

Recuadros

1 La dinámica de la inversión en las economías avanzadas desde la crisis financiera

En este recuadro se pretende arrojar algo de luz, desde la perspectiva de distintos países, sobre las perturbaciones que han afectado a la inversión en las economías avanzadas desde la crisis financiera.

A menudo se afirma que uno de los principales factores que ha frenado la recuperación económica mundial en el actual ciclo económico ha sido la atonía de la inversión, especialmente en las economías avanzadas. Esta falta de ritmo se ha atribuido al deterioro de los mercados financieros, las restricciones presupuestarias del sector público, el aumento de la incertidumbre política y las débiles perspectivas económicas. Al mismo tiempo, la falta de dinamismo del sector empresarial parece ser más acentuada que en recuperaciones anteriores, lo que, junto con el mayor descenso del gasto en inversión tras la Gran Recesión, se ha traducido en brechas de inversión significativas, es decir, en desviaciones persistentemente negativas con respecto a las medias de largo plazo.

El patrón habitual de la inversión empresarial, consistente en registrar un mínimo inmediatamente después de una recesión y recuperar con relativa rapidez los niveles previos a ella, no se repitió exactamente después de la Gran Recesión⁸. Este patrón se observó en los ciclos económicos de los años noventa y a principios de la década de 2000, pero no se ha materializado en el ciclo actual: el repunte inicial de la inversión después del mínimo registrado en el primer trimestre de 2009 se vio interrumpido por una segunda recesión en la zona del euro en el contexto de la crisis de la deuda soberana. Esta pausa en la recuperación puede observarse en el gráfico A, que muestra la ratio de inversión sobre el PIB de las economías avanzadas. Esta ratio empezó a disminuir desde un nivel relativamente reducido (12,5 %) en comparación con ciclos anteriores y cayó hasta situarse cerca del 10,5 % en 2009. A partir de ahí, la inversión empresarial comenzó una recuperación sostenida y rápida que se vio frenada por la crisis de la deuda soberana de la zona del euro. Posteriormente, la ratio de inversión registró una nueva caída entre la segunda mitad de 2015 y el final de 2016, provocada sobre todo por los países productores de materias primas, como Canadá, Australia y, en menor medida, Estados Unidos, que redujeron su inversión debido, en parte, al fuerte descenso de los precios de las materias primas (especialmente el petróleo), hasta niveles muy bajos. Y hasta hace muy poco, a principios de 2017, la inversión no ha comenzado a repuntar. No obstante, en conjunto, la ratio de inversión

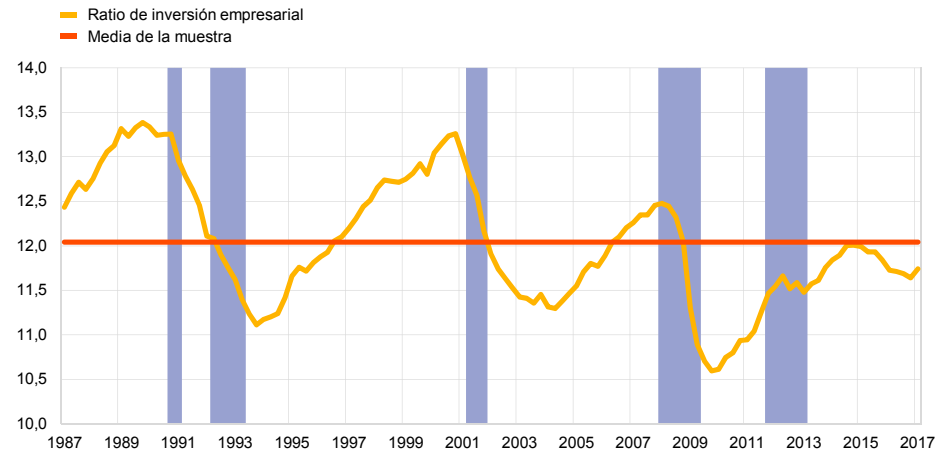
⁸ El concepto de «inversión» que se utiliza en este recuadro se refiere a la inversión empresarial (privada no residencial) e incluye la inversión del sector privado en estructuras, equipos (de información, industriales y de transporte) y derechos de propiedad intelectual. Este concepto puede variar ligeramente de un país a otro.

empresarial en relación con el PIB de las economías avanzadas se mantenía aún por debajo de su media de largo plazo en el primer trimestre de 2017.

Gráfico A

Ratio de inversión sobre el PIB de las economías avanzadas

(porcentaje; datos trimestrales)



Fuente: Cálculos de los expertos del BCE basados en datos procedentes de Haver Analytics.

Notas: La muestra de economías avanzadas incluye: Australia, Canadá, la zona del euro, Japón, Nueva Zelanda, Suecia, Suiza, Reino Unido y Estados Unidos. El agregado es una media ponderada de los ratios de inversión empresarial de los distintos países, en la que se han utilizado ponderaciones del PIB en términos de paridad del poder adquisitivo, variables en el tiempo. Las zonas sombreadas reflejan un indicador combinado correspondiente a los períodos de recesión en la zona del euro (Centre for Economic Policy Research) y en Estados Unidos (National Bureau for Economic Research). La última observación corresponde al primer trimestre de 2017.

Los factores considerados generalmente como posibles determinantes de la inversión a nivel macroeconómico son cuatro: las expectativas de demanda, las condiciones financieras, la incertidumbre y las perturbaciones de oferta⁹.

Desde la crisis financiera estos factores han centrado el debate sobre la inversión desde un punto de vista tanto teórico como empírico. Las duras condiciones financieras y las perturbaciones de demanda negativas se consideran perjudiciales para la inversión empresarial¹⁰. Concretamente, un debilitamiento de las perspectivas económicas globales suele traducirse en una reducción de la rentabilidad de la inversión, frenando así la formación de capital nuevo y retrasando la sustitución de capital más antiguo. Es posible que la incertidumbre también haya afectado de forma persistentemente negativa a la inversión empresarial¹¹. Por último, las perturbaciones de oferta negativas inesperadas, como la caída de la productividad del trabajo en los distintos países, podrían rebajar las expectativas de beneficios futuros y reducir la actividad inversora.

⁹ Se utiliza un modelo de panel de vectores autorregresivos bayesianos, que permite reflejar la heterogeneidad entre países, y se realizan estimaciones para Canadá, Japón, Reino Unido y Estados Unidos. Las variables incluyen la incertidumbre, medida por la dispersión de las expectativas de crecimiento de los expertos en previsión económica; las condiciones financieras, los índices de condiciones financieras basados en los tipos de interés a corto y a largo plazo, y los precios de las acciones; el crecimiento esperado, y la evolución de los precios. Las perturbaciones estructurales se identifican por medio de restricciones de ceros, de signo y de magnitud.

¹⁰ Dado que las variables financieras y la incertidumbre están estrechamente correlacionadas, se utilizan restricciones de magnitud relativa para identificar las perturbaciones estructurales significativas.

¹¹ Para consultar un análisis más detallado de los efectos sobre la inversión empresarial en relación con Estados Unidos, véase N. Bloom, «The impact of uncertainty shocks», *Econometrica*, vol. 77, 2009.

Los patrones que sigue la inversión después de las diversas perturbaciones consideradas son confirmados empíricamente por las funciones de impulso-respuesta.

Las principales conclusiones, basadas en el modelo utilizado, señalan que las perturbaciones relacionadas con la incertidumbre tienen un efecto persistentemente negativo, con forma de «U» invertida, sobre la ratio de inversión empresarial en relación con el PIB¹², que el deterioro de la demanda esperada y el aumento de las restricciones financieras reducen el gasto en inversión, y que la mayor productividad genera un incremento continuo de la inversión empresarial. En los distintos países, los factores de demanda han sido los que más han contribuido a la inversión, representando más de la mitad de la varianza en Estados Unidos, el Reino Unido y Japón, mientras que en Canadá solo contribuyeron en torno al 40 % (después de 16 trimestres). El segundo determinante más importante son los factores de oferta (en Estados Unidos y en el Reino Unido), la incertidumbre (Canadá) y los factores financieros (Japón).

Durante la Gran Recesión los factores de demanda negativos fueron claramente los que más contribuyeron a la desaceleración de la inversión empresarial en la muestra de países analizados; sin embargo, en el período posterior a la crisis, la evolución de los distintos países ha sido más heterogénea (véase gráfico B)¹³.

En 2012, las ratios de inversión en Estados Unidos habían vuelto a su tendencia y fluctuaron en torno a ese nivel a partir de entonces. El modelo indica que una menor demanda negativa, la menor incertidumbre y las favorables condiciones financieras contribuyeron a la recuperación. No obstante, en 2015, la inversión se debilitó de nuevo, como resultado, en parte, de la caída de los precios del petróleo y su fuerte impacto sobre la inversión en el sector de petróleo no convencional en Estados Unidos. En Japón, la recuperación estuvo impulsada principalmente por las condiciones financieras más positivas, asociadas a la expansión monetaria, y por las expectativas de demanda menos negativas. En cambio, en Canadá, la ratio de inversión se recuperó rápidamente tras la Gran Recesión y superó los niveles tendenciales hasta la segunda mitad de 2014. El modelo sugiere que la inversión empresarial se vio estimulada por las perspectivas positivas de demanda, la reducida incertidumbre y unas condiciones financieras favorables, con el apoyo de la sólida evolución de los precios de las materias primas. La caída de estos precios en 2015 se tradujo en un acusado descenso de la inversión empresarial, que se agravó posteriormente por la mayor incertidumbre y el endurecimiento de las condiciones financieras. Sin embargo, la ratio de inversión del Reino Unido se mantuvo mayormente por debajo de sus niveles de largo plazo. El modelo sugiere que las perturbaciones negativas de oferta y de demanda contrarrestaron con creces las condiciones financieras ligeramente favorables y el apoyo proporcionado por un entorno de escasa incertidumbre. Más recientemente, en la segunda mitad de 2016, la ratio de inversión registró un descenso debido al incremento de la incertidumbre tras el resultado del referéndum del Reino Unido sobre su pertenencia a la Unión Europea. A comienzos de 2017, las ratios de

¹² Estos resultados empíricos están en consonancia con las estimaciones disponibles de cada país y la teoría económica.

¹³ Los resultados son robustos frente a diferentes indicadores de incertidumbre (incertidumbre de política económica), factores de demanda y financieros (incluidos indicadores de opinión y de actividad) e indicadores de precios (precios industriales).

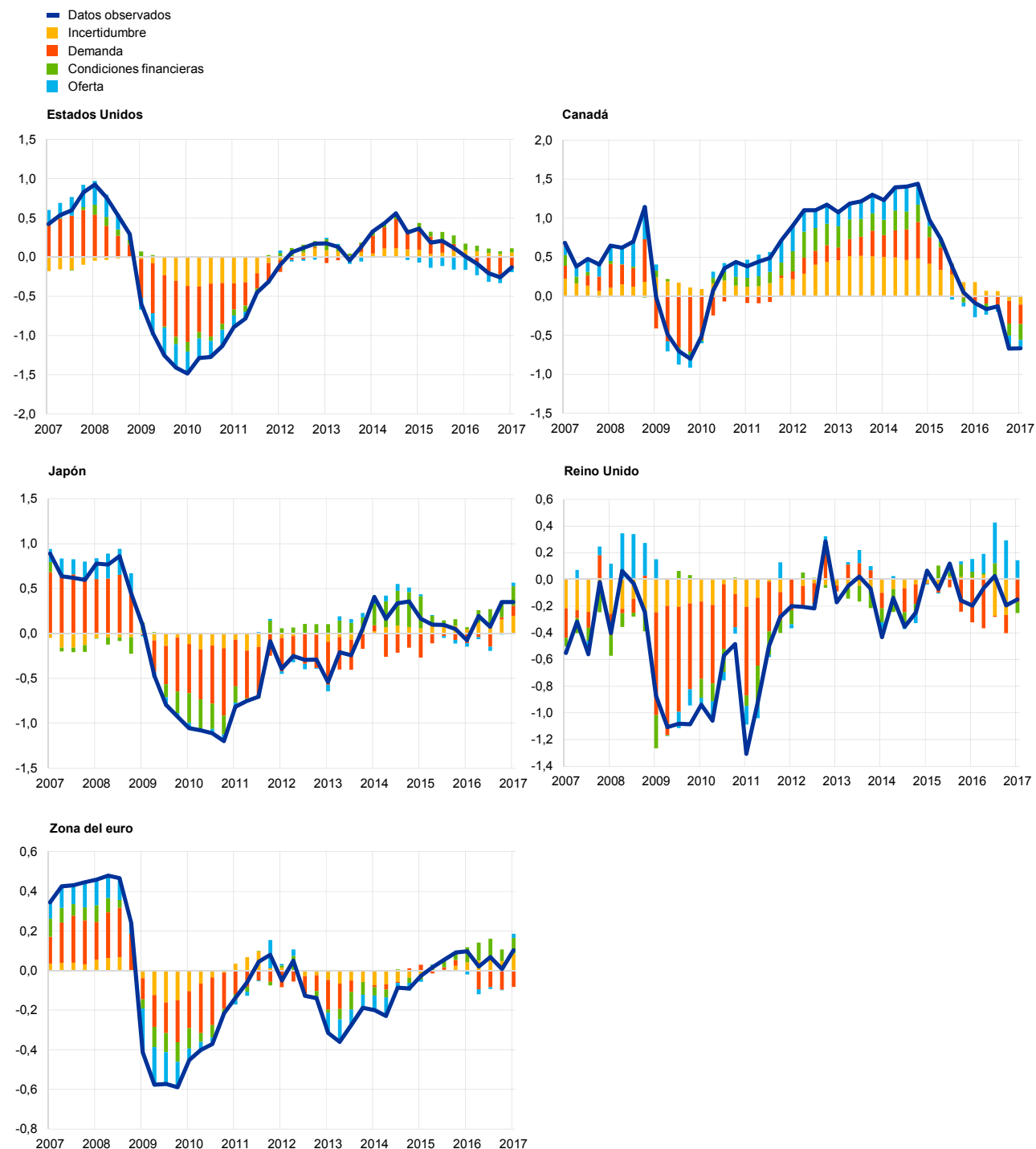
inversión se situaron en torno a los niveles tendenciales en Estados Unidos y el Reino Unido y por encima de dichos niveles en Japón, mientras que en Canadá la brecha de inversión fue negativa.

Si se amplía el análisis a la zona del euro, se confirma que los factores de demanda son los principales causantes de la desaceleración de la inversión empresarial después de la crisis financiera. Sin embargo, a diferencia de lo sucedido en otras economías avanzadas, la recuperación de la ratio de inversión se vio interrumpida cuando se intensificó la crisis de la deuda soberana, lo que generó nuevas perturbaciones de demanda negativas y persistentes, además de una incertidumbre económica negativa y perturbaciones financieras hasta principios de 2015. A comienzos de 2017, la ratio de inversión de la zona del euro se situaba algo por encima de los niveles tendenciales, impulsada por las favorables condiciones financieras y la menor incertidumbre.

Gráfico B

Descomposición histórica de la ratio de inversión sobre el PIB

(porcentaje y contribución; desviación con respecto a la tendencia; datos trimestrales)



Fuente: Cálculos de expertos del BCE.

Nota: La última observación corresponde al primer trimestre de 2017.

De cara al futuro, la mejora general de la confianza de las empresas observada en los últimos meses, conjugada con unas perspectivas mundiales más positivas, debería respaldar la recuperación de la inversión empresarial en las economías avanzadas. Además, los indicadores que miden la incertidumbre, como la dispersión de las expectativas de crecimiento de los expertos en previsión económica, han ido disminuyendo desde el inicio de 2017. Asimismo, la estabilización de los precios de las materias primas debería reactivar la inversión por parte de sus productores.

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

En este recuadro se describen las operaciones de política monetaria del BCE realizadas durante el tercer y cuarto periodos de mantenimiento de reservas de 2017, comprendidos entre el 3 de mayo y el 13 de junio y entre el 14 de junio y el 25 de julio de 2017, respectivamente. Durante este período, los tipos de interés aplicados a las operaciones principales de financiación (OPF), a la facilidad marginal de crédito y a la facilidad de depósito se mantuvieron sin variación en el 0,00 %, el 0,25 % y el -0,40 %, respectivamente.

Paralelamente, el Eurosistema continuó adquiriendo valores públicos, bonos garantizados, bonos de titulización de activos y bonos corporativos como parte de su programa ampliado de compra de activos (APP, en sus siglas en inglés), estando previsto realizar compras mensuales por importe de 60 mm de euros, en promedio.

Necesidades de liquidez

En el período de referencia, las necesidades de liquidez diarias del sistema bancario, definidas como la suma de los factores autónomos y las exigencias de reservas, se situaron, en promedio, en 1.168,7 mm de euros, lo que representa un incremento de 82,5 mm de euros con respecto al período de referencia anterior (es decir, el primer y segundo período de mantenimiento de 2017). Las mayores necesidades de liquidez fueron atribuibles casi exclusivamente al aumento de 80,6 mm de euros registrado en la media de los factores autónomos netos, que alcanzaron la cifra récord de 1.046,3 mm de euros durante el período analizado, mientras que las exigencias de reservas mínimas se incrementaron solo marginalmente, en 2 mm de euros, hasta situarse en 122,5 mm de euros.

El crecimiento observado en los factores autónomos agregados fue resultado, principalmente, del aumento de los factores de absorción de liquidez. Los depósitos de las Administraciones Públicas fueron los que más contribuyeron, con un incremento de 25,6 mm de euros, hasta situarse en 196,7 mm de euros, en promedio, en el período analizado. Otros factores autónomos también registraron un ascenso, de 22,5 mm de euros, y se situaron, en promedio, en 720,5 mm de euros. La demanda media de billetes aumentó en 16,6 mm de euros, hasta los 1.131,2 mm de euros, lo que refleja en gran medida la demanda estacional adicional durante los meses de verano.

Por su parte, los factores autónomos de inyección de liquidez disminuyeron durante el período considerado, como resultado del descenso continuado de los activos netos denominados en euros y una ligera caída de los activos exteriores netos. Los activos netos denominados en euros cayeron, en promedio, 15,4 mm de euros en relación con el período de referencia anterior, hasta situarse en 332,4 mm de euros, debido principalmente a la disminución de los activos

financieros mantenidos por el Eurosistema con fines distintos de la política monetaria. Además, los pasivos mantenidos por instituciones oficiales extranjeras en los bancos centrales nacionales aumentaron, lo que redujo aún más el efecto neto de inyección de liquidez de este factor autónomo. El promedio de activos exteriores netos disminuyó marginalmente, en 0,5 mm de euros, hasta situarse en 670 mm de euros.

Cuadro A

Situación de liquidez del Eurosistema

	3 de mayo de 2017 a 25 de julio de 2017		25 de enero de 2017 a 2 de mayo de 2017		Cuarto período de mantenimiento		Tercer período de mantenimiento	
Pasivo – Necesidades de liquidez (medias; mm de euros)								
Factores autónomos de liquidez	2.048,3	(+64,6)	1.983,7	2.071,6	(+46,6)	2.025,0	(+10,2)	
Billetes en circulación	1.131,2	(+16,6)	1.114,6	1.136,3	(+10,3)	1.126,0	(+7,7)	
Depósitos de las AAPP	196,7	(+25,6)	171,1	229,8	(+66,2)	163,6	(-18,3)	
Otros factores autónomos	720,5	(+22,5)	698,0	705,5	(-29,9)	735,4	(+20,8)	
Cuentas corrientes	1.174,0	(+153,0)	1.021,0	1.169,2	(-9,5)	1.178,7	(+97,6)	
Instrumentos de política monetaria	717,0	(+81,9)	635,1	717,9	(+1,9)	716,0	(+45,4)	
Exigencias de reservas mínimas	122,5	(+2,0)	120,5	122,6	(+0,3)	122,3	(+1,7)	
Facilidad de depósito	594,5	(+79,9)	514,6	595,3	(+1,6)	593,7	(+43,8)	
Operaciones de ajuste de absorción de liquidez	0,0	(+0,0)	0,0	0,0	(+0,0)	0,0	(+0,0)	
Activo – Oferta de liquidez (medias; mm de euros)								
Factores autónomos de liquidez	1.002,4	(-15,9)	1.018,3	983,3	(-38,2)	1.021,5	(+6,7)	
Activos exteriores netos	670,0	(-0,5)	670,5	656,9	(-26,2)	683,1	(+4,5)	
Activos netos denominados en euros	332,4	(-15,4)	347,8	326,4	(-11,9)	338,4	(+2,2)	
Instrumentos de política monetaria	2.814,7	(+313,4)	2.501,3	2.853,1	(+76,8)	2.776,3	(+144,8)	
Operaciones de mercado abierto	2.814,5	(+313,5)	2.501,0	2.852,9	(+76,8)	2.776,1	(+144,9)	
Operaciones de subasta	779,0	(+124,4)	654,6	776,8	(-4,3)	781,1	(+55,2)	
OPF	11,5	(-12,2)	23,8	9,4	(-4,3)	13,7	(-4,8)	
OFPM a tres meses	6,1	(-2,1)	8,2	6,7	(+1,2)	5,5	(-1,9)	
Operaciones TLTRO-I	21,1	(-11,4)	32,5	20,5	(-1,2)	21,7	(-4,8)	
Operaciones TLTRO-II	740,2	(+150,1)	590,1	740,2	(+0,0)	740,2	(+66,7)	
Carteras en firme	2.035,5	(+189,1)	1.846,4	2.076,1	(+81,1)	1.995,0	(+89,7)	
Primer programa de adquisiciones de bonos garantizados	8,0	(-2,3)	10,3	7,7	(-0,6)	8,3	(-1,3)	
Segundo programa de adquisiciones de bonos garantizados	5,5	(-0,9)	6,4	5,3	(-0,4)	5,7	(-0,3)	
Tercer programa de adquisiciones de bonos garantizados	221,3	(+8,1)	213,3	223,3	(+3,9)	219,4	(+4,1)	
Programa para los mercados de valores	98,3	(-1,2)	99,5	98,2	(-0,2)	98,4	(-0,8)	
Programa de compras de bonos de titulación de activos	24,0	(+0,2)	23,8	24,2	(+0,5)	23,7	(-0,4)	
Programa de compras de valores públicos	1.585,6	(+163,6)	1.422,0	1.619,7	(+68,1)	1.551,5	(+78,0)	
Programa de compras de bonos corporativos	92,8	(+21,7)	71,1	97,7	(+9,8)	87,9	(+10,4)	
Facilidad marginal de crédito	0,2	(-0,1)	0,3	0,2	(+0,0)	0,2	(-0,1)	
Otra información relativa a la liquidez (medias; mm de euros)								
Necesidades de liquidez agregadas	1.168,7	(+82,5)	1.086,2	1.211,3	(+85,0)	1.126,2	(+5,1)	
Factores autónomos ¹	1.046,3	(+80,6)	965,7	1.088,6	(+84,7)	1.003,9	(+3,5)	
Exceso de liquidez	1.645,8	(+231,0)	1.414,8	1.641,6	(-8,3)	1.649,9	(+139,8)	
Evolución de los tipos de interés (medias, porcentajes)								
OPF	0,00	(+0,00)	0,00	0,00	(+0,00)	0,00	(+0,00)	
Facilidad marginal de crédito	0,25	(+0,00)	0,25	0,25	(+0,00)	0,25	(+0,00)	
Facilidad de depósito	-0,40	(+0,00)	-0,40	-0,40	(+0,00)	-0,40	(+0,00)	
Eonia	-0,358	(-0,004)	-0,354	-0,359	(-0,002)	-0,357	(-0,002)	

Fuente: BCE.

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

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

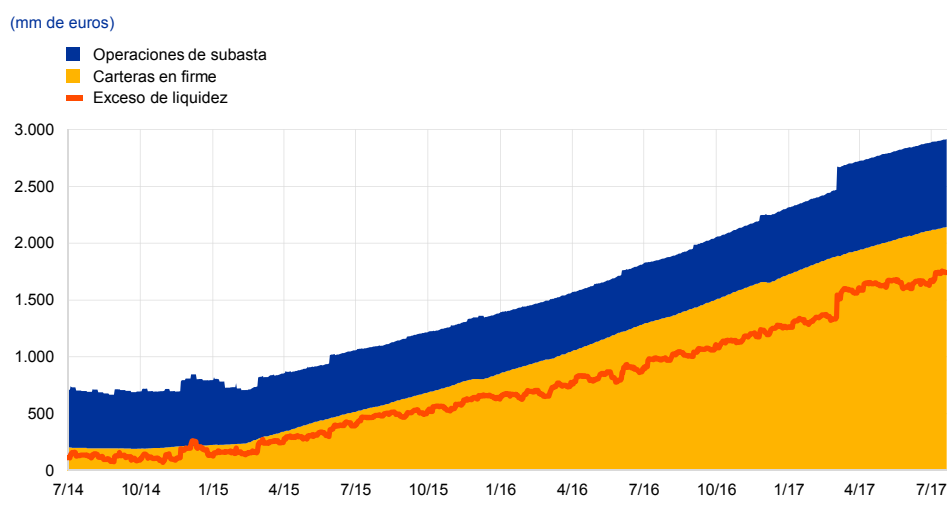
La volatilidad de los factores autónomos se mantuvo en niveles elevados y prácticamente no varió con respecto al período de referencia anterior. La volatilidad reflejó, principalmente, las fluctuaciones de los depósitos de las Administraciones Públicas y de los activos netos denominados en euros.

Liquidez inyectada mediante operaciones de mercado abierto

El volumen medio de liquidez proporcionado a través de las operaciones de mercado abierto —operaciones de subasta y compras en firme en el marco del APP— se incrementó en 313,5 mm de euros, hasta situarse en 2.814,5 mm de euros (véase gráfico A). Este ascenso se debió, principalmente, al APP del BCE y a la cuarta operación de financiación a plazo más largo con objetivo específico (TLTRO, en sus siglas en inglés) de la segunda serie de operaciones TLTRO (TLTRO-II), que se liquidó por un importe de 233,4 mm de euros el 29 de marzo de 2017.

Gráfico A

Evolución de las operaciones de mercado abierto y exceso de liquidez



Fuente: BCE.

La liquidez media proporcionada mediante operaciones de subasta se incrementó en 124,4 mm de euros, hasta situarse en 779 mm de euros. Este ascenso puede atribuirse, en gran medida, a la liquidez inyectada mediante la cuarta TLTRO-II, que, a diferencia de lo ocurrido en el período de referencia anterior, se refleja íntegramente en la situación de liquidez media del período actual analizado. El saldo vivo medio de las TLTRO aumentó en 138,7 mm de euros, debido al efecto neto de la liquidación de la cuarta TLTRO-II y de los reembolsos anticipados voluntarios de la financiación obtenida en las operaciones TLTRO-I. La liquidez media inyectada por las OPF y las OFPML a tres meses se redujo en 12,2 mm de euros y en 2,1 mm de euros, respectivamente.

La liquidez proporcionada a través de las carteras en firme mantenidas por el Eurosistema con fines de política monetaria aumentó en 189,1 mm de euros, hasta situarse, en promedio, en 2.035,5 mm de euros, debido a la continuación

de las compras en el marco del APP. La liquidez media inyectada a través del programa de compras de valores públicos (PSPP, en sus siglas en inglés), del tercer programa de adquisiciones de bonos garantizados, del programa de compras de bonos de titulización de activos y del programa de compras de bonos corporativos se incrementó, en promedio, en 163,6 mm de euros, 8,1 mm de euros, 0,2 mm de euros y 21,7 mm de euros, respectivamente. La amortización de bonos de la cartera del programa para los mercados de valores y de los dos programas de adquisiciones de bonos garantizados anteriores ascendió a 4,4 mm de euros en total.

Exceso de liquidez

Como consecuencia de la evolución detallada anteriormente, el exceso medio de liquidez en el período analizado aumentó en 231 mm de euros en comparación con el período de referencia anterior y se situó en 1.645,8 mm de euros (véase gráfico). Como ya se ha señalado, este incremento refleja en gran medida la liquidez proporcionada mediante el APP a un ritmo de 60 mm de euros al mes, así como los 233,4 mm de euros adjudicados en la cuarta TLTRO-II, que se vio contrarrestada en cierto modo por las mayores necesidades de liquidez derivadas de los factores autónomos. Si se considera solamente el período de referencia, un análisis más detallado muestra que el exceso de liquidez aumentó en 139,8 mm de euros en el tercer período de mantenimiento, como consecuencia de la liquidez proporcionada por la cuarta TLTRO-II y las compras efectuadas en el marco del APP. Sin embargo, en el cuarto período de mantenimiento dicho exceso disminuyó ligeramente, en 8,3 mm de euros, dado que la liquidez inyectada mediante las compras del APP se vio contrarrestada con creces por el aumento del efecto de absorción de liquidez de los factores autónomos y por la reducción de la financiación adjudicada en las OPF y las OFPML a tres meses, como se ha indicado previamente.

El mayor exceso de liquidez obedeció a un incremento de 153 mm de euros en los saldos medios en cuenta corriente, que se situaron en 1.174 mm de euros en el período analizado, mientras que el recurso medio a la facilidad de depósito registró un ascenso de 79,9 mm de euros y se situó en 594,5 mm de euros.

Evolución de los tipos de interés

Los tipos de interés del mercado monetario a un día se mantuvieron próximos al tipo aplicado a la facilidad de depósito, mientras que en el segmento de operaciones con garantía algunos tipos aplicados en determinadas cestas de activos de garantía cayeron por debajo de ese nivel. En el mercado de operaciones sin garantías, el eonia (índice medio del tipo de interés del euro a un día) se situó, en promedio, en el -0,358 %, ligeramente por debajo de un nivel medio del -0,354 % en el período de referencia anterior. El eonia fluctuó dentro de una banda relativamente estrecha, con un máximo del -0,331 % antes del lunes de Pentecostés, a principios de junio de 2017, y un mínimo histórico del -0,373 %

inmediatamente después. Asimismo, en el mercado de operaciones con garantías, los tipos *repo* medios a un día del mercado GC Pooling descendieron ligeramente, hasta situarse en el $-0,433\%$ para la cesta estandarizada de activos de garantía, lo que supone una disminución de 0,001 puntos porcentuales en relación con el período anterior, mientras que en el caso de la cesta ampliada estos tipos *repo* se situaron en el $-0,401\%$, que representa un incremento de 0,002 puntos porcentuales con respecto al período anterior.

El descenso registrado al final del segundo trimestre de 2017 en los tipos *repo* principales fue relativamente moderado en comparación con el observado tanto a finales de 2016 como a finales del primer trimestre de 2017, lo que sugiere que los participantes en los mercados han adoptado prácticas más eficientes en la gestión de activos de garantía. Asimismo, esta evolución también indica los efectos positivos del uso de efectivo como garantía en las operaciones de préstamo de valores efectuadas en el marco del PSPP.

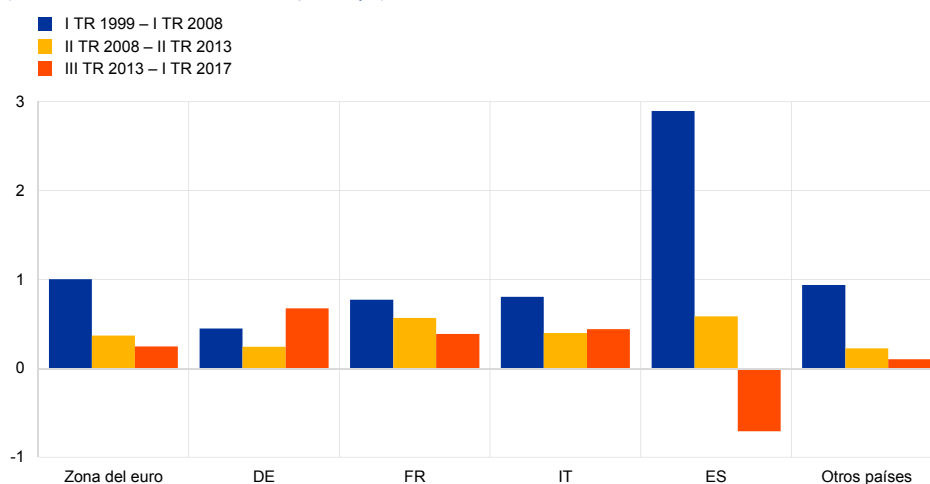
Evolución reciente de la oferta de trabajo en la zona del euro

La evolución de la oferta de trabajo determina de forma importante la recuperación económica y el crecimiento a más largo plazo. Por el lado estructural, la oferta de trabajo puede contribuir significativamente al crecimiento potencial, mientras que, desde una perspectiva cíclica, tiene un impacto directo en el empleo y el paro. Además, no solo influye el tamaño de la población activa, sino también su composición. La oferta de trabajo de la zona del euro ha estado aumentando durante un prolongado período de tiempo pero, aunque esta tendencia se ha mantenido durante la reciente fase de recuperación, su tasa de crecimiento se ha moderado en comparación con el período anterior a la crisis y con el período de crisis (véase gráfico A). En este recuadro se examinan los factores que explican el incremento de la oferta laboral durante la recuperación económica y la moderación de su ritmo de crecimiento, así como los cambios en su composición.

Gráfico A

Tasa de crecimiento media de la población activa en la zona del euro y en sus principales países

(tasas medias de crecimiento interanual; porcentajes)



Fuentes: Cuentas nacionales y estadísticas coyunturales de Eurostat.

Nota: La población activa se define como la suma del número de empleados según las cuentas nacionales y del número de desempleados.

Aunque la oferta de trabajo en la zona del euro continúa al alza, su ritmo de crecimiento se ha moderado en la última década. Inmediatamente después de la Gran Recesión, la tasa de crecimiento media de la población activa se redujo en los principales países de la zona del euro con respecto al período anterior a la crisis. Esta moderación continuó en el período de recuperación (entre el tercer trimestre de 2013 y el primer trimestre de 2017), con la notable excepción de Alemania, donde el crecimiento de la población activa se aceleró y sus tasas actuales superan las registradas en la fase de expansión anterior a la crisis. El debilitamiento de la población activa fue más drástico en España, debido principalmente al efecto del cambio de los flujos migratorios. Antes de la crisis, España registraba una significativa afluencia neta de inmigrantes, que se revirtió tras el acusado

incremento de la tasa de desempleo del país. Esto tuvo un gran impacto negativo tanto en la población en edad de trabajar como en la oferta de trabajo en España, y también se hizo notar en la dinámica de la oferta laboral de la zona del euro. No obstante, en el conjunto de la zona, la inmigración ha contribuido de forma positiva y considerable a la población en edad de trabajar durante la fase de recuperación, que refleja, sobre todo, la afluencia de trabajadores procedentes de los nuevos Estados miembros de la Unión Europea. A su vez, es probable que esta inmigración haya tenido asimismo un impacto significativo en la población activa, sobre todo en Alemania e Italia, pero también en algunas de las economías más pequeñas de la zona del euro.

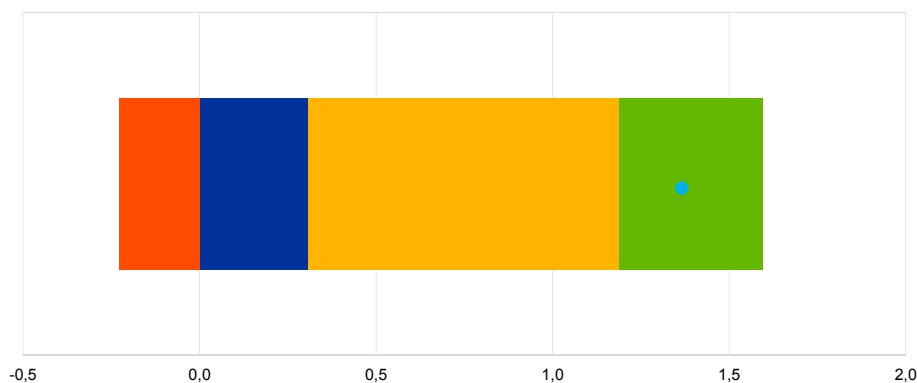
Desde el comienzo de la recuperación, el aumento de la tasa de actividad ha sido un determinante muy importante del crecimiento de la población activa (véase gráfico B). La variación de la población activa puede descomponerse en la aportación procedente de los cambios registrados en la población en edad de trabajar (15-64), por una parte, y en la tasa de actividad, por otra. La desaceleración del crecimiento de la oferta de trabajo con respecto al período anterior a la crisis refleja una moderación del crecimiento tanto de la población en edad de trabajar como de la tasa de actividad, aunque la contribución de ambos componentes continuó siendo positiva durante la recuperación. Sin embargo, el avance de la tasa de actividad ha sido el que más ha contribuido al crecimiento de la población activa.

Gráfico B

Descomposición de la variación acumulada de la población activa desde el segundo trimestre de 2013

(puntos porcentuales)

- Por cambio de la población en edad de trabajar
- Por cambio de las tasas de actividad de los grupos de edad
- Por cambio en la composición por edades de la población en edad de trabajar
- Otros
- Variación total



Fuente: Eurostat, *Labour Force Survey*.

Notas: Grupo de edades comprendidas entre los 15 y los 64 años. Datos sin desestacionalizar. La variación de la población activa puede desglosarse en los cambios en la población en edad de trabajar y los cambios en la tasa de participación. Estos últimos pueden descomponerse, a su vez, en variaciones en el tamaño relativo de los grupos de edad de la población y variaciones en las tasas de actividad de los distintos grupos de edad. Para los cálculos se han utilizado grupos quinquenales de edad. El concepto «Otros» incluye otros cambios de composición, por ejemplo, por género.

La población activa de la zona del euro está envejeciendo, y más personas se mantienen económicamente activas hasta una edad más avanzada. La

proporción de personas con edades comprendidas entre los 50 y los 64 años dentro de la población activa de entre 15 y 64 años ha aumentado del 30 % al 32 %

durante la fase de recuperación, tras haber registrado una tendencia al alza durante un período más largo¹⁴. Dado que este grupo de edad ha tenido tradicionalmente unas tasas de actividad relativamente bajas, cabría esperar que su mayor porcentaje de la población redujera la tasa de actividad total de la población activa. Sin embargo, las tasas de actividad se han incrementado en el colectivo con edades comprendidas entre los 50 y los 64 años en los últimos cuatro años (entre el segundo trimestre de 2013 y el primer trimestre de 2017, la tasa de actividad aumentó en 0,7 puntos porcentuales, 3,8 puntos porcentuales y 7,6 puntos porcentuales en los grupos de edad de 50-54 años, 55-59 años y 60-64 años, respectivamente), impulsadas por el aumento de la edad de jubilación en la mayoría de los países, así como por otros factores, como el mayor nivel de educación de la población (que se analiza más adelante). Todos estos factores están elevando la tasa de actividad total, contrarrestando lo que sería el impacto negativo del cambio en la composición por edades (véase la barra roja del gráfico B). Además, la menor proporción en la población del colectivo con edades comprendidas entre 15 y 24 años también ha contribuido a impulsar la tasa de actividad total, dado que la tasa de actividad de este grupo de edad suele ser relativamente baja. Sin embargo, este efecto positivo de la composición se ha visto compensado en parte por el descenso de la tasa de participación de este grupo desde 2008.

Manteniendo una tendencia de largo plazo, el aumento de la población activa durante la recuperación económica ha estado determinado por la participación de las mujeres. Aunque la proporción cada vez más elevada de los grupos de edades más avanzadas es una característica de ambos géneros, en el caso de las mujeres, el crecimiento de la tasa de actividad durante el período de recuperación ha sido mayor, y el descenso de la población de entre 25 y 54 años, menor (véase gráfico C). La creciente tasa de actividad de las mujeres y la diferente participación femenina con respecto a la masculina se explican, en gran medida, por la distinta evolución de los niveles educativos de los hombres y las mujeres. La proporción de mujeres con educación terciaria en la población en edad de trabajar es superior a la de los varones¹⁵, y, además, ha aumentado de forma más acusada en la última década, tanto en el grupo de entre 25 y 54 años como en el grupo de más edad, y es un determinante importante de la mayor participación femenina en la población activa¹⁶.

¹⁴ El aumento tendencial de las generaciones de más edad refleja el hecho de que la generación del *baby boom* ha llegado a estas categorías de edad y la proporción de generaciones más jóvenes ha disminuido. Véase «Population structure and ageing», Eurostat Statistics Explained, Eurostat, junio de 2017, disponible en <http://ec.europa.eu/eurostat>.

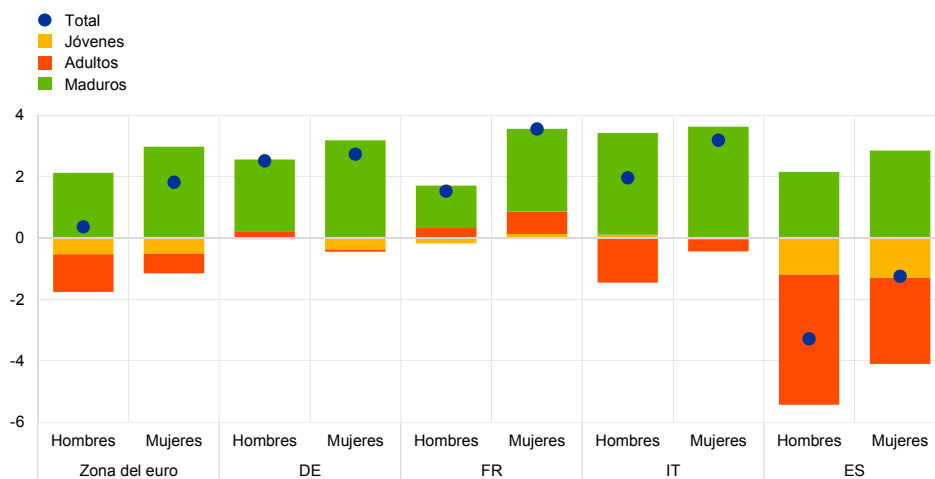
¹⁵ En la población en edad de trabajar, la proporción de personas con educación terciaria solo es menor en el colectivo de mujeres que en el de hombres en el grupo de edades comprendidas entre 55 y 64 años, aunque la diferencia entre ambos géneros se ha ido reduciendo considerablemente en la última década.

¹⁶ Véase O. Thévenon, «Drivers of Female Labour Force Participation in the OECD», *OECD Social, Employment and Migration Working Papers*, n.º 145, OCDE, 2013, disponible en <http://www.oecd-ilibrary.org>.

Gráfico C

Descomposición de la variación acumulada de la población activa por género y edad en la zona del euro y en sus principales países durante la recuperación económica (entre el segundo trimestre de 2013 y el primer trimestre de 2017)

(porcentajes de la población activa en el segundo trimestre de 2013)



Fuente: *Labour Force Survey*.

Notas: Jóvenes: entre 15 y 24 años; adultos: entre 25 y 54 años; maduros: entre 55 y 64 años. Datos sin desestacionalizar.

Los efectos cíclicos han contribuido a que las tasas de participación femenina y masculina en el grupo de edades comprendidas entre 25 y 54 años evolucionen de forma divergente.

La tasa de actividad de los hombres en este grupo de edad ha ido disminuyendo desde el comienzo de la crisis, probablemente como consecuencia del descenso cíclico del empleo en sectores y puestos en los que tradicionalmente dominaban los varones (en particular, la construcción y los trabajos físicos de baja cualificación)¹⁷. La reciente moderación de esta tasa de retroceso durante el período de recuperación refleja la mejora de la situación del mercado de trabajo en estos sectores con predominio masculino. Al mismo tiempo, la tasa de participación femenina puede haberse visto afectada a lo largo del ciclo económico por el «efecto del trabajador adicional» —la tendencia de que las mujeres entren en el mercado laboral cuando su cónyuge pierde su empleo o se retira de la actividad—. Este efecto del trabajador adicional puede haber adquirido especial relevancia dado el fuerte impacto de la crisis en la renta (y la riqueza) y, por tanto, es probable que haya influido en el crecimiento de la participación femenina durante la crisis en varios países de la zona del euro¹⁸. Más recientemente, durante la fase de recuperación, la tasa de participación de las mujeres de entre 25 y 54 años ha ido aumentando a un ritmo más lento que antes, lo que, de nuevo, puede reflejar el hecho de que, con el ascenso del empleo masculino, se ha reducido la

¹⁷ Véase S. Black, J. Furman, E. Rackstraw y N. Rao, «The long-term decline in US prime-age male labour force participation», VOX, CEPR's Policy Portal, Centre for Economic Policy Research, 2016, disponible en <http://voxeu.org>, donde se explican las razones de la menor participación masculina del colectivo de entre 25 y 54 años en Estados Unidos. En la zona del euro pueden existir factores similares. Entre los principales países de la zona, durante la crisis, las tasas de actividad de los hombres en este intervalo de edad disminuyeron en mayor medida en Italia, pero también se observó cierta moderación en Alemania y Francia (en este último, incluso antes de la crisis).

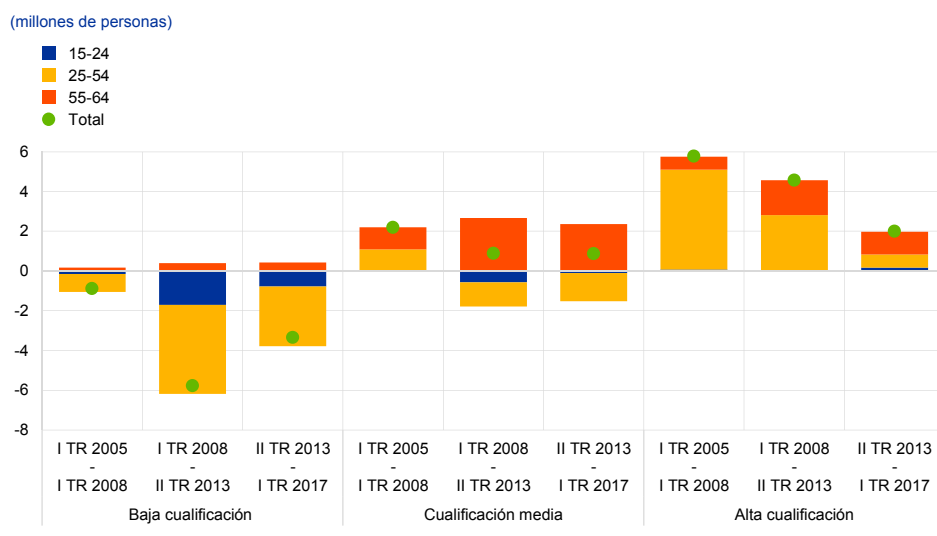
¹⁸ Véase un análisis del efecto del trabajador adicional en los países europeos en A. Ried y F. Schoiswohl, «Is there an added worker effect? – European labor supply during the crisis», *Focus on European Economic Integration*, n.º Q4/15, Oesterreichische Nationalbank, 2015.

necesidad de que las mujeres accedan al mercado de trabajo únicamente para mantener la renta familiar.

La composición de la población activa, por nivel de cualificación, está cambiando debido a factores de carácter estructural. Durante la recuperación, el aumento de la población activa ha estado dominado por las personas con un elevado nivel de cualificación. La composición de la población activa está cambiando claramente a más largo plazo, con un incremento del número de personas altamente cualificadas, mientras que el número de trabajadores que únicamente han cursado educación primaria o inferior se ha ido reduciendo desde el segundo trimestre de 2013. La cantidad de trabajadores con un nivel de cualificación medio solo ha crecido de forma moderada, ya que las personas con este nivel de cualificación han aumentado en las categorías de más edad y han descendido en el segmento de edades comprendidas entre 25 y 54 años (véase gráfico D). Todos estos cambios obedecen, principalmente, a la evolución de la composición de la población por nivel educativo.

Gráfico D

Composición de la variación de la población activa de la zona del euro antes de la crisis, durante la crisis y durante la recuperación, por edad y nivel educativo



Fuente: *Labour Force Survey*.

Notas: Grupo de edades comprendidas entre 15 y 64 años. Baja cualificación: nivel inferior a educación primaria, educación primaria y educación secundaria obligatoria (niveles 0-2); cualificación media: bachillerato y educación postsecundaria no terciaria (niveles 3 y 4); alta cualificación: educación terciaria. Datos sin desestacionalizar.

En conjunto, aunque el ritmo de crecimiento se ha moderado, la oferta de trabajo ha seguido aumentando durante el periodo de recuperación, como consecuencia, en gran medida, de factores estructurales. El incremento de las tasas de actividad de las generaciones de más edad es el principal factor que explica los recientes aumentos, aunque la creciente participación de las mujeres también ha contribuido positivamente. Sin embargo, el cambio en la composición por edades de la población activa y la menor participación de los hombres de entre 25 y 54 años y de los jóvenes han contribuido negativamente a la oferta de trabajo. Por último, el crecimiento de la población activa se ha visto impulsado por las personas con alta cualificación, mientras que la oferta de trabajadores con baja

calificación ha disminuido. Esta evolución sigue tendencias de más largo plazo, mientras que el ciclo económico ha tenido un impacto menor en la oferta de trabajo. La mayor contribución de los grupos de más edad, de las mujeres y de las personas altamente cualificadas a la oferta laboral también se refleja en la nueva composición del empleo. Asimismo, hay margen para aplicar políticas que aumenten la oferta de trabajo, como confirma también la heterogeneidad de las tasas de actividad en los distintos países de la zona del euro. Entre ellas podrían incluirse la flexibilización de las jornadas laborales, sistemas tributarios que incentiven la participación de los segundos perceptores de renta, la disponibilidad de servicios de atención infantil asequibles y de calidad, y políticas de formación y reciclaje adaptadas a las necesidades del mercado laboral.

La reducción del desempleo desde una perspectiva histórica

En este recuadro se examinan las condiciones macroeconómicas y estructurales que han dado lugar a reducciones sustanciales del desempleo desde una perspectiva histórica. La muestra analizada incluye a todos los países de la OCDE durante los últimos 35 años. Mediante la comparación de las características de estas experiencias históricas con las de los países de la zona del euro actualmente en recuperación y con abundante creación de empleo es posible extraer conclusiones que pueden ser de utilidad en el análisis de la evolución futura del desempleo.

En consonancia con la literatura, en este recuadro se define un episodio de reducción sustancial del desempleo como aquel que cumple las tres condiciones siguientes: 1) la tasa de paro se reduce al menos 3 puntos porcentuales transcurridos tres años desde que dicha tasa alcanzara un máximo; 2) la disminución de la tasa de paro en un período de tres años es, como mínimo, del 25 % de la tasa inicial; 3) al cabo de cinco años, la tasa de paro continúa por debajo de la registrada al comienzo del episodio¹⁹.

Al aplicar estas tres condiciones a la Unión Europea (UE) y a otros países de la OCDE durante el período 1980-2015 se pueden identificar 25 episodios de reducciones sustanciales del desempleo. En estos 25 episodios, el nivel inicial de desempleo se situaba, en promedio, en el 13,4 %; al cabo de tres años había disminuido 4,5 puntos porcentuales, lo que representaba un 35 % de la tasa de paro inicial, y, transcurridos cinco años, esta tasa se había reducido casi a la mitad (véase cuadro). En los países de la zona del euro, la mayor parte de estos episodios comenzaron a mediados de los años noventa²⁰. En la primera mitad de esa década, la tasa de paro alcanzó máximos históricos y en Europa el crecimiento no fue acompañado de creación de empleo. El período comprendido entre la segunda mitad de los años noventa y principios de la década de 2000 coincidió con el de mayor intensidad de reformas en los mercados de trabajo y de productos. Este mayor impulso reformista estuvo inducido no solo por la elevada tasa de paro, sino también, muy probablemente, por la introducción del euro y el proceso de integración de la UE²¹.

En la actualidad, cinco países de la zona del euro parecen cumplir los criterios anteriormente mencionados (véase cuadro)²². Estos países son Irlanda, España, Chipre, Portugal y Eslovaquia. Otros países con altos niveles de

¹⁹ C. Freund y B. Rijkers adoptaron un enfoque similar en «Episodes of unemployment reduction in rich, middle-income and transition economies», *Journal of Comparative Economics*, vol. 42(4), diciembre de 2014, pp. 907-923.

²⁰ Los países de la zona del euro en los que se registraron episodios de reducción del desempleo a partir de mediados de la década de los noventa son Irlanda (1993-1998), Países Bajos (1995-2000), Finlandia (1995-2000) y España (1996-2001).

²¹ Véase, por ejemplo, A. Dias da Silva, A. Givone y D. Sondermann, «When do countries implement structural reforms?», *Working Paper Series*, n.º 2078, BCE, junio de 2017.

²² Como los episodios actuales de reducción del desempleo comenzaron en 2013, las proyecciones de la Comisión Europea de junio de 2017 para los años 2017 y 2018 se han utilizado para evaluar el cumplimiento del tercer criterio.

desempleo y en los que actualmente se observan reducciones del desempleo son Grecia, Italia y Eslovenia. No obstante, todavía no cumplen estos tres criterios, ya que Italia y Eslovenia no satisfacen ninguno de ellos, mientras que Grecia puede considerarse en el límite, porque solo incumple el segundo criterio, es decir, una disminución que, como mínimo, represente el 25 % de la tasa de paro inicial al cabo de tres años.

Cuadro

Episodios actuales de reducciones sustanciales del desempleo

	Inicio del episodio	Tasa de paro inicial (porcentaje)	Reducción de la tasa de paro al cabo de tres años (puntos porcentuales)	Reducción de la tasa de paro al cabo de tres años (porcentaje)	Reducción de la tasa de paro al cabo de cinco años (puntos porcentuales)
Media histórica	-	13,4	4,5	35	6,2
Irlanda	2012	14,7	5,3	36	8,3
<i>episodio anterior</i>	1993	15,6	3,9	25	8,1
España	2013	26,1	6,5	25	10,2
<i>episodio anterior</i>	1996	19,9	6,3	32	9,3
Chipre	2014	16,1	4,4	27	5,5*
Portugal	2013	16,4	5,2	32	7,2
<i>episodio anterior</i>	1985	9,8	3,1	32	4,2
Eslovaquia	2013	14,2	4,5	32	6,6
<i>episodio anterior</i>	2004	18,3	7,1	39	6,2
Pro memoria:					
Grecia	2013	27,5	3,9	14	-5,9
Italia	2014	12,7	1,2	9	1,4*
Eslovenia	2013	10,1	2,1	21	3,8
Zona del euro	2013	12,0	2,1	17	3,2

Fuente: Cálculos de expertos del BCE basados en datos de la Comisión Europea.

Notas: *Datos desde cuatro años antes del inicio de la reducción del desempleo. La media histórica se refiere a una media simple de 25 episodios identificados en 41 países de la UE y la OCDE entre 1980 y 2010.

Las condiciones macroeconómicas y estructurales imperantes al comienzo de los episodios de reducciones sustanciales del desempleo eran muy diferentes de las existentes en los casos en los que no se produjeron tales reducciones.

En el gráfico A se comparan las características macroeconómicas y estructurales de los 25 episodios de reducciones significativas del desempleo con las de un grupo de países en los que no se produjeron estos episodios, pese a que, en el último grupo, la tasa de paro era, como mínimo, tan alta como la tasa media del primer grupo al inicio del episodio.

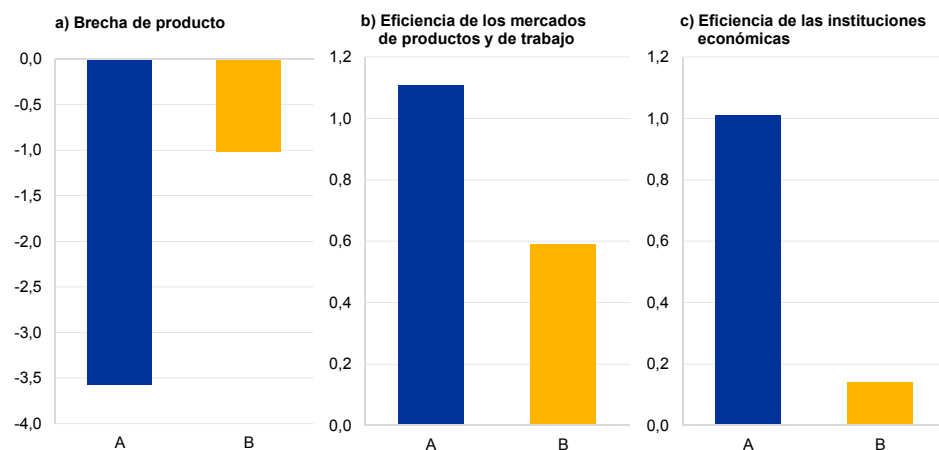
En general, el comienzo de un episodio de reducción sustancial del desempleo suele coincidir con una considerable atonía de la economía. El panel (a) del gráfico A muestra que los países que están experimentando un episodio de disminución significativa del desempleo tienen una brecha de producción negativa más pronunciada que los países en los que la tasa de paro continúa siendo elevada.

Los episodios de reducciones sustanciales del desempleo se producen cuando se dispone de estructuras e instituciones más eficientes.

La comparación del grupo de países en los que se registra una disminución significativa del paro con el grupo que no experimenta tal reducción muestra que el segundo se caracteriza por tener unas estructuras/instituciones económicas considerablemente más débiles, a tenor de la eficiencia del mercado de productos y la eficiencia general de las instituciones económicas [véanse los paneles (b) y (c) del gráfico A]. Esto parece sugerir que los episodios de reducción satisfactoria del desempleo se producen cuando las condiciones estructurales, incluida la normativa sobre los mercados de productos y de trabajo y la calidad general de las instituciones, son más sólidas.

Gráfico A

Comparación de las características macroeconómicas y estructurales de países con niveles elevados de desempleo que registraron una reducción sustancial del paro (A) con las de países que no experimentaron tal reducción (B)



Fuente: Cálculos de expertos del BCE basados en datos de Eurostat.

Notas: «A» se refiere a observaciones sobre países con una tasa media de paro superior al 13 % seguida de una reducción sustancial del desempleo. «B» se refiere a observaciones sobre países con una tasa media de paro superior al 13 % que no va seguida de una reducción sustancial del desempleo. El umbral del 13 % está relacionado con la tasa media de paro al inicio de episodios de reducción sustancial del desempleo (véase cuadro).

La evolución de las variables macroeconómicas y estructurales

fundamentales en torno a episodios históricos de reducción del desempleo puede arrojar más luz sobre los patrones de reducción del paro. El gráfico B

muestra la evolución de la tasa de paro, del crecimiento del PIB, de la remuneración por asalariado y de la orientación de las reformas²³ en los países en los que se han registrado reducciones sustanciales del desempleo en comparación con la media de

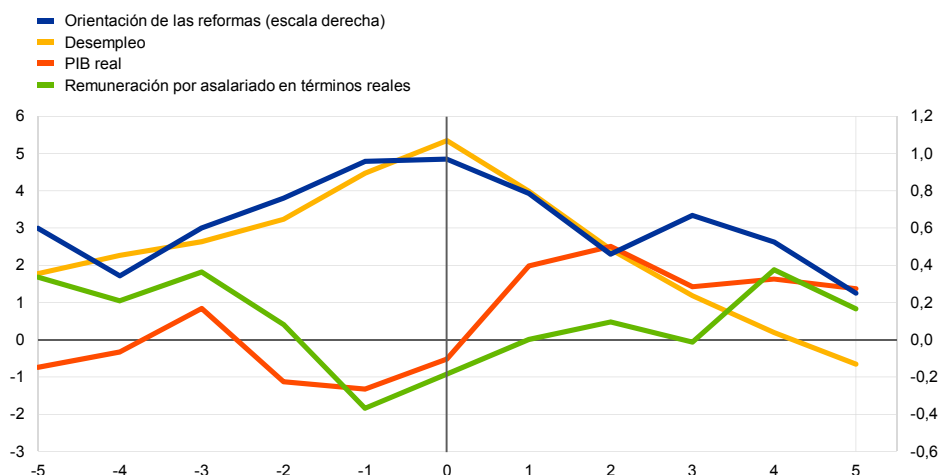
²³ La orientación de las reformas se calcula utilizando la variación de los indicadores de la OCDE relativos a la legislación sobre protección del empleo y de regulación de las industrias de red, es decir, energía, transporte y comunicaciones (ETCR, en sus siglas en inglés), y una medida del grado de centralización de la negociación salarial, elaborada por el Fraser Institute. Las variaciones de estas series se utilizan como una variable para aproximar las reformas de los mercados de trabajo y de productos, que probablemente tengan un impacto en la demanda y la oferta de empleo y, por tanto, en la tasa de desempleo. La atención se centra en las reformas relativamente importantes, que se definen como reformas que superan dos desviaciones típicas de la variación del indicador de todas las observaciones de cada serie. Al indicador de la orientación de las reformas se le otorga un valor de 0 si no se realizan reformas importantes, 1 si se aplica una reforma importante, 2 si se realizan reformas importantes en dos áreas y 3 si se emprenden reformas importantes en relación con los tres ámbitos.

la muestra²⁴. El gráfico pone de manifiesto que la remuneración por asalariado en términos reales se modera sensiblemente antes del inicio de un episodio de reducción sustancial del desempleo y que prácticamente no aumenta hasta transcurridos tres años desde el comienzo del episodio. El crecimiento del PIB disminuye notablemente en los dos años anteriores al episodio. Después de iniciarse el episodio de disminución significativa del desempleo, el PIB avanza de forma considerable durante el período de cinco años. Al margen del papel desempeñado por el ciclo económico, el mayor esfuerzo reformista está asociado a una disminución posterior de la tasa de paro (lo que puede observarse en el gráfico B), ya que el número de reformas alcanza un máximo antes de que comience el episodio de descenso del desempleo.

Gráfico B

Evolución de las variables macroeconómicas y de la orientación de las reformas antes y después de episodios de reducción sustancial del desempleo

[orientación de las reformas (índice 0-3, corregido por la media); tasa de paro (en porcentaje de la población activa, corregida por la media); PIB real (tasa de variación interanual, corregida por la media); remuneración por asalariado en términos reales (tasa de variación interanual, corregida por la media)]



Fuente: Cálculos de expertos del BCE basados en datos de Eurostat y de la OCDE.

Notas: «0» indica el inicio del episodio de reducción del desempleo. Todas las variables se han corregido por la media de la muestra de las observaciones de cada año. Tasa de paro expresada en porcentaje de la población activa. Crecimiento del PIB y remuneración por asalariado en términos reales expresados en tasas de crecimiento interanual. La orientación de las reformas se calcula como un índice entre 0 (no se han aplicado reformas) y 3, y se ha corregido por la media de la muestra de las observaciones de cada año. No se dispone de datos sobre variables estructurales con posterioridad a 2013.

En general, los anteriores análisis estáticos y dinámicos de episodios ocurridos en el pasado muestran que los factores estructurales son fundamentales para conseguir una disminución satisfactoria del desempleo.

Los episodios de reducción sustancial y sostenida del paro se han producido en un contexto de condiciones cíclicas favorables y de políticas salariales responsables, y después de realizar amplias reformas de los mercados de productos y de trabajo.

²⁴ Todas las variables se han corregido por la media para incluir perturbaciones conjuntas y tendencias temporales.

5 Necesidades de reformas estructurales en la zona del euro: información de una encuesta a grandes empresas

En este recuadro se resumen los resultados de una encuesta *ad hoc* del BCE sobre reformas estructurales en la zona del euro llevada a cabo entre las empresas líderes de la zona²⁵. En los últimos años, los responsables de la política económica han subrayado reiteradamente la importancia de las reformas estructurales como medio para incrementar la tasa de crecimiento potencial y reforzar la capacidad de resistencia de la economía de la zona del euro²⁶. Sin embargo, hasta ahora, los intentos de conocer la opinión de la comunidad empresarial sobre este tema han sido limitados. La encuesta perseguía tres objetivos: 1) obtener información sobre el impacto de las reformas aplicadas recientemente en la zona del euro y analizarlas desde una perspectiva empresarial; 2) entender los principales obstáculos percibidos a la aplicación de reformas, y 3) conocer las prioridades de reforma necesarias para avanzar en la mejora del entorno empresarial y de los mercados de trabajo de la zona del euro, así como para completar el mercado único europeo.

Se recibieron respuestas de unas 55 de las principales empresas no financieras de la zona del euro que operan en una amplia gama de sectores.

En general, los encuestados pertenecían a empresas líderes de sus sectores respectivos. En conjunto, las 55 empresas representan alrededor del 1 % del empleo total de la zona del euro. En términos de composición sectorial, unas 30 desarrollaban su actividad principalmente en el sector industrial (incluida la construcción), y 25 eran empresas de servicios. Alrededor de dos terceras partes se dedicaban fundamentalmente al suministro de productos y servicios entre empresas, mientras que la mayor parte del tercio restante eran empresas de productos y servicios a particulares.

La mayoría de las empresas indicó que las recientes reformas estructurales habían tenido una incidencia favorable en su actividad. Las valoraciones positivas estaban relacionadas principalmente con el efecto de las reformas del mercado de trabajo. Los encuestados destacaron, en particular, el impacto de las reformas emprendidas en 2012 en España²⁷, que han aumentado la flexibilidad del mercado laboral.

Más del 60 % de las empresas participantes en la encuesta consideró que el ritmo de implementación de las reformas durante el período 2013-2016 había sido «lento y fragmentado» (véase gráfico A). Algo más de una cuarta parte de

²⁵ La encuesta se envió en la primavera de 2017.

²⁶ Véanse, por ejemplo, M. Draghi, *Structural Reforms, Inflation and Monetary Policy*, discurso de apertura del Foro sobre banca central del BCE, Sintra, 22 de mayo de 2015; P. Praet, *The euro area economy, monetary policy and structural reforms*, intervención en la mesa redonda del Observatory Group, Nueva York, 18 de noviembre de 2016.

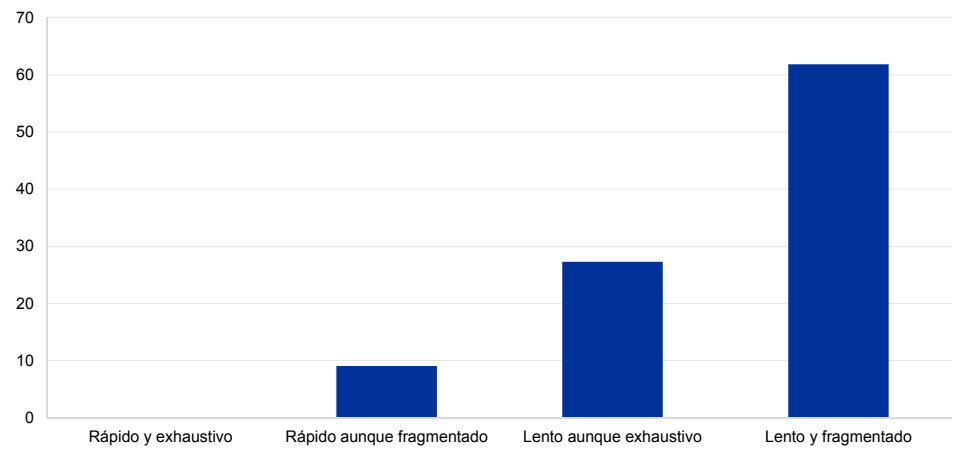
²⁷ En el caso de España, aproximadamente un tercio de las empresas encuestadas indicó que las reformas aplicadas desde 2008 habían tenido un impacto positivo sobre la inversión (en particular, incrementando el porcentaje de la inversión total destinado a investigación y desarrollo y, de este modo, mejorando el apoyo a la innovación). Al mismo tiempo, más del 40 % consideró que las reformas habían favorecido el crecimiento de la productividad, y casi el 40 % señaló que las reformas habían contribuido a un mayor avance del empleo, reduciendo los riesgos (y los costes) asociados a la contratación y ayudando a aumentar la flexibilidad salarial.

las empresas —pertenecientes a una amplia gama de sectores— respondió que la implementación había sido «lenta aunque exhaustiva». Una notable excepción fueron las empresas con intensa actividad en España, que tendieron a ser más positivas en este sentido. Sin embargo, en conjunto, solo un número reducido de empresas (que operan principalmente en el sector servicios) consideró que la aplicación de las reformas había sido «rápida», mientras que ninguno de los encuestados describió las reformas recientes como «rápidas y exhaustivas».

Gráfico A

Ritmo de implementación de las reformas (2013-2016)

(porcentaje de encuestados)



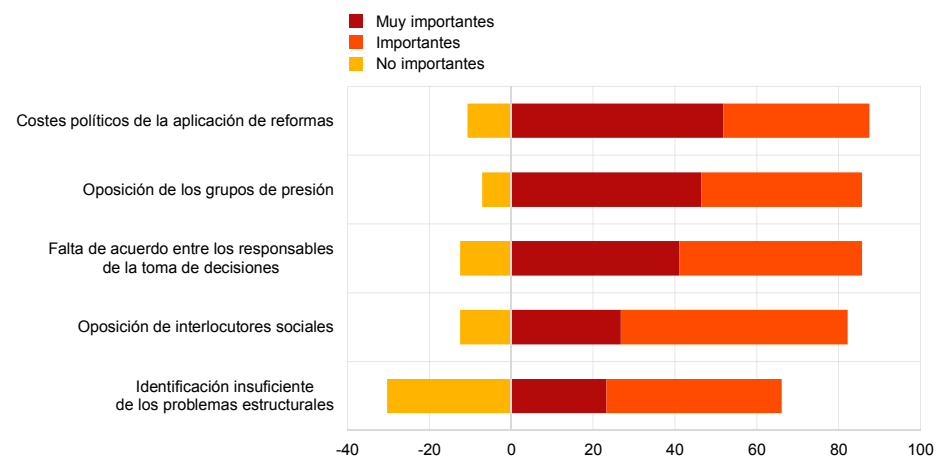
Fuentes: Encuesta sobre reformas estructurales del BCE y cálculos de los expertos del BCE.

Nota: Datos basados en las respuestas a la pregunta: «¿Cómo valoraría el ritmo de implementación de las reformas estructurales en los países de la zona del euro durante los tres últimos años?».

Gráfico B

Obstáculos al impulso reformista

(porcentaje de encuestados)



Fuentes: Encuesta sobre reformas estructurales del BCE y cálculos de los expertos del BCE.

Notas: Datos basados en las respuestas a la pregunta: «En su opinión, ¿cuáles son los obstáculos más importantes para la aplicación de reformas estructurales en la zona del euro?». Los porcentajes negativos se refieren a las respuestas en las que un factor se considera «No importante».

Los obstáculos a la realización de nuevas reformas (véase gráfico B) se atribuyeron principalmente a las restricciones políticas y a la oposición de los grupos de presión. Un número reducido de participantes en la encuesta consideró que el estancamiento de los esfuerzos reformistas se debía a una falta de claridad sobre las necesidades de reforma. En cambio, alrededor del 85 % de las empresas sugirieron que la aplicación de reformas se veía dificultada fundamentalmente por consideraciones políticas. La oposición de los «grupos de presión» y la falta de acuerdo entre los responsables de la toma de decisiones también ocuparon un lugar destacado como obstáculos a los esfuerzos de reforma (al menos el 40 % de los encuestados calificó estos obstáculos de «muy importantes»).

Al ser preguntadas por las necesidades de reforma actuales, las empresas subrayaron de forma sistemática que las reformas del mercado de trabajo eran el ámbito en el que la adopción de nuevas medidas resultaba más urgente, aunque también consideraron importante que se acometieran reformas adicionales en los mercados de productos y en el entorno empresarial. Este resultado refleja las clasificaciones sistemáticamente más altas alcanzadas por las variables relativas al mercado laboral, a las que se califica de «importantes» y «muy importantes», entre las respuestas a las preguntas habituales sobre las necesidades de reforma en tres áreas diferentes (culminación del mercado único europeo, entornos empresariales nacionales y mercados de trabajo), así como en las respuestas a una pregunta más abierta en la que los encuestados debían especificar cuáles eran, en su opinión, las reformas «más urgentes»²⁸.

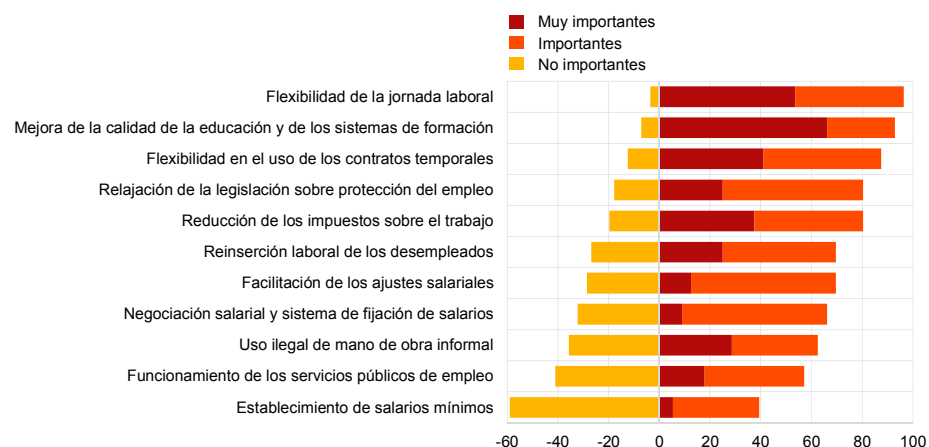
En cuanto al mercado de trabajo (véase gráfico C), las empresas manifestaron que habría que dar prioridad a las reformas encaminadas a seguir potenciando la «flexibilidad» de la mano de obra con esfuerzos a favor de un horario laboral más flexible, un uso más fácil de los contratos temporales, así como una legislación sobre protección del empleo menos restrictiva, constituyendo estas, tres de las cuatro prioridades fundamentales para al menos el 80 % de las empresas. Además, en torno al 50 % de los encuestados sugirió que las reformas encaminadas a aumentar la flexibilidad laboral probablemente tendrían el mayor impacto sobre los resultados empresariales —dada su relevancia para la recuperación de la competitividad y también porque permitirían a las empresas responder mejor a la creciente volatilidad de la demanda y a los cambios en sus patrones—.

²⁸ Los resultados están en consonancia con los de otras encuestas del BCE a grandes empresas, como se ha reflejado en números anteriores del Boletín Económico. Véanse, en particular, los recuadros titulados «¿Cuáles son las causas de la baja inversión en la zona del euro? Respuestas de una encuesta a grandes empresas de la zona» (número 8/2015) y «Patrones de la producción mundial desde una perspectiva europea: información de una encuesta a grandes empresas de la zona del euro» (número 6/2016).

Gráfico C

Necesidades de reforma del mercado de trabajo en la zona del euro

(porcentaje de encuestados; respuestas clasificadas según la calificación total)



Fuentes: Encuesta sobre reformas estructurales del BCE y cálculos de los expertos del BCE.

Notas: Datos basados en las respuestas a la pregunta «¿Cómo valora las necesidades de reforma del mercado de trabajo en los países de la zona del euro en su sector?». Los porcentajes negativos se refieren a las respuestas en las que un factor se considera «No importante».

Además, más del 90 % de las empresas destacaron las necesidades de reforma dirigidas a mejorar la calidad de la educación y los sistemas de formación. Este aspecto se consideró especialmente relevante a la luz de los cambios hacia competencias intensivas en conocimiento, de la digitalización y de los tradicionales déficits estructurales en competencias relacionadas con la ingeniería. Asimismo, la necesidad de reducir las cargas impositivas y sociales que gravan el trabajo se mencionó de manera generalizada entre las áreas en las que se consideraba importante acometer reformas adicionales, mientras que la necesidad de nuevas reformas en los sistemas de negociación salarial y en los procesos de fijación de los salarios (incluido el salario mínimo) se mencionaron con menos frecuencia.

Por lo que se refiere a las posibles prioridades de reforma para mejorar el entorno empresarial general (véase gráfico D), más del 90 % de las empresas también destacaron las reformas para reducir las cargas administrativas. De hecho, casi el 60 % indicó que era «muy importante» seguir trabajando en esta área²⁹. Los participantes en la encuesta indicaron que estas reformas probablemente contribuirían a reducir los costes administrativos de los proveedores, a reorientar los recursos hacia fines distintos de los procedimientos de cumplimiento y a acelerar la apertura de nuevos negocios³⁰. También se consideraron relevantes las restricciones en los sectores de red, ya que alrededor del 80 % de las empresas

²⁹ Tan solo las reformas para mejorar la calidad de la educación y de los sistemas de formación se consideraron más importantes.

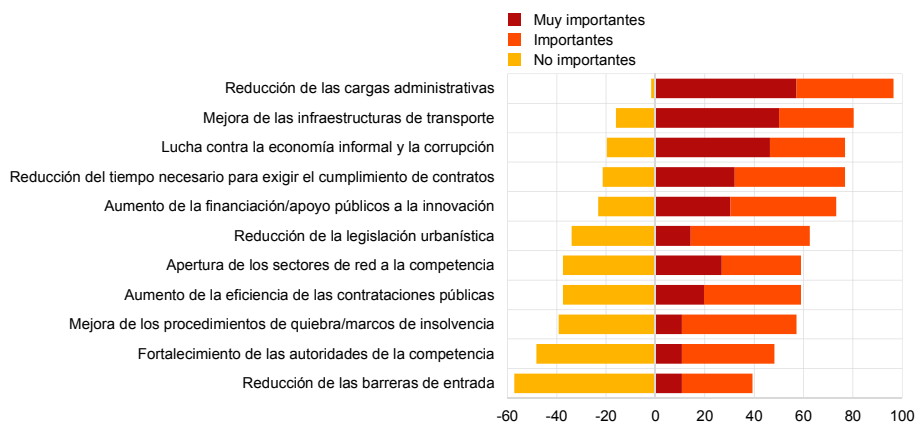
³⁰ Aunque es una opinión claramente minoritaria, uno de los encuestados indicó que, en su opinión, las cargas administrativas habían aumentado desde 2008. Al mismo tiempo, otros argumentaron que unas exigencias regulatorias y de presentación de información desproporcionadas pueden dificultar el cumplimiento o la supervisión por parte de las autoridades competentes.

subrayó la necesidad de nuevas mejoras en las infraestructuras de transporte³¹ y el 60 % puso de relieve la falta de competencia en los sectores de red.

Gráfico D

Necesidades de reforma del entorno empresarial en la zona del euro

(porcentaje de encuestados, respuestas clasificadas según la calificación total)



Fuentes: Encuesta sobre reformas estructurales del BCE y cálculos de los expertos del BCE.

Notas: Datos basados en las respuestas a la pregunta: «¿Cómo valora las necesidades de reforma estructural relacionadas con el entorno empresarial en los países de la zona del euro en su sector?». Los porcentajes negativos se refieren a las respuestas en las que un factor se considera «No importante».

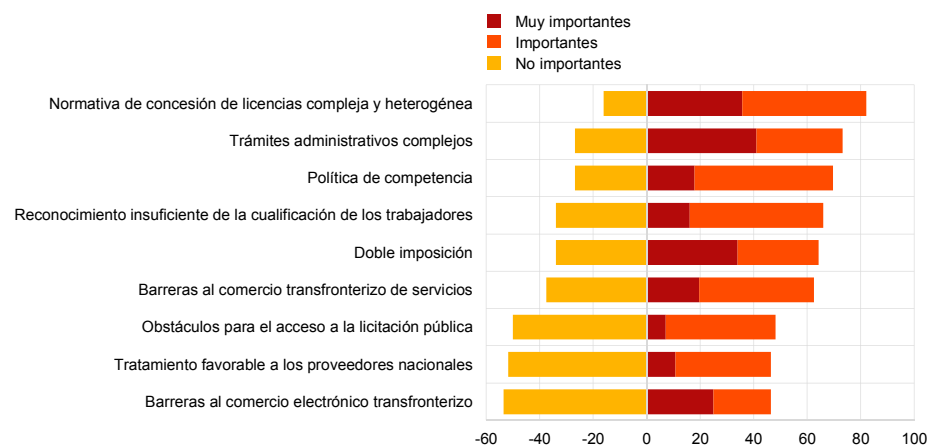
Asimismo, se destacaron las necesidades de reforma relacionadas con la culminación del mercado único (véase gráfico E). En torno al 80 % de los encuestados consideró necesario acometer reformas adicionales para abordar la complejidad y heterogeneidad de la normativa de concesión de licencias en los distintos países de la zona del euro y un 75 % indicó que seguían siendo precisas más reformas para reducir los trámites administrativos que impiden a las empresas operar en otros países de la zona. Las empresas señalaron que, incluso en la actualidad, hacer negocios con otros países dentro del mercado único es bastante complejo.

³¹ Las empresas señalaron que la mejora de la infraestructura de transporte ayudaría a reducir costes de la cadena de producción, impulsaría la inversión y el empleo y aumentaría los volúmenes de negocio.

Gráfico E

Necesidades de reforma relacionadas con la culminación del mercado único

(porcentaje de encuestados; respuestas clasificadas según la calificación total)



Fuentes: Encuesta sobre reformas estructurales del BCE y cálculos de los expertos del BCE.

Notas: Datos basados en las respuestas a la pregunta: «En su opinión, ¿cuáles de las siguientes necesidades de reforma relacionadas con la culminación del mercado único europeo dificultan la actividad transfronteriza en la zona del euro en su sector?». Los porcentajes negativos se refieren a las respuestas en las que un factor se considera «No importante».

También se puso de relieve la falta de armonización de las políticas tributarias.

Varias empresas sugirieron la necesidad de armonizar las políticas tributarias en todos los países de la UE en relación con el impuesto sobre sociedades, los impuestos locales y las cotizaciones sociales. Asimismo, se propuso un «enfoque europeo» más uniforme en relación con los precios de transferencia que sea aceptable para todas las autoridades fiscales europeas.

Los resultados de la encuesta sobre reformas estructurales del BCE de 2017 muestran un acuerdo considerable sobre la necesidad de acometer nuevas reformas en los mercados de trabajo nacionales, ponen de manifiesto algunas áreas importantes en las que se pueden realizar reformas adicionales para mejorar el entorno empresarial nacional y también revelan en qué ámbitos consideran las empresas que sigue siendo necesario realizar un esfuerzo mayor en apoyo del proceso de armonización en toda la UE. Desde una perspectiva de política económica, los resultados de la encuesta —incluidos los relativos a los principales obstáculos a la aplicación de reformas— parecen subrayar la necesidad de una mayor coordinación y supervisión nacional y supranacional de los procesos de reforma. Dado que existe un margen considerable para que las reformas estructurales impulsen el potencial de crecimiento económico de la zona del euro, es necesario prestar mayor atención a la implementación de reformas adicionales.

El papel de los efectos de comparación en la senda prevista de la inflación medida por el IAPC

Los efectos de comparación (o efectos base) tendrán un impacto considerable en la senda prevista de la inflación medida por el IAPC general en los próximos trimestres. De acuerdo con las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE para la zona del euro de septiembre de 2017, la inflación general seguiría una trayectoria en forma de «V» en los próximos trimestres y registraría un mínimo del 0,9 % en el primer trimestre de 2018³². Este perfil refleja esencialmente el impacto de los efectos de comparación sobre las tasas de variación interanual de los precios de la energía y de los alimentos no elaborados, que son los componentes más volátiles del IAPC.

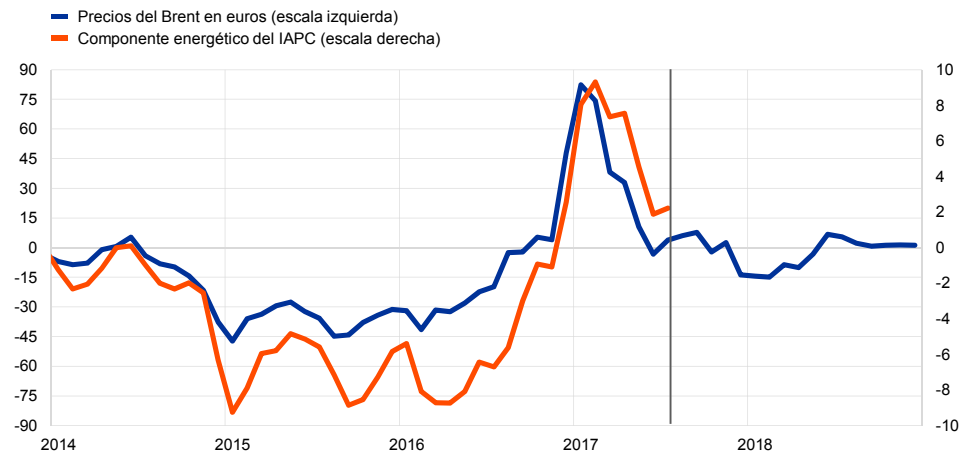
Las fuertes fluctuaciones de la tasa de variación interanual de los precios del petróleo se reflejarán en la inflación de la energía dentro de un año, suponiendo que se mantenga la senda actual de los precios de los futuros sobre el petróleo. Los precios del crudo aumentaron entre principios de 2016 y febrero de 2017, pero posteriormente descendieron hasta junio de 2017. Esta evolución conllevó significativos incrementos de la tasa de avance interanual de los precios del petróleo, seguidos de notables caídas, y ambos movimientos también tuvieron su reflejo en la dinámica del componente energético del IAPC (véase gráfico A). De cara al futuro y partiendo del supuesto de que los precios del crudo seguirán la senda estable y moderadamente ascendente que sugieren los precios de los futuros, los ritmos de variación interanual de los precios del petróleo y de la energía reflejarán, principalmente, las anteriores oscilaciones de los precios del petróleo. Así pues, el patrón de la tasa de avance interanual de los precios del petróleo (y, en consecuencia, de la energía) estará determinado por efectos de comparación, es decir, variaciones intermensuales «atípicas» del índice registradas doce meses antes.

³² Véase el artículo titulado «Proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE para la zona del euro de septiembre de 2017», publicado en el sitio web del BCE el 7 de septiembre de 2017.

Gráfico A

Precios del petróleo y de la energía

(tasas de variación interanual)



Fuente: Bloomberg y cálculos del BCE.

Nota: La línea vertical separa las tasas de variación interanual de los precios del petróleo calculadas a partir de los precios al contado de las calculadas sobre la base de los precios de los futuros del 14 de agosto de 2017, la fecha límite de recepción de los datos de los supuestos en los que se basan las «Proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE para la zona del euro de septiembre de 2017».

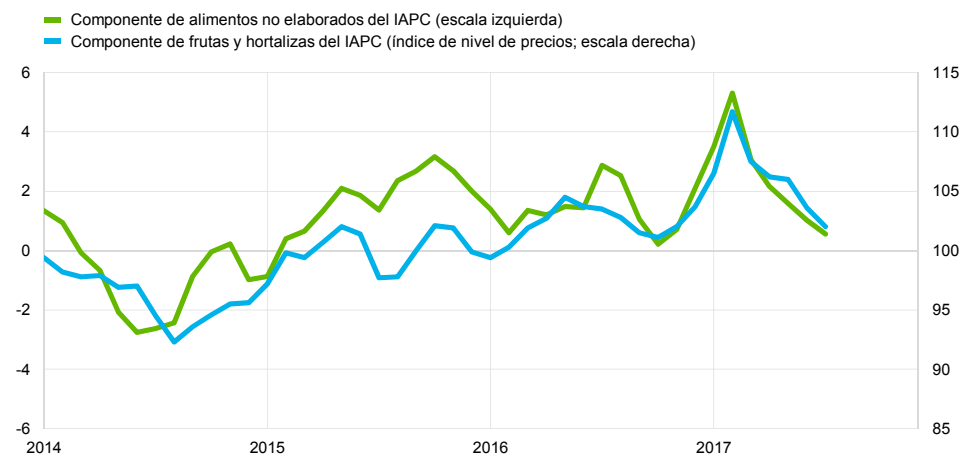
La tasa de variación de los precios de los alimentos no elaborados también registró un fuerte incremento transitorio en los primeros meses de 2017.

Esta aceleración reflejó la subida que experimentaron los precios de las frutas y hortalizas a finales de 2016 y principios de 2017 debido a las condiciones meteorológicas. Estos productos representan en torno al 40 % del componente de alimentos no elaborados (véase gráfico B). Como consecuencia de las acusadas variaciones de estos precios, el perfil de la inflación de los alimentos no elaborados también se verá afectado por efectos de comparación negativos, en particular en febrero de 2018.

Gráfico B

Tasas de variación de los precios de los alimentos no elaborados

(tasas de variación interanual; índice: 2015 = 100)



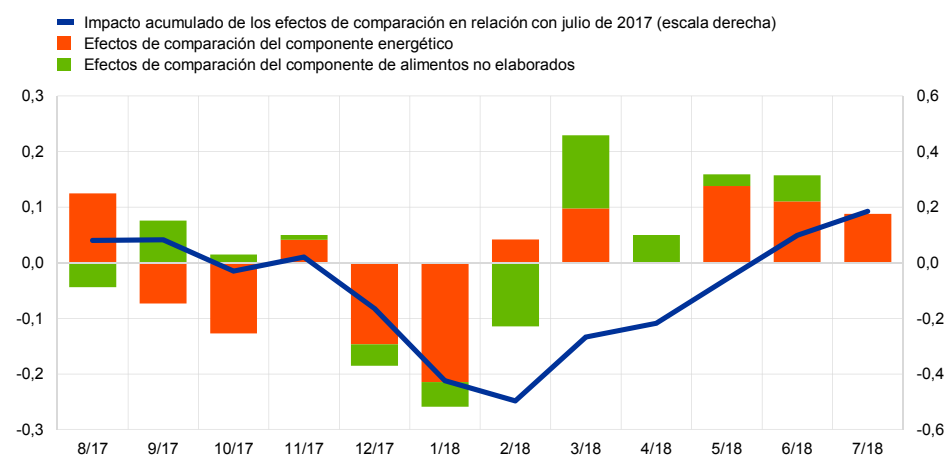
Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Como consecuencia de la combinación de los efectos de comparación derivados de los componentes energético y de alimentos no elaborados del IAPC, la inflación general se reducirá en el primer trimestre de 2018, pero se elevará en el siguiente. La cuantificación de los efectos de comparación lleva implícito un cierto grado de incertidumbre, dado que no hay un método único para calcular el impacto de una variación intermensual atípica. En análisis anteriores presentados en el Boletín del BCE, este impacto se ha calculado restando la variación intermensual observada del movimiento típico —es decir, un efecto estacional estimado y una «tendencia», cuantificada como la tasa media de variación intermensual desde mediados de los años noventa³³—. El gráfico C muestra la contribución estimada de los efectos de comparación de los componentes energético y de alimentos no elaborados a la variación intermensual de la tasa de inflación interanual medida por el IAPC que se registrará durante el resto de 2017 y en la primera mitad de 2018. Se estima que los efectos de comparación en el componente energético serán principalmente negativos hasta enero de 2018 y positivos a partir de entonces, mientras que, en el caso de los alimentos no elaborados, los efectos serán negativos de diciembre de 2017 a febrero de 2018 y positivos a partir de marzo de 2018. El impacto acumulado de estos efectos base en el IAPC general se muestra siempre en relación con un mes de referencia concreto. Por ejemplo, en relación con la tasa de inflación interanual de julio de 2017, el impacto negativo acumulado de estos efectos sobre la inflación medida por el IAPC general ascenderá a medio punto porcentual en febrero de 2018. Sin embargo, como los efectos de comparación serán positivos en los meses siguientes, el impacto acumulado sobre el IAPC general cambiará de signo y se situará en alrededor de 0,2 puntos porcentuales en julio de 2018 (véase gráfico C).

Gráfico C

Contribución de los efectos de comparación de la energía y de los alimentos no elaborados a la evolución de la inflación medida por el IAPC

(contribución en puntos porcentuales)



Fuente: Cálculos del BCE.

³³ Véase, por ejemplo, el recuadro titulado «Base effects from the volatile components of the HICP and their impact on HICP inflation in 2014», *Boletín Mensual*, BCE, febrero de 2014.

Aunque el perfil futuro de la inflación interanual medida por el IAPC se verá afectado por los efectos de comparación, también podría estar determinado, en buena medida, por un comportamiento inesperado de los precios. Al valorar el impacto de los efectos de comparación sobre la posible inflación de la energía, de los alimentos no elaborados y sobre el IAPC general en los próximos meses, se debe tener en cuenta, asimismo, que las futuras tasas de inflación interanual también dependerán, evidentemente, de las variaciones intermensuales observadas en los precios de la energía y de los alimentos no elaborados durante el período intermedio.

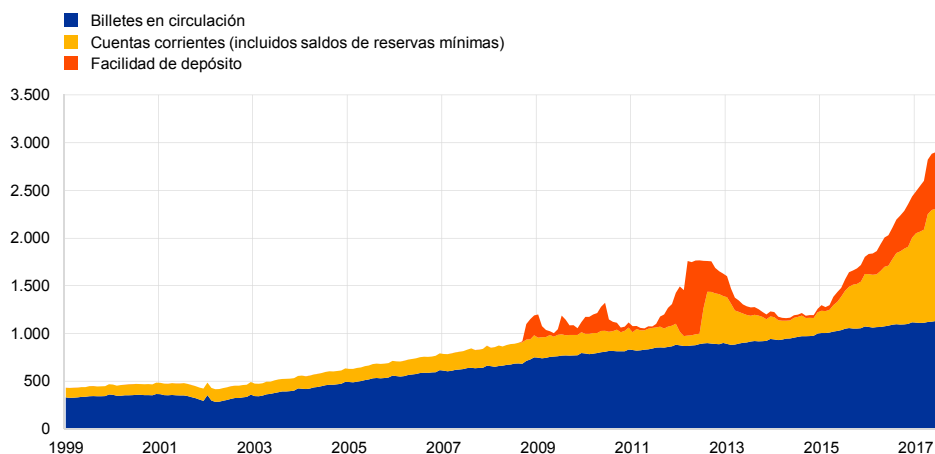
La base monetaria, el agregado monetario amplio y el APP

La significativa expansión de la base monetaria inducida por el programa de compra de activos (APP, en sus siglas en inglés) ha atraído una atención pública creciente. En este recuadro se describe la evolución reciente de la base monetaria³⁴ y se analiza hasta qué punto ha repercutido en el agregado monetario amplio³⁵.

En el período anterior a la crisis, la evolución de la base monetaria reflejó en gran medida las variaciones del efectivo en circulación y de las reservas obligatorias en el banco central (véase gráfico A). En los períodos en los que los mercados interbancarios funcionan con normalidad, el Eurosistema proporciona las reservas en euros que necesita el sistema bancario en su conjunto, que después se intercambian entre las entidades de crédito y, por tanto, se redistribuyen dentro del sistema bancario según se requiera. De este modo, el Eurosistema satisface de manera eficaz la demanda agregada de reservas en el banco central con niveles muy limitados de exceso de reservas. Por consiguiente, en el período previo a la crisis, la evolución de la base monetaria de la zona del euro fue principalmente un reflejo de los cambios en el efectivo en circulación y en las reservas obligatorias.

Gráfico A Base monetaria

(saldos en mm de euros)



Fuente: BCE.

Nota: La última observación corresponde a agosto de 2017.

³⁴ La base monetaria está constituida por los billetes en circulación, los depósitos que las entidades de crédito están obligadas a mantener en sus cuentas corrientes en el Eurosistema para cubrir las exigencias de reservas mínimas (reservas obligatorias en el banco central) y los depósitos de elevada liquidez que las entidades de crédito mantienen en el Eurosistema por encima del nivel de reservas obligatorias (exceso de reservas en el banco central y recurso a la facilidad de depósito).

³⁵ El agregado monetario amplio (M3) está formado por pasivos muy líquidos de las IFM de la zona del euro mantenidos por el sector tenedor de dinero (esto es, entidades distintas de IFM residentes en la zona del euro, excepto la Administración Central): efectivo en circulación, depósitos a la vista, depósitos a plazo hasta dos años, depósitos disponibles con preaviso hasta tres meses, cesiones temporales, participaciones en fondos del mercado monetario y valores representativos de deuda hasta dos años de las IFM. Desde la perspectiva del análisis monetario, el agregado monetario amplio es importante porque está asociado a los recursos totales disponibles en la economía para la adquisición de bienes, servicios y activos no monetarios, así como para gastos de inversión.

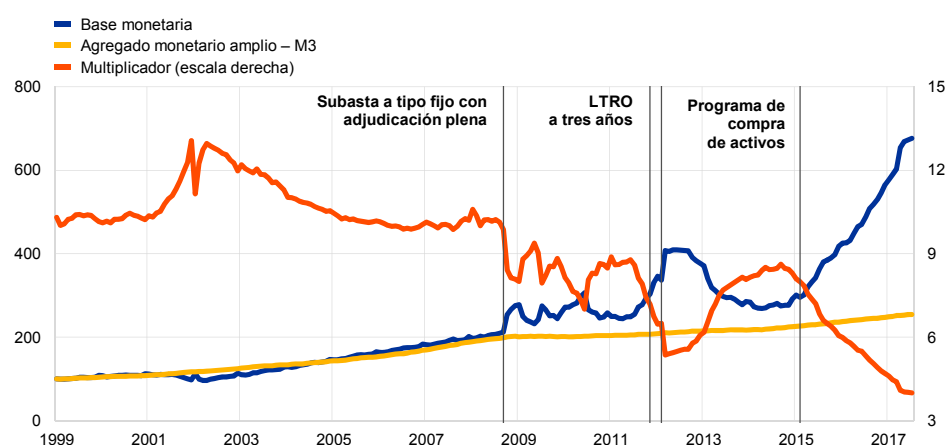
Con anterioridad a la crisis financiera, la evolución de la base monetaria y la del agregado monetario amplio siguieron tendencias similares (véase gráfico B). El

crecimiento de la base monetaria de la zona del euro reflejaba el del agregado monetario amplio, ya que, en ese período, la provisión de reservas del banco central estuvo impulsada por la demanda, es decir, determinada por el efectivo en circulación y por la evolución de las exigencias de reservas de las entidades de crédito, que a su vez dependían de la dinámica de sus pasivos a corto plazo (depósitos y valores representativos de deuda con vida residual de hasta dos años). En consecuencia, el multiplicador monetario (la ratio entre el agregado monetario amplio y la base monetaria) era bastante estable.

Gráfico B

La base monetaria y el multiplicador monetario

(escala izquierda: índice: 1999 = 100; escala derecha: multiplicador monetario)



Fuente: BCE.

Notas: El multiplicador monetario es la ratio entre el agregado monetario amplio y la base monetaria. La última observación corresponde a julio de 2017.

Desde la crisis financiera, la base monetaria ha estado determinada de manera creciente por las operaciones de política monetaria del Eurosistema. En

consonancia con las respuestas de los principales bancos centrales a la crisis financiera, el volumen de operaciones de política monetaria realizadas por el Eurosistema aumentó de manera sustancial a partir de 2007 y en particular con posterioridad a septiembre de 2008. En una situación de mal funcionamiento de los mercados monetarios y de tensiones de liquidez en los balances de las entidades de crédito, el Eurosistema suministró reservas del banco central a cada entidad de contrapartida de manera elástica a un nivel bastante por encima de la demanda agregada del sistema bancario mediante subastas a tipo de interés fijo con adjudicación plena. Además, en 2009 se puso en marcha el primer programa de compras en firme de bonos garantizados (CBPP1, en sus siglas en inglés). El consiguiente aumento del exceso de liquidez del banco central quedó reflejado en una expansión significativa de la base monetaria (véase gráfico A). El volumen de operaciones de política monetaria se incrementó de nuevo de forma pronunciada en el segundo semestre de 2011, principalmente como consecuencia de las dos operaciones especiales de financiación a plazo más largo (VLTRO, en sus siglas en inglés) con vencimiento a tres años realizadas en diciembre de 2011 y febrero de

2012 y, en menor medida, de las adquisiciones en firme de valores en el marco del CBPP2. Como consecuencia de estas operaciones, el exceso de reservas y, por tanto, la base monetaria volvieron a aumentar considerablemente.

Desde la introducción de medidas no convencionales, el agregado monetario amplio ha dejado de reflejar la evolución de la base monetaria. Desde 2008, las tendencias observadas en la base monetaria y en el agregado monetario amplio se han desligado, ya que la expansión de la base monetaria resultante de las medidas no convencionales no ha respaldado una tendencia al alza similar en las tenencias de efectivo fuera del sector bancario. En un contexto de considerable fragmentación financiera, incertidumbre económica y debilidad de la demanda de crédito, no fue sorprendente que el aumento de las tenencias de reservas en el banco central por parte de las entidades de crédito, con frecuencia mantenidas como un seguro de liquidez, no se tradujera mecánicamente en un incremento de la oferta de crédito al sector privado no financiero y, por consiguiente, del agregado monetario amplio, que permaneció en niveles moderados³⁶. Al mismo tiempo, la expansión de la base monetaria fue fundamental para evitar ventas forzosas y restricciones de crédito con consecuencias potencialmente graves para la economía real. Como resultado de este frágil vínculo entre la base monetaria y el agregado monetario amplio, el multiplicador monetario se situó en una senda descendente desde el comienzo de la crisis financiera hasta el final de 2012.

En 2013, la preferencia de las entidades de crédito por la liquidez en el banco central disminuyó y la base monetaria retornó a los niveles implícitos en la tendencia anterior a la crisis. La menor fragmentación financiera y la mejora de las condiciones de financiación en los mercados financieros de la zona del euro a partir de mediados de 2012 redujeron el incentivo de mantener niveles elevados de liquidez. Por ello, en 2013, las entidades utilizaron la opción ofrecida por el BCE de realizar voluntariamente un reembolso anticipado de los fondos obtenidos en las VLTRO, con lo que la base monetaria volvió a aproximarse a los niveles implícitos en la extrapolación de la tendencia anterior a la crisis. La reducción de la base monetaria, combinada con un agregado monetario amplio que no decreció —respaldado por una cierta recuperación de los activos monetarios—, supuso un aumento del multiplicador monetario.

El APP ampliado marcó el comienzo de una nueva fase de aumento del volumen de la base monetaria inducido por el lado de la oferta. El anuncio del APP representó un cambio de régimen en claro contraste con la práctica anterior que consistía en que las entidades de crédito indicaban su demanda de liquidez en el banco central, que se satisfacía de manera elástica. En el APP, el Eurosistema proporciona reservas en el banco central al adquirir activos. Debido a que los

³⁶ En última instancia, los saldos totales del agregado monetario amplio en la economía están determinados por muchos otros factores, entre los que se encuentran la actividad económica y el crédito bancario, la preferencia de las entidades de crédito por financiarse a través de depósitos minoristas o de la emisión de valores representativos de deuda, y el porcentaje de valores realmente vendidos por entidades residentes o el sector no residente. Además, el crecimiento del crédito bancario depende de una serie de factores que determinan la demanda de crédito y de otros factores vinculados a la oferta de crédito. Los factores de demanda incluyen la deuda acumulada, los costes de endeudamiento y las perspectivas de ingresos, mientras que los relacionados con la oferta de crédito son la rentabilidad del crédito ajustada al riesgo, el nivel de capital del banco, su actitud ante el riesgo, el coste de financiación y el riesgo de liquidez.

bancos suelen ser las únicas entidades, aparte de la Administración Central, que tienen cuentas de depósito en el banco central, las compras siempre se liquidan a ellos, con independencia de quien sea el vendedor final. Por lo tanto, las adquisiciones efectuadas en el marco del APP se plasmaron en un incremento mecánico y directo de la base monetaria.

El APP ha sido un importante factor impulsor de la sólida evolución del agregado monetario amplio desde 2015, y los efectos indirectos han desempeñado un destacado papel³⁷. Hasta ahora, los no residentes y las entidades de crédito han sido los principales vendedores de deuda pública en el contexto del programa de compras de valores públicos (el programa de adquisiciones más extenso del APP), al tiempo que las ventas efectuadas por el sector tenedor de dinero de la zona del euro han sido moderadas, por lo que el impacto directo del APP en el agregado monetario amplio se ha contenido³⁸. Gran parte de los efectos del APP en este agregado han sido efectos indirectos. En primer lugar, estos efectos indirectos surgen de la recomposición de carteras que el programa pretende conseguir. Además, las entidades de crédito han aumentado los préstamos concedidos a las empresas y los hogares de la zona del euro, lo que implica un incremento de los depósitos del sector tenedor de dinero de la zona del euro. Algunas entidades han utilizado también el incremento de liquidez disponible para hacer frente al pago de sus pasivos más caros. Otros efectos indirectos del APP en el agregado monetario amplio se han materializado a través de un amplio conjunto de canales mediante los que el APP ha influido en los mercados financieros y en la actividad económica. De hecho, el APP se ha traducido en una flexibilización generalizada de las condiciones de financiación y en efectos riqueza positivos, prestando un apoyo esencial a la recuperación del crédito y al crecimiento económico. El multiplicador monetario lleva disminuyendo desde el comienzo del APP, reflejando de manera mecánica el impacto del programa, proporcionalmente más favorable en la base monetaria que en el agregado monetario amplio. Aunque en el primer caso existe una relación directa con las compras, el segundo se ve afectado principalmente por efectos indirectos complejos, como se ha indicado anteriormente.

³⁷ El reciente aumento del agregado monetario amplio también se ha beneficiado de las otras medidas de política monetaria no convencionales del BCE, como los tipos de interés negativos, que han contribuido a reducir hasta mínimos históricos el coste de oportunidad de mantener instrumentos monetarios, y las operaciones de financiación a plazo más largo con objetivo específico (TLTRO), que constituyeron una alternativa adecuada a la financiación de mercado a largo plazo. Las TLTRO también han contribuido a la evolución reciente del agregado monetario amplio proporcionando un incentivo para aumentar los préstamos concedidos a empresas y hogares.

³⁸ Los efectos directos del APP en el agregado monetario amplio únicamente se producen cuando se realizan compras desde el sector tenedor de dinero de la zona del euro. Para más detalles, véase el artículo titulado «La transmisión de las recientes medidas de política monetaria no convencionales del BCE», *Boletín Económico*, número 7, BCE, 2015. Para más información sobre las compras por sectores en el marco del PSPP, véase el recuadro titulado «¿Qué sectores han vendido los valores públicos adquiridos por el Eurosistema?», *Boletín Económico*, número 4, BCE, 2017.