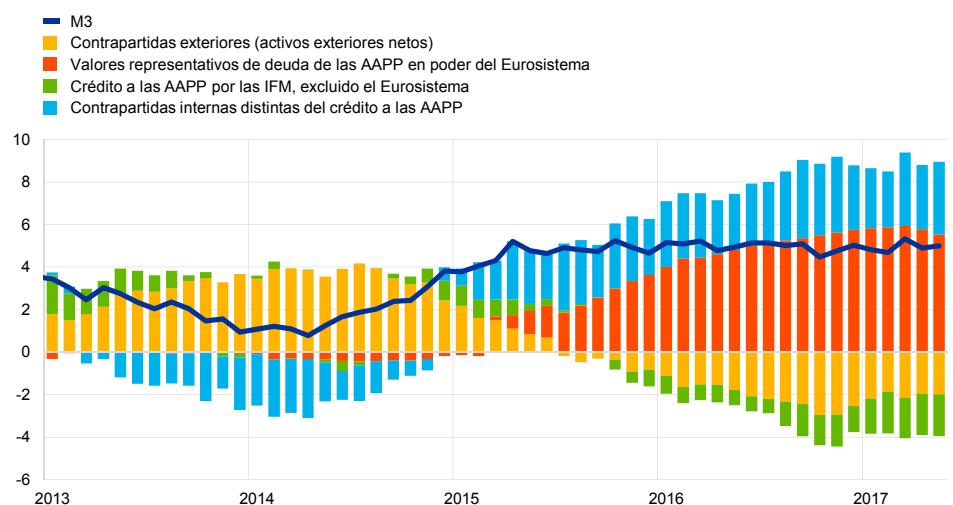
## 5

## Dinero y crédito

**El agregado monetario amplio continuó creciendo a un ritmo sólido.** La tasa de crecimiento interanual de M3 permaneció prácticamente estable en mayo de 2017 (5 %, frente al 4,9 % de abril), y ha estado fluctuando en torno al 5 % desde mediados de 2015 (véase gráfico 9). El bajo coste de oportunidad de mantener depósitos líquidos en un entorno de tipos de interés muy reducidos y el impacto de las medidas de política monetaria del BCE continuaron respaldando el avance de M3. El crecimiento interanual de M1 mantuvo su intensidad, con una tasa del 9,3 % (sin variación con respecto a abril), y fue de nuevo el que más contribuyó al crecimiento de M3.

**Gráfico 9**  
M3 y sus contrapartidas

(tasas de variación interanual; contribuciones en puntos porcentuales)



Fuente: BCE.

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

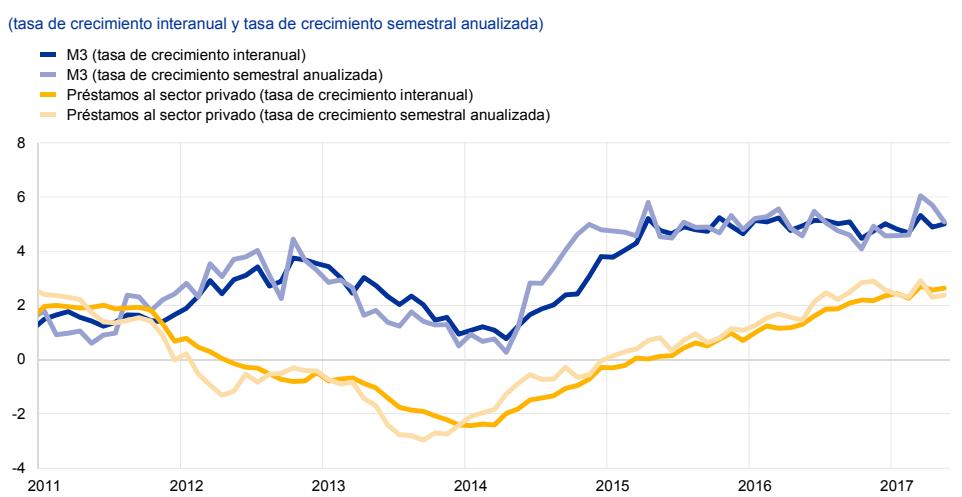
**Las contrapartidas internas del agregado monetario amplio volvieron a ser el principal factor impulsor del avance de M3.** En primer lugar, las compras de valores representativos de deuda por parte del Eurosistema en el contexto del programa de compras de valores públicos (PSPP, en sus siglas en inglés) continuaron teniendo un considerable impacto positivo en el crecimiento de M3 (véanse las barras naranjas del gráfico 9). En segundo lugar, la recuperación gradual del crecimiento del crédito al sector privado y la tasa de variación interanual significativamente negativa de los pasivos financieros a más largo plazo (excluidos capital y reservas) de las instituciones financieras monetarias (IFM) influyeron positivamente en el crecimiento de M3 (véanse las barras azules del gráfico 9). Las amortizaciones netas de valores representativos de deuda a más largo plazo por parte de las IFM se explica, en parte, por el perfil plano de la curva de rendimientos, que está asociado a las medidas de política monetaria del BCE y que ha hecho que a los inversores les resulte menos atractivo mantener depósitos a largo plazo y bonos bancarios. La disponibilidad de las operaciones de financiación a plazo más

largo con objetivo específico (TLTRO) como alternativa a la financiación bancaria a más largo plazo en los mercados también influyó. En cambio, la contribución al crecimiento de M3 procedente del crédito a las AAPP concedido por las IFM, excluido el Eurosistema, se mantuvo negativa (véanse las barras verdes del gráfico 9).

**La posición acreedora neta frente al exterior del sector de IFM continuó ejerciendo presiones a la baja sobre el crecimiento interanual de M3** (véanse las barras amarillas del gráfico 9). Esta evolución refleja, en parte, el reequilibrio de las carteras, en detrimento de los valores representativos de deuda de la zona del euro, ocasionado por el programa ampliado de compra de activos (APP, en sus siglas en inglés) del BCE, en particular las ventas de deuda pública de la zona del euro por parte de no residentes.

**Prosigue la recuperación del crecimiento del crédito.** La tasa de crecimiento interanual de los préstamos concedidos por las IFM al sector privado [ajustados de titulizaciones, otras transferencias y centralización nocional de la tesorería (*notional cash pooling*)] permaneció estable en mayo (véase gráfico 10). Por sectores, la tasa de crecimiento interanual de los préstamos a las sociedades no financieras se mantuvo estable en el 2,4 % en mayo, mientras que la de los préstamos a los hogares aumentó hasta el 2,6 % (desde el 2,4 % registrado en abril). La significativa disminución de los tipos de interés del crédito bancario observada en toda la zona del euro desde el verano de 2014 (debido principalmente a las medidas de política monetaria no convencionales del BCE) y las mejoras generales de la oferta y de la demanda de préstamos bancarios han sustentado la recuperación del crecimiento del crédito. Asimismo, las entidades de crédito han avanzado en el saneamiento de sus balances, aunque el nivel de préstamos dudosos sigue siendo elevado en algunos países y puede limitar la concesión de crédito.

**Gráfico 10**  
M3 y préstamos al sector privado



Fuente: BCE.

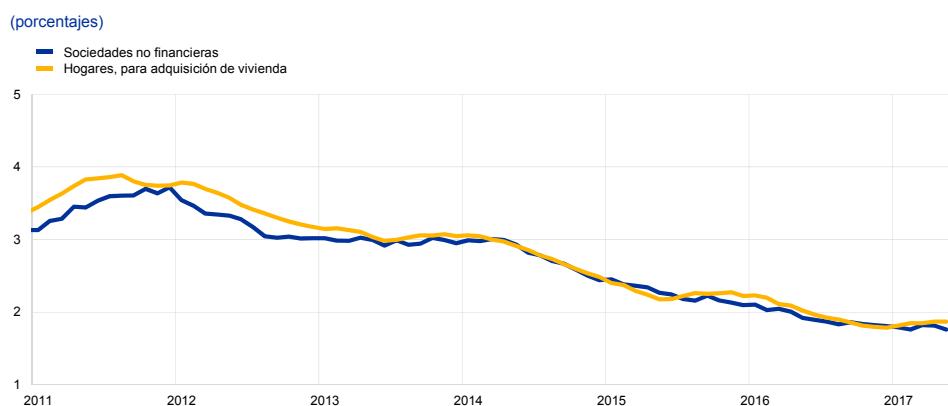
Notas: Préstamos ajustados de titulizaciones, otras transferencias y centralización nocional de la tesorería (*notional cash pooling*). La última observación corresponde a mayo de 2017.

**La encuesta sobre préstamos bancarios en la zona del euro de julio de 2017 sugiere que el crecimiento de los préstamos continuó estando respaldado por la relajación de los criterios de aprobación y por el incremento de la demanda por parte de las sociedades no financieras y los hogares.** En el segundo trimestre de 2017, los criterios de aprobación de los préstamos a empresas y a hogares para adquisición de vivienda se relajaron. Las presiones competitivas siguieron siendo el principal factor que motivó esta relajación. Las entidades también señalaron un aumento de la demanda neta en todas las categorías de préstamos, que se vio impulsada, sobre todo, por las fusiones y adquisiciones, la inversión en capital fijo, el bajo nivel general de los tipos de interés y las perspectivas favorables del mercado de la vivienda. Las entidades encuestadas indicaron que el impacto principal de las TLTRO del BCE continuó siendo una suavización de las condiciones aplicadas a los préstamos. El 63 % de las entidades de crédito de la zona del euro encuestadas señalaron que habían participado en la cuarta y en la última TLTRO-II, sobre todo por motivos de rentabilidad. Por último, las entidades de crédito de la zona del euro también afirmaron que habían seguido adaptándose a los cambios en materia de regulación y supervisión en la primera mitad de 2017 reforzando en mayor medida sus posiciones de capital.

**La disminución de los tipos de interés de los préstamos bancarios se ha estabilizado desde comienzos de 2017 y los tipos se han mantenido cercanos a sus mínimos históricos.** En mayo de 2017, los tipos de interés sintéticos de los préstamos bancarios concedidos a las sociedades no financieras se situaron en el 1,76 %, igualando el mínimo histórico observado en febrero de 2017, y los de los préstamos concedidos a los hogares, en el 1,87 % (véase gráfico 11). Estos tipos sintéticos han disminuido más que los tipos de interés de referencia del mercado desde que el BCE anunció medidas de expansión crediticia en junio de 2014. Entre mayo de 2014 y mayo de 2017, los tipos de interés sintéticos de los préstamos otorgados a las sociedades no financieras y a los hogares de la zona del euro cayeron 117 y 104 puntos básicos, respectivamente. En el caso de las sociedades no financieras, este descenso fue especialmente pronunciado en los países vulnerables, lo que indica una transmisión más homogénea de la política monetaria a los tipos de interés de los préstamos bancarios en la zona del euro. En ese mismo período, el diferencial de tipos de interés entre los créditos de hasta 250.000 euros y los créditos de más de un millón de euros en la zona del euro se estrechó de forma considerable. Esto indica que, en general, las pequeñas y medianas empresas se han beneficiado en mayor medida que las grandes empresas de la caída de los tipos de interés de los préstamos bancarios.

### Gráfico 11

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



Fuente: BCE.

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

**La emisión neta de valores representativos de deuda por parte de las sociedades no financieras de la zona del euro se moderó en el segundo trimestre de 2017.** Los datos del BCE más recientes muestran que la emisión neta de este tipo de valores por parte de las sociedades no financieras se ralentizó en abril y en mayo de 2017. Datos recientes procedentes del mercado sugieren que la actividad emisora se fortaleció en junio. La emisión neta de acciones cotizadas por parte de las sociedades no financieras se mantuvo débil en el segundo trimestre de 2017 y se vio frenada por la significativa actividad de recompra de acciones en mayo.

**Los costes de financiación de las sociedades no financieras de la zona del euro siguen siendo favorables.** Según las estimaciones, el coste nominal total de la financiación externa de las sociedades no financieras, que incluye préstamos bancarios, emisiones de deuda en el mercado y financiación mediante acciones, aumentó moderadamente, hasta situarse en torno al 4,3 % en junio y en la primera quincena de julio de 2017. El coste de la financiación se sitúa actualmente unos 30 puntos básicos por encima de su mínimo histórico de julio de 2016, pero se mantiene considerablemente por debajo del nivel observado en el verano de 2014. El reciente aumento del coste total de la financiación refleja, sobre todo, el incremento del coste de las acciones. En cambio, el coste de la deuda, expresado como media ponderada del coste de la financiación bancaria y del coste de la financiación mediante valores de renta fija, ha estado fluctuando en torno a su mínimo histórico desde agosto de 2016.

# 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

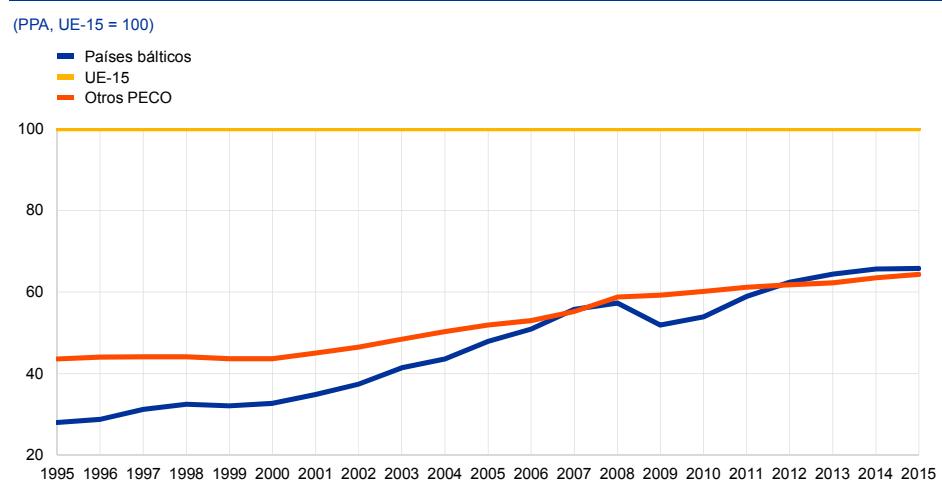
	Apertura comercial (ratio de importaciones y exportaciones/PIB)	Apertura financiera (porcentaje de sucursales extranjeras con respecto a los activos totales del sistema bancario)	Nivel de coordinación de la negociación salarial*	Condiciones del marco institucional** (cuatro indicadores WGI principales)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

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



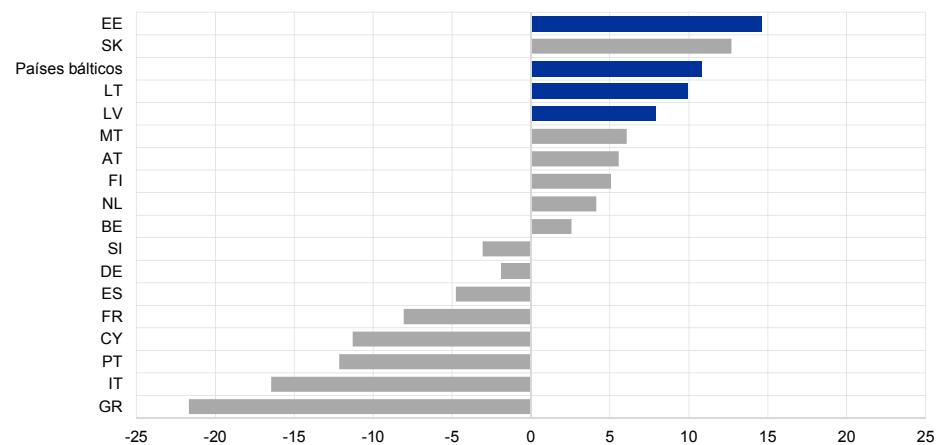
Fuente: Comisión Europea.

Notas: «Otros PEKO» 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.

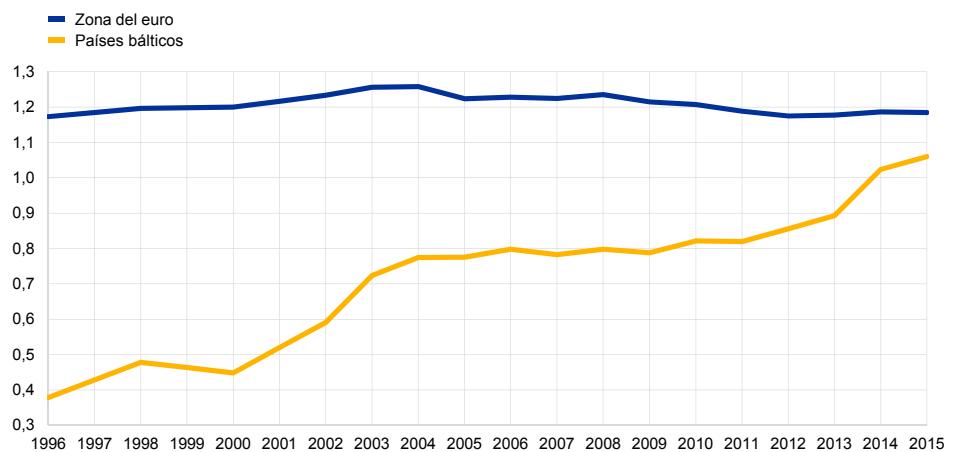
Notas: Basado en una ecuación lineal entre países de la UE en la que se estima la regresión del crecimiento acumulado del PIB per cápita en porcentaje del PIB per cápita de la UE (en PPA) entre 1999 y 2015 sobre el PIB per cápita inicial en porcentaje del PIB per cápita (en PPA) de la UE en 1999. Más 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 subíndicadores)



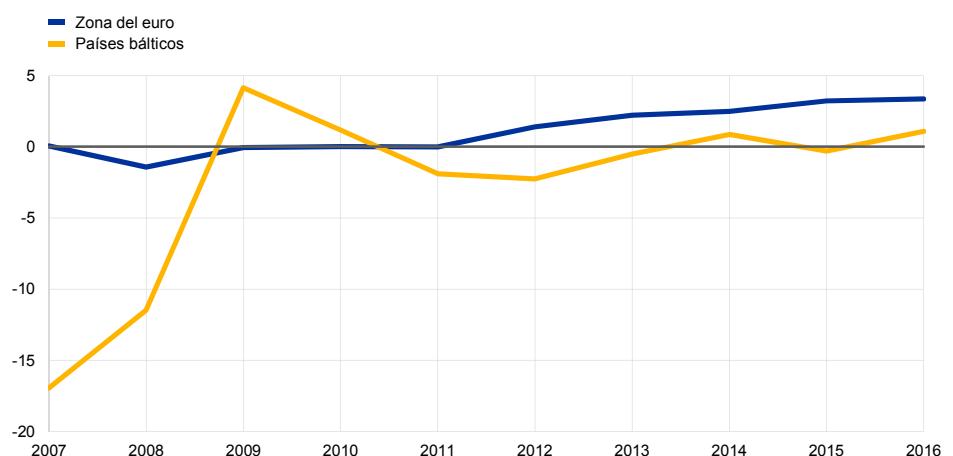
Fuente: Banco Mundial.

Notas: El índice sintético es una media de los siguientes subíndicadores: 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.

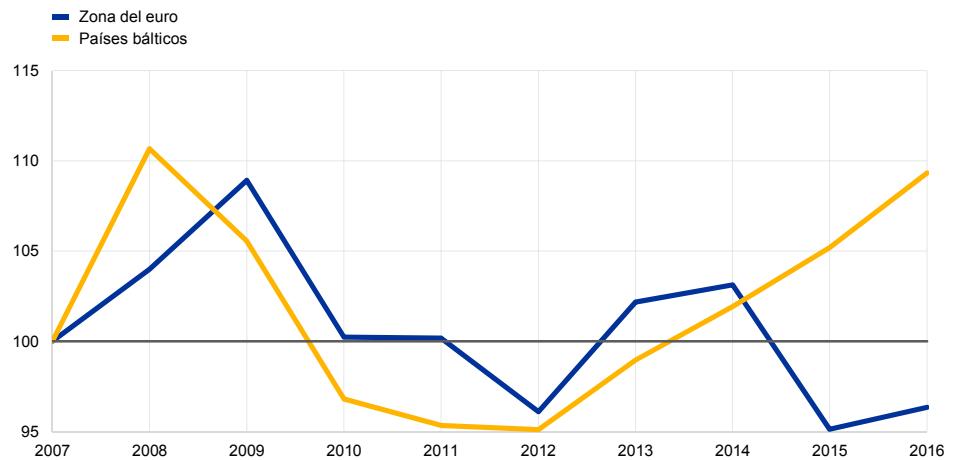
**El ajuste del saldo por cuenta corriente en los países bálticos originado por la repentina interrupción de los flujos de capital se acometió sin dilación.** Como muestra el gráfico D, el saldo por cuenta corriente de los países bálticos ya era positivo en 2009. El principal factor impulsor del ajuste 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)

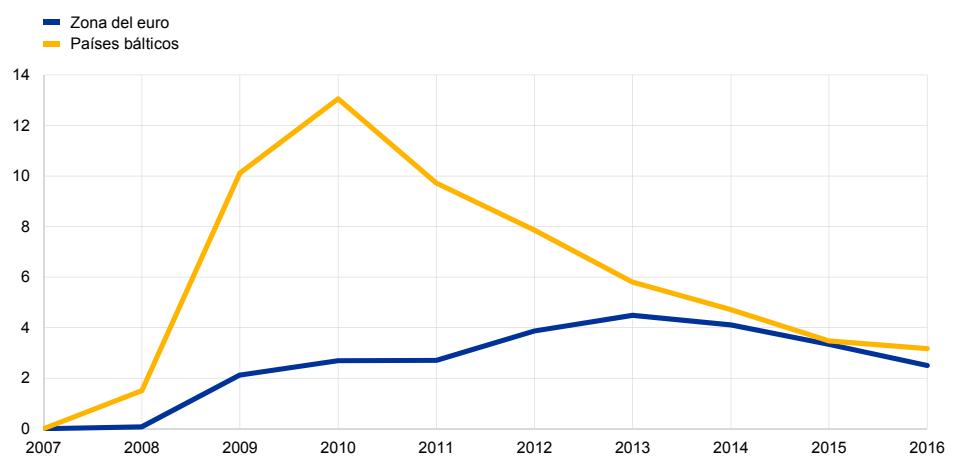


Fuente: BCE.

## 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.

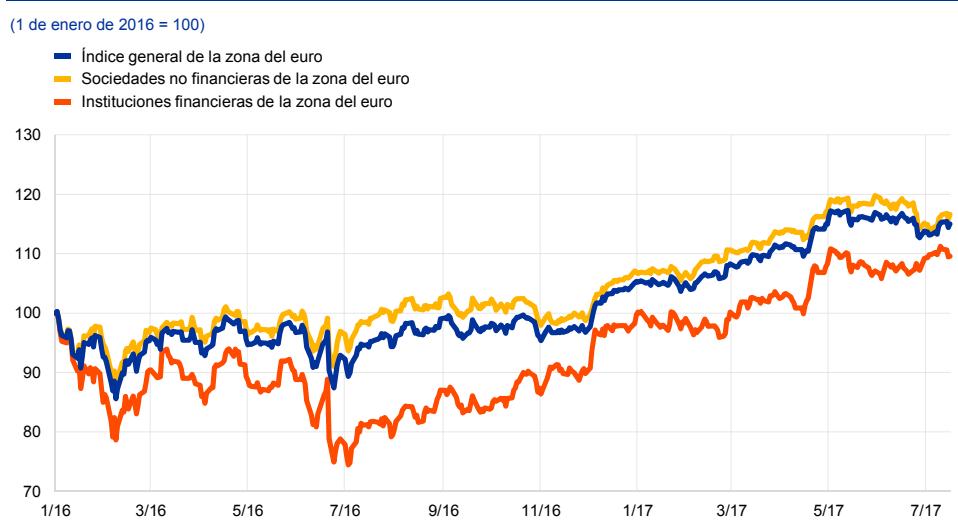
tamaño perteneciente a la zona del euro y sujeta a la volatilidad de los flujos de capital tiene que poner un énfasis incluso mayor que otros países de la zona en aplicar políticas anticíclicas. Estas consideraciones destacan la importancia del uso activo de herramientas de política macroprudencial anticíclicas 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



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.

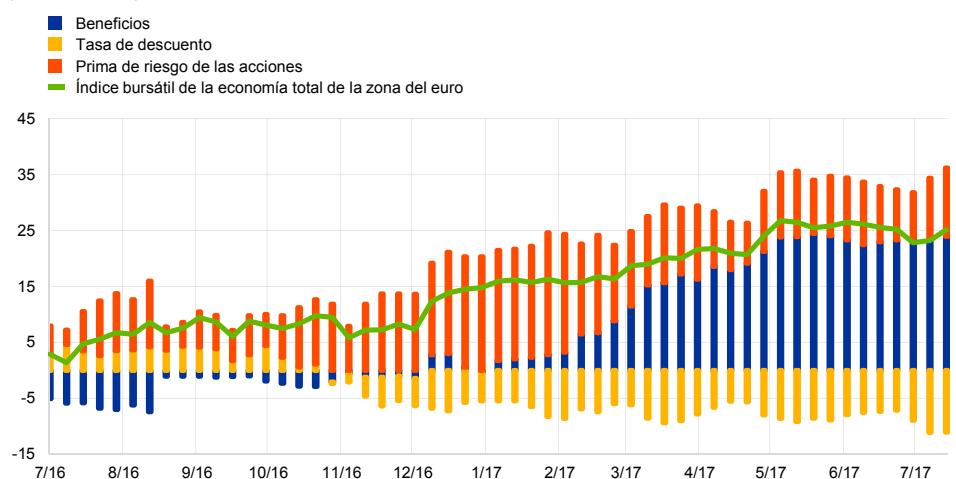
contribuciones acumuladas a la variación de los precios de las acciones en la zona del euro, siendo especialmente evidente la contribución positiva del descenso de la prima de riesgo de las acciones en torno a la época de las elecciones presidenciales en Estados Unidos<sup>7</sup>.

**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.

### 3

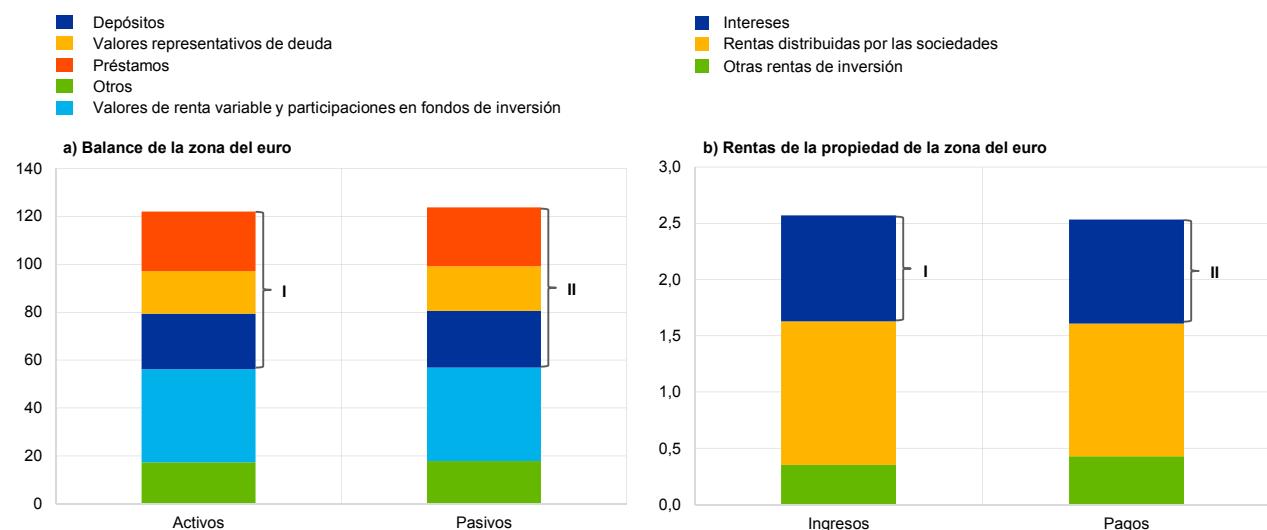
## El descenso de los tipos de interés y los cambios en los ingresos por intereses de los sectores

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 devengán 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 devengán 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 nocial de los activos, es decir, excluidos los efectos de valoración. Los saldos nociales pueden obtenerse

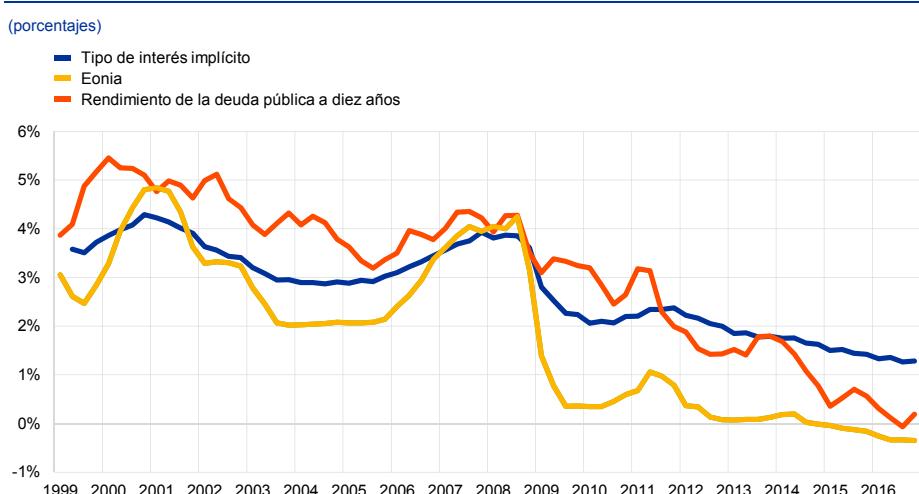
<sup>8</sup> El análisis se basa en la literatura existente que utiliza las cuentas sectoriales para determinar el efecto distributivo de la política monetaria. Bach y Ando (1957), Cukierman *et al.* (1985) y, más recientemente, Doepke y Schneider (2006), por ejemplo, evalúan el impacto de las fluctuaciones de los precios y de los tipos de interés en los ingresos y la riqueza. Véanse G. Bach y A. Ando, «The Redistributional Effects of Inflation», *The Review of Economics and Statistics*, vol. 39, n.º 1, 1957, pp. 1-13; A. Cukierman, K. Lennan y F. Papadim, «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 (eonía) 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



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 nociional 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.

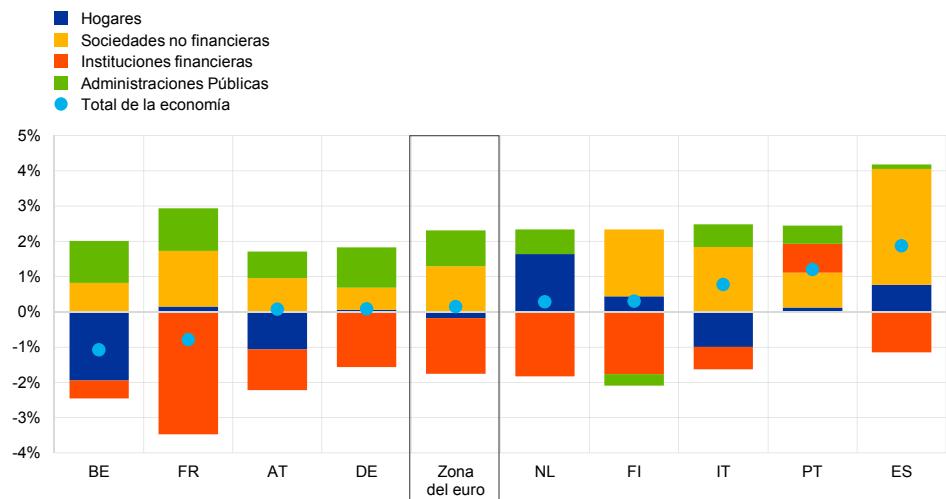
interés, por sí mismas, han redistribuido los ingresos por intereses de los distintos sectores. El punto de partida del análisis es el tercer trimestre de 2008, que señala el inicio de la actual fase de relajación de la política monetaria.

**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.

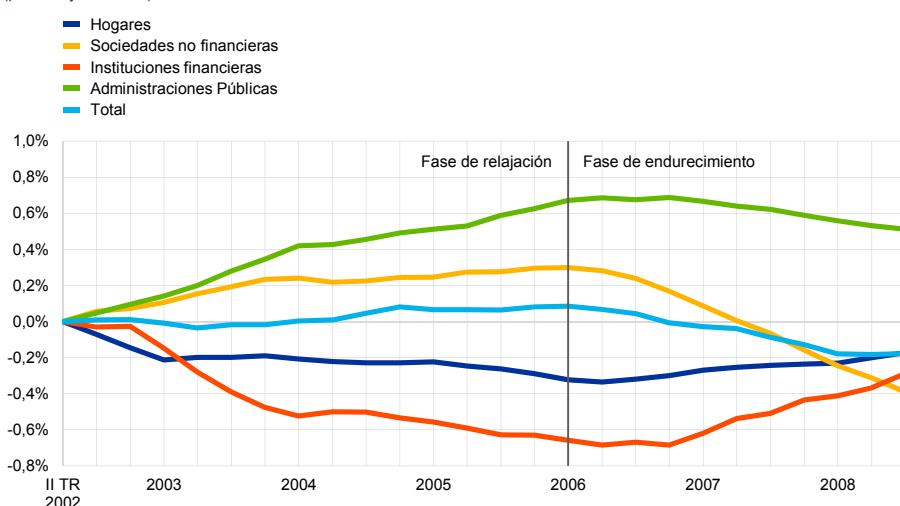
<sup>15</sup> Véase el recuadro titulado «The ECB's monetary policy and bank profitability», *Financial Stability Review*, BCE, noviembre de 2016.

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).

## 4

### ¿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.

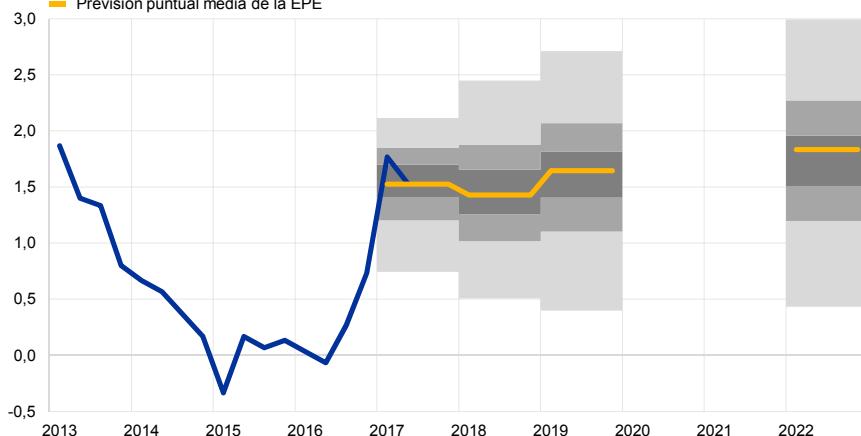
### Gráfico A

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

(tasas de variación interanual)

IAPC

Previsión puntual media de la EPE



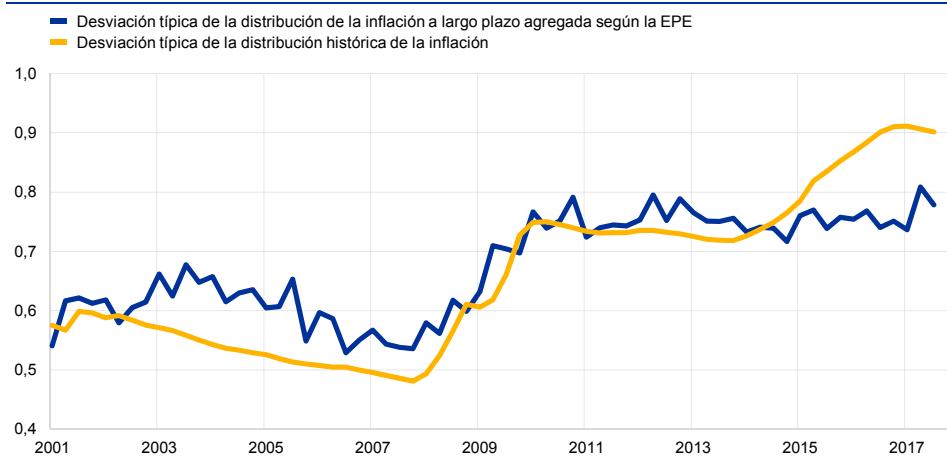
Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE basados en los resultados de la EPE.

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 cumpliese, 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.

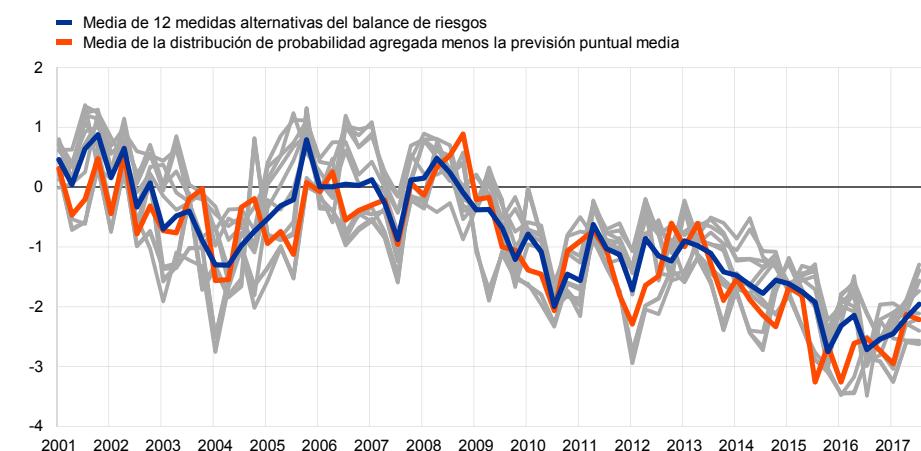
En los informes trimestrales de la EPE, esto se mide numéricamente como la media de la distribución de probabilidad agregada *menos* la previsión puntual media<sup>21</sup>.

**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.

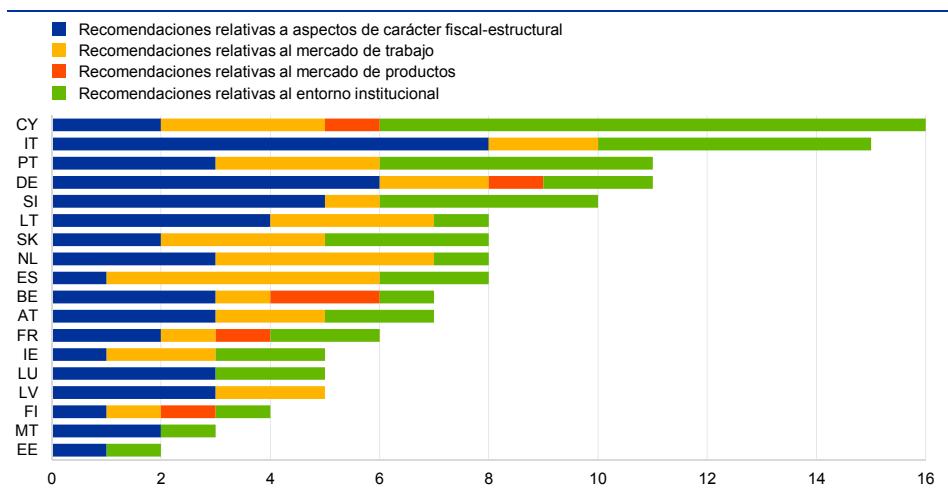
<sup>23</sup> Este recuadro se centra en todas las recomendaciones específicas recibidas por los países de la zona del euro, excepto la primera recomendación sobre políticas fiscales, que incluye recomendaciones para la aplicación del Pacto de Estabilidad y Crecimiento (PEC). Estas recomendaciones se 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

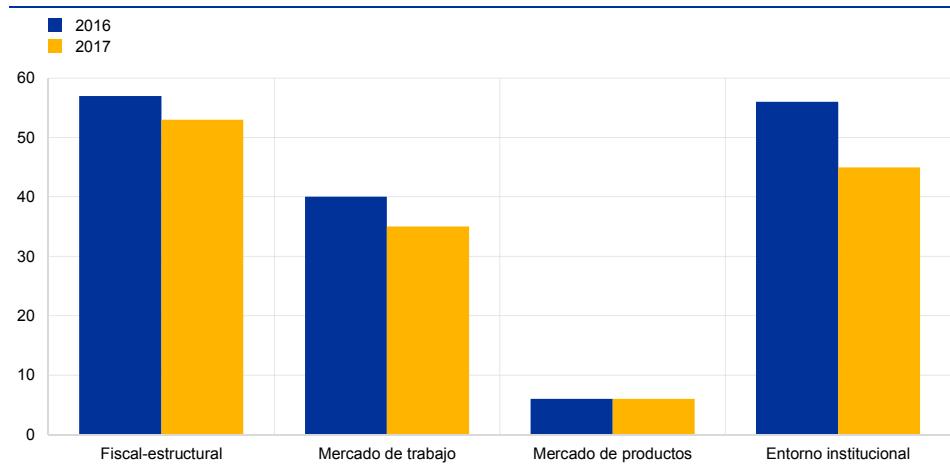
<sup>24</sup> Para más información, véase el recuadro titulado «El Procedimiento de Desequilibrio Macroeconómico de 2017 y las recomendaciones específicas por país de 2016», *Boletín Económico*, número 2, BCE, 2017.

<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.

# Artículo

1

## La composición de las finanzas públicas en la zona del euro

En una época de presión sobre las finanzas públicas y de bajo crecimiento estructural de la economía —legados de la reciente crisis—, es esencial que las políticas fiscales se diseñen para favorecer el crecimiento en la mayor medida posible. Un elemento clave del debate actual sobre política fiscal es la composición de los presupuestos públicos, es decir, la elección de los instrumentos fiscales relacionados tanto con los ingresos como con los gastos públicos. Este artículo arroja luz sobre los cambios registrados en la composición de las finanzas públicas desde los años anteriores a la crisis y analiza si han favorecido el crecimiento. En él se describe cómo la debilidad de las finanzas públicas ha llevado a los Gobiernos a adoptar medidas de consolidación que afectan negativamente al crecimiento a largo plazo. Asimismo, el artículo sugiere redirigir los fondos públicos desde partidas de gasto menos productivas hacia la educación y las infraestructuras y cambiar el peso de la presión fiscal, reduciendo los impuestos distorsionadores, concretamente la tributación del trabajo, y elevando los impuestos sobre el consumo y la propiedad de bienes inmuebles, de carácter menos distorsionador.

### 1 Introducción

**Dado el entorno actual de bajo crecimiento estructural, elevado desempleo y altos niveles de deuda pública, la atención se centra en la composición de los ingresos y gastos públicos.** Como consecuencia de la reciente crisis económica y financiera, la zona del euro ha experimentado un largo período de crecimiento relativamente débil y de altas tasas de desempleo. Al mismo tiempo, la gestión de las finanzas públicas está condicionada por los elevados niveles de deuda. Aunque la deuda pública de la zona del euro está disminuyendo, se sitúa en el 90 % del PIB, lo que limita el margen para aplicar políticas expansivas. Así pues, el reto radica en cómo estimular el crecimiento potencial sin comprometer la sostenibilidad fiscal. Por consiguiente, la evidencia de que la composición de los presupuestos afecta al crecimiento económico a largo plazo es particularmente relevante en estos tiempos de ajuste fiscal necesario. Reorientar el gasto hacia las partidas que más potencian el crecimiento o la presión fiscal hacia impuestos menos distorsionadores pueden tener efectos positivos sobre el crecimiento del producto sin lastrar los presupuestos públicos.

**En este artículo se analiza el impacto de la composición de los presupuestos públicos de la zona del euro sobre el crecimiento desde los años anteriores a la crisis.** El sector público de la zona del euro tiene un gran tamaño en términos internacionales, y ha seguido creciendo durante la crisis financiera y el período de consolidación posterior. El gasto público de la zona del euro se sitúa, en promedio,

en casi el 48 % del PIB. El análisis de este artículo se centra en la evolución de la composición de los presupuestos durante la fase de expansión que precedió a la crisis financiera y la consolidación fiscal posterior. La adopción de un enfoque retrospectivo resulta útil para identificar los cambios en la contribución de los presupuestos al crecimiento y, en particular, para evaluar si los ajustes recientes han reducido las perspectivas de crecimiento al apoyarse excesivamente en recortes de partidas de gasto que favorecen el crecimiento o en subidas de impuestos particularmente distorsionadores.

**El análisis sugiere que hay margen para acometer reformas de forma que la composición de los presupuestos sea más favorable al crecimiento.** Estas reformas consisten en cambiar la composición de los presupuestos con el fin de incrementar el PIB per cápita nacional a largo plazo, con un efecto neutral sobre el saldo presupuestario a corto plazo. Estos cambios pueden ser una reasignación del gasto desde partidas menos favorables al crecimiento a otras que lo potencien en mayor medida, cambios en la tributación para pasar de impuestos distorsionadores a otros que lo son menos, o cambios simultáneos en ingresos y gastos. La Comisión Europea, el Eurogrupo, el BCE<sup>28</sup>, el FMI y la OCDE han hecho reiterados llamamientos para que las políticas fiscales propicien más el crecimiento.

**La composición de los presupuestos públicos constituye también un elemento importante del debate más amplio acerca de la calidad de las finanzas públicas<sup>29</sup>.** Este concepto presenta varias dimensiones, como el tamaño del sector público, la cuantía de los desequilibrios y la sostenibilidad de las posiciones fiscales, la composición y la eficiencia del gasto, la estructura y la eficiencia de los sistemas de ingresos, y la gobernanza fiscal.

**El presente artículo se estructura como sigue:** en la sección 2 se considera la contribución relativa al crecimiento de diferentes partidas de ingresos y gastos a partir de un estudio de la literatura empírica; en la sección 3 se analizan la composición del gasto por función y la evolución de las estructuras tributarias por tipo de base impositiva desde los años anteriores a la crisis, y en la sección 4 se presentan las conclusiones.

## Resumen y principales implicaciones

**La evolución de las finanzas públicas de la zona del euro en los últimos años muestra los riesgos que plantean las vulnerabilidades fiscales para que la estructura actual de ingresos y gastos públicos favorezca el crecimiento.** En general, la composición de los presupuestos ha ido siendo menos favorable al crecimiento durante el período analizado (2003-2015), debido principalmente a la

<sup>28</sup> Véase, por ejemplo, el [Comunicado preliminar del presidente del BCE tras la reunión del Consejo de Gobierno de marzo de 2017](#), en el que afirma: «En lo que se refiere a las políticas fiscales, es esencial que todos los países intensifiquen sus esfuerzos para lograr una composición de las finanzas públicas más favorable al crecimiento».

<sup>29</sup> La Comisión Europea definió la calidad de las finanzas públicas como un concepto amplio con muchas facetas que engloba desde el nivel y la composición del gasto público a su financiación a través de ingresos y déficits (véase «*The Quality of Public Finances – Findings of the Economic Policy Committee Working Group*», Comisión Europea, Bruselas, marzo de 2008).

respuesta de la política fiscal a la crisis. Durante el período previo a la consolidación fiscal (2003-2010), el gasto aumentó de forma generalizada, y los picos más importantes se concentraron en el gasto sanitario y el gasto en pensiones, partidas consideradas menos favorables al crecimiento. Durante el período de consolidación (2011-2013) se recurrió en gran medida a los impuestos más distorsionadores para incrementar los ingresos, especialmente a la tributación del trabajo, mientras que los recortes del gasto se centraron en la inversión en educación y en infraestructuras, partidas que propician el crecimiento<sup>30</sup>. No obstante, resulta alentador observar ciertas tendencias hacia una composición de los presupuestos más favorable al crecimiento desde 2013, con un cambio hacia una fiscalidad menos distorsionadora y una recuperación parcial de determinas partidas de gasto que fomentan el crecimiento.

**De cara al futuro es necesario mejorar la composición de los presupuestos públicos en consonancia con el objetivo de crecimiento a largo plazo.** En particular, debería existir la posibilidad de aliviar la presión tributaria sin que ello afecte al saldo presupuestario. El porcentaje de ingresos que representan los impuestos sobre el trabajo aumentó considerablemente durante el período de consolidación, y su reducción debería resultar bastante beneficiosa para el crecimiento. Se podría poner mayor peso en los impuestos menos distorsionadores sobre el consumo y la propiedad de bienes inmuebles: gravar la propiedad también puede resultar más equitativo fiscalmente. Además, las reformas del impuesto sobre la renta de las personas físicas más favorables al crecimiento son aquellas que disminuyen la carga tributaria de las personas con rentas bajas y de los segundos perceptores de renta, y la consiguiente mayor participación de estos dos grupos en el mercado de trabajo contribuye a reducir la desigualdad de las rentas del trabajo. Según datos de la OCDE, la cuña fiscal media sobre el trabajo de las personas con rentas bajas se situó en el 37,6 % en 2016, muy por encima de la media de la OCDE (32,3 %). Por el lado del gasto, debería dedicarse una atención especial a redirigir más recursos hacia la sanidad, la educación o las infraestructuras, ya que se ha demostrado que el gasto en estas áreas tiene un impacto positivo a largo plazo sobre el crecimiento, al tiempo que se ha de recortar el gasto menos productivo. El efecto de crecimiento económico a largo plazo coincide con una reducción del porcentaje de personas que corren el riesgo de quedar desempleadas o de tener un empleo precario.

**En el diseño de las políticas fiscales se han de tener en cuenta los factores específicos de cada país para que la composición del presupuesto sea más favorable al crecimiento.** Se han identificado tendencias heterogéneas en los distintos países de la zona del euro. *Ceteris paribus*, a un país con un porcentaje muy elevado de gasto público le convendría más, en términos relativos, recortar el gasto y generar así margen de maniobra fiscal para rebajar los impuestos distorsionadores. En cambio, es posible que para un país con un sector público pequeño sea más adecuado incrementar los ingresos fiscales procedentes de fuentes no distorsionadoras ante la necesidad de reforzar el gasto productivo. Para determinar en qué medida las finanzas públicas favorecen el crecimiento también es

---

<sup>30</sup> Véase también «Taxing times», *IMF Fiscal Monitor*, octubre de 2013.

importante analizar los datos microeconómicos y los estudios sobre eficiencia de cada país. Una Administración Tributaria débil propicia actividades de evasión fiscal que son ineficientes y genera competencia fiscal desleal entre las empresas informales y las empresas registradas oficialmente (*IMF Fiscal Monitor*, 2017). Una recaudación de impuestos más eficiente también puede generar margen de maniobra fiscal para reducir los tipos de los impuestos distorsionadores. Por el lado del gasto, la eficiencia del gasto público es esencial para maximizar el impacto económico del gasto con los recursos disponibles. A este respecto, los estudios muestran una gran heterogeneidad en la eficiencia del gasto entre los distintos países de la zona del euro.

**Si desea leer el artículo completo en su versión en inglés, haga clic aquí.**

© Banco Central Europeo, 2017

Apartado de correos 60640 Fráncfort del Meno, Alemania  
Teléfono: +49 69 1344 0  
Sitio web: [www.ecb.europa.eu](http://www.ecb.europa.eu)

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

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

La recepción de datos para elaborar este Boletín se cerró el 19 de julio de 2017.

ISSN 2363-3492 (edición electrónica)  
Número de catálogo UE QB-BP-17-005-ES-N (edición electrónica)