

Recuadros

1 Situación de liquidez y operaciones de política monetaria en el período comprendido entre el 31 de enero y el 2 de mayo de 2018

Riccardo Costantini

En este recuadro se describen las operaciones de política monetaria del BCE realizadas durante el primer y el segundo períodos de mantenimiento de reservas de 2018, comprendidos entre el 31 de enero y el 13 de marzo de 2018 y entre el 14 de marzo y el 2 de mayo de 2018, 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.

Durante el período considerado, el Eurosistema continuó adquiriendo valores públicos, bonos garantizados, bonos de titulización de activos y bonos corporativos como parte de su programa de compra de activos (APP, en sus siglas en inglés), con un objetivo de compras mensuales de 30 mm de euros, en promedio. Este ritmo de compras se mantendrá hasta septiembre de 2018, 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.

Necesidades de liquidez

En el período analizado, las necesidades de liquidez diarias del sistema bancario, definidas como la suma de los factores autónomos netos y las exigencias de reservas, se situaron, en promedio, en 1.362,6 mm de euros, lo que representa un incremento de 90,3 mm de euros con respecto al período de referencia anterior (es decir, el séptimo y el octavo período de mantenimiento de 2017). Las mayores necesidades de liquidez fueron atribuibles al aumento de 89,4 mm de euros registrado en la media de los factores autónomos netos, que alcanzaron la cifra de 1.238,5 mm de euros durante el período considerado, mientras que las exigencias de reservas mínimas se incrementaron en 0,9 mm de euros, hasta situarse en 124,2 mm de euros.

El incremento de los factores autónomos netos, que implica una absorción de liquidez, fue resultado de una reducción de los factores de inyección de liquidez y de un aumento de los de absorción de liquidez. La disminución de los factores de inyección de liquidez se debió, en particular, a los activos exteriores netos denominados en euros, que registraron una caída de 38,9 mm de euros, hasta situarse, en promedio, en 212,8 mm de euros. Este descenso fue consecuencia del incremento (de 33,4 mm de euros, en promedio) de los pasivos del Eurosistema

frente a no residentes en la zona del euro en el período analizado, que contribuyó negativamente al promedio de activos exteriores netos denominados en euros⁸. Por el lado del pasivo, el aumento más importante correspondió a los depósitos de las Administraciones Públicas, que se incrementaron en 39,2 mm de euros, en promedio, hasta alcanzar los 227,5 mm de euros.

La volatilidad diaria de los factores autónomos prácticamente no varió con respecto al período de referencia anterior. Las fluctuaciones diarias de los factores autónomos se debieron principalmente a los depósitos de las Administraciones Públicas y a los activos netos denominados en euros.

Cuadro A

Situación de liquidez del Eurosistema

Pasivo – Necesidades de liquidez (medias; mm de euros)

	31 de enero a 2 de mayo de 2018		1 de noviembre de 2017 a 30 de enero de 2018	Segundo período de mantenimiento		Primer período de mantenimiento	
Factores autónomos de liquidez	2.080,1	(+44,3)	2.035,9	2.102,8	(+49,5)	2.053,2	(+12,5)
Billetes en circulación	1.154,1	(+2,1)	1.151,9	1.159,0	(+10,9)	1.148,2	(-10,0)
Depósitos de las AAPP	227,5	(+39,2)	188,3	247,5	(+44,0)	203,6	(+15,5)
Otros factores autónomos	698,6	(+3,0)	695,6	696,2	(-5,3)	701,5	(+7,0)
Cuentas corrientes	1.304,6	(+10,8)	1.293,7	1.295,3	(-20,3)	1.315,6	(+40,5)
Instrumentos de política monetaria	800,5	(-8,3)	808,8	792,4	(-17,7)	810,2	(-2,8)
Exigencias de reservas mínimas ¹	124,2	(+0,9)	123,3	124,4	(+0,5)	123,9	(+0,1)
Facilidad de depósito	676,4	(-9,2)	685,6	668,0	(-18,3)	686,3	(-2,9)
Operaciones de ajuste de absorción de liquidez	0,0	(+0,0)	0,0	0,0	(+0,0)	0,0	(+0,0)

⁸ Los pasivos del Eurosistema frente a no residentes en la zona del euro constan principalmente de cuentas mantenidas por los bancos centrales en el Eurosistema. Los saldos a fin de trimestre y, en menor medida, a fin de mes suelen verse afectados por los incrementos de estos depósitos, ya que los bancos comerciales son más reticentes a aceptar efectivo, con garantías o sin ellas, antes de las fechas de presentación de los balances. Por ejemplo, el 29 de marzo de 2018, los pasivos denominados en euros frente a no residentes en la zona del euro aumentaron en 55,8 mm de euros, hasta un importe de 339,8 mm de euros.

Activo – Oferta de liquidez (medias; mm de euros)

	31 de enero a 2 de mayo de 2018		1 de noviembre de 2017 a 30 de enero de 2018	Segundo período de mantenimiento		Primer período de mantenimiento	
Factores autónomos de liquidez	841,7	(-45,1)	886,8	828,1	(-29,6)	857,8	(+14,2)
Activos exteriores netos	628,9	(-6,2)	635,0	627,1	(-3,8)	630,9	(-4,7)
Activos netos denominados en euros	212,8	(-38,9)	251,8	201,0	(-25,8)	226,8	(+18,9)
Instrumentos de política monetaria	3.219,8	(+91,0)	3.128,8	3.238,4	(+40,8)	3.197,6	(+35,8)
Operaciones de mercado abierto	3.219,7	(+91,1)	3.128,6	3.238,3	(+40,7)	3.197,6	(+35,9)
Operaciones de subasta	761,7	(-3,5)	765,2	761,5	(-0,6)	762,1	(-1,5)
OPF	1,7	(-1,2)	2,9	1,9	(+0,4)	1,5	(-1,3)
OFPLM a tres meses	7,7	(-0,1)	7,8	7,7	(-0,1)	7,7	(-0,0)
Operaciones TLTRO-I	13,0	(-1,8)	14,9	12,7	(-0,7)	13,4	(+0,0)
Operaciones TLTRO-II	739,3	(-0,3)	739,6	739,2	(-0,2)	739,4	(-0,1)
Carteras en firme	2.458,0	(+94,6)	2.363,4	2.476,8	(+41,3)	2.435,5	(+37,3)
Primer programa de adquisiciones de bonos garantizados	5,8	(-0,3)	6,1	5,6	(-0,3)	6,0	(-0,1)
Segundo programa de adquisiciones de bonos garantizados	4,5	(-0,3)	4,8	4,4	(-0,2)	4,6	(-0,2)
Tercer programa de adquisiciones de bonos garantizados	248,8	(+8,3)	240,5	250,6	(+3,8)	246,8	(+4,3)
Programa para los mercados de valores	85,0	(-4,0)	89,0	84,9	(-0,1)	85,1	(-4,0)
Programa de compras de bonos de titulación de activos	25,8	(+0,7)	25,1	26,2	(+1,0)	25,2	(+0,1)
Programa de compras de valores públicos	1.942,3	(+74,5)	1.867,8	1.955,6	(+29,1)	1.926,5	(+29,3)
Programa de compras de bonos corporativos	145,7	(+15,6)	130,1	149,4	(+8,1)	141,3	(+7,9)
Facilidad marginal de crédito	0,1	(-0,1)	0,2	0,1	(+0,1)	0,0	(-0,1)

Otra información relativa a la liquidez (medias; mm de euros)

	31 de enero a 2 de mayo de 2018		1 de noviembre de 2017 a 30 de enero de 2018	Segundo período de mantenimiento		Primer período de mantenimiento	
Necesidades de liquidez agregadas	1.362,6	(+90,3)	1.272,3	1.399,0	(+79,7)	1.319,3	(-2,0)
Factores autónomos²	1.238,5	(+89,4)	1.149,1	1.274,6	(+79,2)	1.195,4	(-2,1)
Exceso de liquidez	1.856,7	(+0,9)	1.855,8	1.838,8	(-39,2)	1.878,0	(+37,6)

Evolución de los tipos de interés (medias, porcentajes)

	31 de enero a 2 de mayo de 2018		1 de noviembre de 2017 a 30 de enero de 2018	Segundo período de mantenimiento		Primer período de mantenimiento	
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	-0,364	(-0,013)	-0,351	-0,364	(-0,000)	-0,364	(-0,005)

Fuente: BCE.

Notas: Todas las cifras del cuadro están redondeadas al múltiplo de 100 millones de euros más próximo.

1) Las exigencias de reservas mínimas constituyen una partida «pro memoria» que no figura en el balance del Eurosistema y, por tanto, no debería incluirse en el cálculo de los pasivos totales.

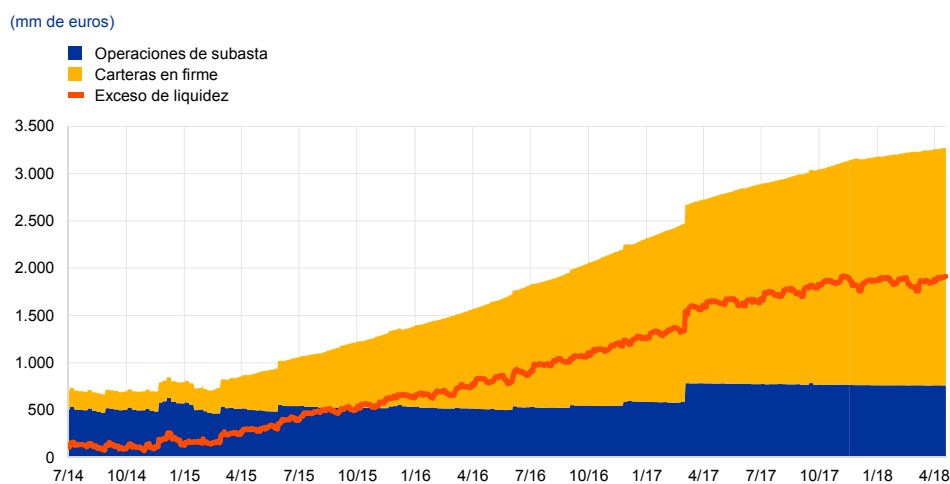
2) El valor total de los factores autónomos incluye también «partidas en curso de liquidación».

Liquidez inyectada mediante instrumentos de política monetaria

El volumen medio de liquidez proporcionado a través de las operaciones de mercado abierto —operaciones de subasta y compras efectuadas en el marco del APP— se incrementó en 91 mm de euros, hasta un importe de 3.219,8 mm de euros (véase gráfico A). Este aumento fue atribuible en su totalidad al APP, mientras que, en las operaciones de subasta, la demanda descendió ligeramente.

Gráfico A

Evolución de las operaciones de mercado abierto y exceso de liquidez



Fuente: BCE.

El volumen medio de liquidez proporcionado mediante las operaciones de subasta descendió ligeramente (en 3,5 mm de euros) durante el período considerado, situándose en 761,7 mm de euros. Este descenso se debió principalmente a la disminución del saldo vivo medio de las operaciones de financiación a plazo más largo con objetivo específico (TLTRO), que se redujo en 2,1 mm de euros y que estuvo asociada a la liquidación de los reembolsos voluntarios de la tercera, la quinta y la séptima operación de la serie TLTRO-I en marzo de 2018. La liquidez media inyectada mediante las OPF disminuyó en 1,2 mm de euros, y la proporcionada a través de las operaciones de financiación a plazo más largo (OFPML) a tres meses, en 0,1 mm de euros.

La liquidez inyectada a través de las carteras mantenidas por el Eurosistema con fines de política monetaria aumentó en 94,8 mm de euros, hasta situarse, en promedio, en 2.458 mm de euros, debido a las compras efectuadas en el marco del APP. La liquidez proporcionada a través del programa de compras de valores públicos, 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 74,5 mm de euros, 8,3 mm de euros, 0,7 mm de euros y 15,6 mm de euros, respectivamente. La reducción de la liquidez como resultado de las amortizaciones de bonos de la cartera del programa para los mercados de valores y de los dos programas de adquisiciones de bonos garantizados anteriores se cifró en 4,6 mm de euros en total.

Exceso de liquidez

Como consecuencia de la evolución detallada anteriormente, el exceso medio de liquidez se mantuvo prácticamente estable en el período analizado y solo aumentó marginalmente, en 0,9 mm de euros, en comparación con el período anterior, hasta situarse en 1.856,7 mm de euros (véase gráfico A). El incremento de la liquidez inyectada a través del APP se vio contrarrestado casi por completo por el ascenso de los factores autónomos, sobre todo en el segundo período de mantenimiento. De hecho, mientras que en el primer período de mantenimiento el exceso de liquidez aumentó en 37,6 mm de euros, en el segundo se redujo en 39,2 mm de euros.

En cuanto a la distribución del exceso de liquidez entre las cuentas corrientes y la facilidad de depósito, los saldos medios en cuenta corriente se incrementaron en 10,8 mm de euros, hasta alcanzar los 1.304,6 mm de euros, al tiempo que el recurso medio a la facilidad de depósito registró un descenso adicional de 9,2 mm de euros y se situó en 676,4 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, o se situaron ligeramente por debajo de ese nivel para determinadas cestas de activos de garantía en el segmento de operaciones con garantía. En el mercado de operaciones sin garantías, el índice medio del tipo de interés del euro a un día (eonia) se situó, en promedio, en el $-0,364\%$, frente a una media del $-0,351\%$ en el período de referencia anterior. El eonia fluctuó en una banda comprendida entre un mínimo del $-0,370\%$ a finales de febrero de 2018 y un máximo del $-0,348\%$ el último día de marzo de 2018. En el mercado de operaciones con garantías, los tipos *repo* medios a un día del mercado GC Pooling⁹ se mantuvieron estables para las cestas estandarizada y ampliada de activos de garantía en relación con el período anterior. El tipo *repo* medio a un día se situó en el $-0,448\%$ para la cesta estandarizada de activos de garantía, y en el $-0,415\%$ para la cesta ampliada.

El descenso registrado al final del primer trimestre de 2018 en los tipos *repo* principales fue menos pronunciado que el observado al final del primer trimestre de 2017 y en general no se percibió como significativo. Por ejemplo, en la negociación con activos de garantía generales, al final de marzo de 2017 los tipos *repo* a un día de los activos de garantía franceses retrocedieron 12 puntos básicos, hasta situarse en el $-0,54\%$, mientras que los aplicados a los activos de garantía alemanes se redujeron en 34 puntos básicos, hasta el $-0,78\%$. Al final de marzo de 2018, los descensos de estos tipos fueron de solo 4 puntos básicos y 6 puntos básicos, hasta situarse en el $-0,46\%$ y el $-0,47\%$, respectivamente, 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

⁹ El mercado con activos de garantía generales (GC Pooling) permite realizar cesiones temporales con cestas estandarizadas de activos de garantía en la plataforma Eurex.

señala la existencia de efectos positivos derivados de la facilidad de préstamo de valores del programa de compras de valores públicos.

La reciente desaceleración del crecimiento del producto de la zona del euro refleja factores cíclicos y transitorios

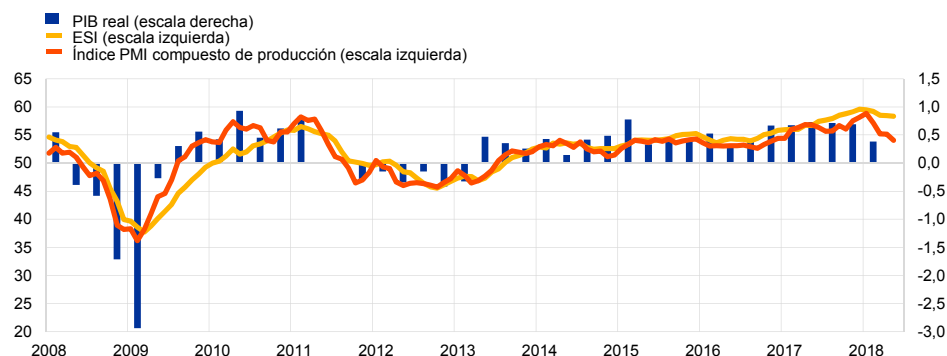
Gonzalo Camba-Méndez y Magnus Forsells

Después de registrar tasas muy elevadas en 2017, el crecimiento intertrimestral del PIB real de la zona del euro se moderó, hasta situarse en el 0,4 % en el primer trimestre de 2018. La desaceleración del crecimiento observada a principios de año, que parece reflejar factores transitorios y factores cíclicos de naturaleza más permanente, estuvo en consonancia con la evolución de los indicadores económicos, sobre todo los de opinión (véase gráfico A). Tanto el índice de directores de compras (PMI) compuesto de producción como el indicador de sentimiento económico (ESI) de la Comisión Europea registraron descensos durante el primer trimestre de 2018. Sin embargo, es importante señalar que, al igual que el crecimiento del producto, estos indicadores retrocedieron desde niveles excepcionalmente elevados.

Gráfico A

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

(escala izquierda: índice de difusión; escala derecha: tasa de crecimiento intertrimestral)



Fuentes: Eurostat, Comisión Europea, Markit y BCE.

Notas: El ESI se normaliza y reescala para presentar la misma media y desviación típica que el índice PMI. El PMI comprende el sector manufacturero y los servicios, mientras que el ESI también abarca los sectores de construcción y de comercio al por menor, además de la confianza de los consumidores. Las últimas observaciones corresponden al primer trimestre de 2018 para el PIB real y a mayo de 2018 para el ESI y el índice PMI.

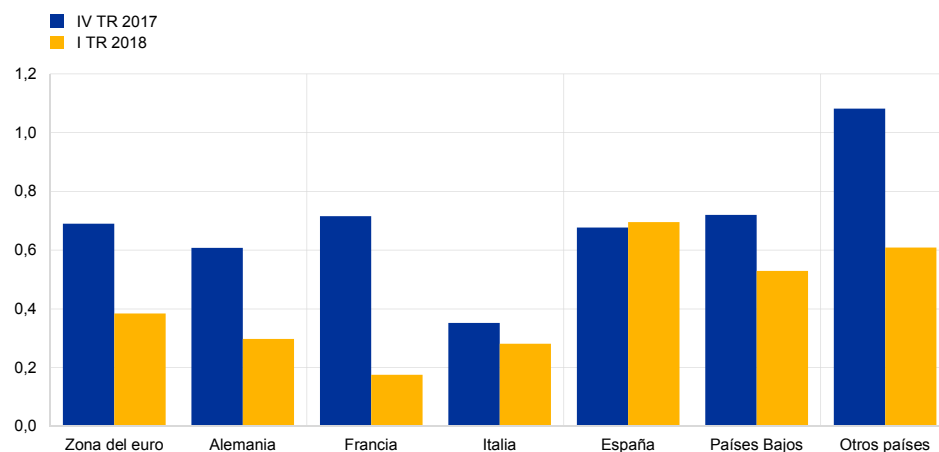
La moderación del crecimiento en el primer trimestre fue relativamente generalizada y reflejó, sobre todo, el descenso de las exportaciones.

La desaceleración del crecimiento observada entre el último trimestre de 2017 y el primer trimestre de 2018 fue generalizada en la mayoría de los países de la zona del euro (véase gráfico B). Entre los países más grandes de la zona, las únicas excepciones fueron España e Italia, cuyas tasas de crecimiento se mantuvieron prácticamente estables entre los dos trimestres. Si se analiza la desagregación del PIB por el lado del gasto de la zona del euro, la ralentización del crecimiento refleja la ralentización de las exportaciones y, en menor medida, de la inversión. Mientras que la desaceleración del crecimiento de la inversión estuvo determinada por su evolución en algunos países, la de las exportaciones fue generalizada (véase gráfico C).

Gráfico B

PIB real de la zona del euro

(tasas de crecimiento intertrimestral)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Nota: Los PIB de Irlanda y de Luxemburgo correspondientes al primer trimestre de 2018 aún no están disponibles.

La desaceleración del crecimiento observada a principios de año parece reflejar, en parte, factores transitorios.

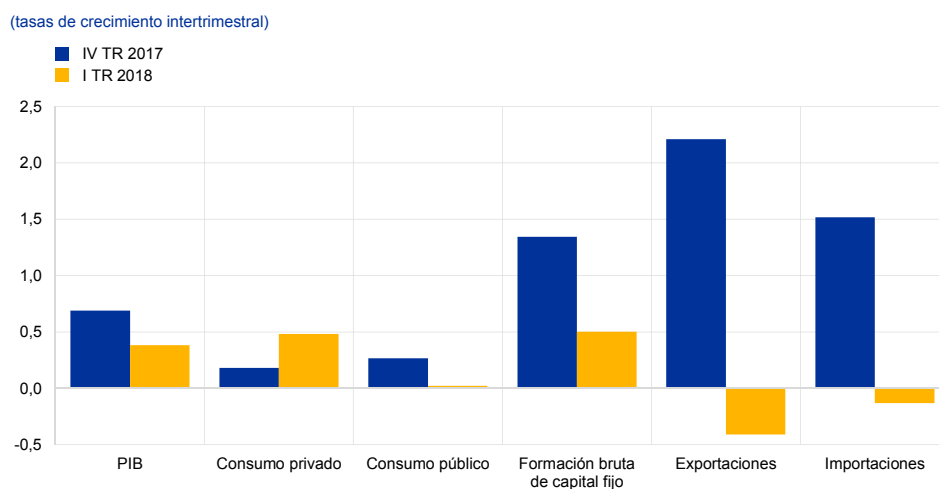
Algunos elementos de carácter transitorio pueden haber influido en la debilidad de los datos económicos publicados recientemente. Por ejemplo, el elevado número de bajas por enfermedad motivadas por una temporada de gripe inusualmente virulenta en países como Alemania frenó el crecimiento. Entretanto, el frío invierno y las huelgas en algunos países de la zona del euro también explican parte de la debilidad observada en el comercio al por menor y en la construcción.

No obstante, hay otros factores cíclicos de naturaleza más permanente que pueden haber contribuido también al retroceso del crecimiento.

En primer lugar, parte de la desaceleración del avance del PIB puede haber estado asociada al aumento de las restricciones de oferta en algunos países. En segundo lugar, los indicadores del crecimiento del comercio mundial apuntan a una ligera ralentización en los primeros meses de este año, que probablemente refleje un descenso transitorio de la demanda exterior y los efectos retardados de la apreciación del euro en 2017, pero no se puede descartar que parte de esta caída también fuera consecuencia del deterioro de las expectativas debido al aumento de las tensiones arancelarias. En tercer lugar, la moderación del crecimiento de la producción industrial, excluida la construcción, fue generalizada en todos los países de la zona del euro, y se observan algunos signos de debilidad en los primeros datos publicados sobre la producción industrial correspondientes al segundo trimestre de 2018. En cuarto lugar, cada vez se dispone de más evidencia que muestra que el sector del automóvil puede haber alcanzado un máximo, lo que confirman parcialmente las matriculaciones de automóviles, que parecen haberse estancado después del incremento sostenido registrado desde principios de 2013. Asimismo, el aumento de la incertidumbre puede haber acentuado la caída del crecimiento.

Gráfico C

Composición del PIB real de la zona del euro



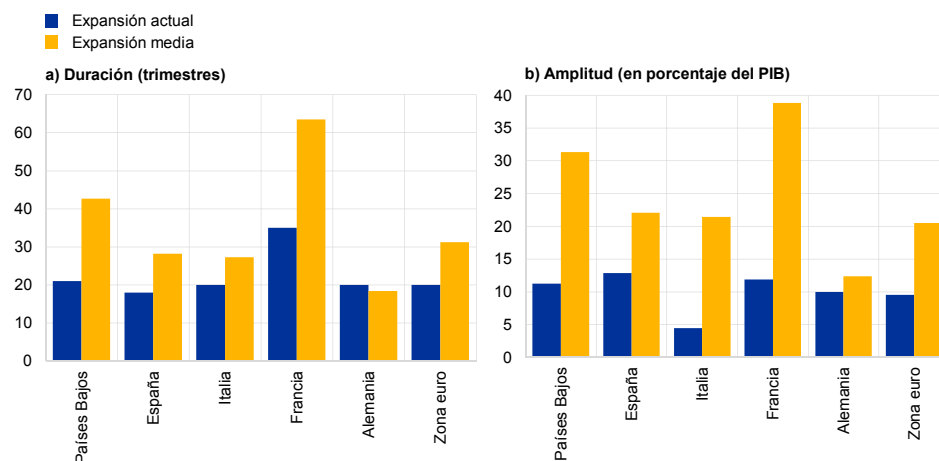
Fuente: Eurostat.

Con todo, desde una perspectiva de largo plazo, la recuperación en curso en ningún caso es excepcional en cuanto a duración o amplitud. La duración de la expansión actual, que comenzó en 2013, todavía es inferior a la media histórica de la mayoría de las economías de la zona del euro (véase panel izquierdo del gráfico D). La amplitud (incremento porcentual del PIB en relación con el mínimo cíclico) durante la expansión en curso es asimismo reducida en términos históricos. En principio, también hay margen para que siga creciendo el empleo, dado que la tasa de paro continúa siendo elevada en algunos países de la zona del euro. No obstante, en la zona la confianza de los consumidores permanece en niveles próximos a máximos históricos, debido en parte a la mayor seguridad en el empleo. Además, en la zona del euro la inversión real se mantiene por debajo de su nivel previo a la crisis. La inversión empresarial se ha recuperado solo recientemente, hasta situarse en niveles similares a los registrados antes de la crisis financiera, y la inversión pública sigue siendo moderada.

Gráfico D

PIB real de la zona del euro: características de la expansión actual desde una perspectiva histórica (del mínimo al máximo cíclico)

(trimestres; en porcentaje del PIB)



Fuentes: OCDE, Eurostat, CEPR y cálculos del BCE.

Notas: La expansión es la fase del ciclo económico en la que la economía va de un mínimo a un máximo cíclico. La cronología de las expansiones de la zona del euro procede del Centre for Economic Policy Research (CEPR). Para los cinco grandes países de la zona del euro, se calcula utilizando el PIB real trimestral y el algoritmo de Bry-Boschan. Las barras azules corresponden a la expansión actual y las amarillas a la duración o amplitud medias de las expansiones en cada país desde 1970. La expansión en curso comenzó en el primer trimestre de 2013 en la zona del euro, Alemania e Italia; en el cuarto trimestre de 2012 en los Países Bajos; en el tercer trimestre de 2013 en España, y en el segundo trimestre de 2009 en Francia, y dura hasta la observación del PIB más reciente (primer trimestre de 2018).

En conjunto, la expansión económica debería mantener su solidez, respaldada por la fortaleza subyacente de la economía de la zona del euro. Aunque los resultados de las encuestas han vuelto a mostrar cierta moderación, siguen estando en consonancia con la persistencia de un crecimiento vigoroso. De cara al futuro, se espera que el crecimiento continúe siendo sólido, aunque posiblemente registre tasas más bajas, puesto que las medidas de política monetaria del BCE siguen sosteniendo la demanda interna. El consumo privado debería continuar sustentándose en el aumento del empleo y de la riqueza de los hogares. Se espera que la inversión se fortalezca aún más como resultado de unas condiciones de financiación muy favorables, la mejora de la rentabilidad de las empresas y la robustez de la demanda. Asimismo, la expansión mundial generalizada está impulsando las exportaciones de la zona del euro.

3 El seguimiento de la transmisión del tipo de cambio a la inflación

Elke Hahn y Derry O'Brien

La evolución del tipo de cambio puede desempeñar un papel importante en la configuración de las perspectivas de inflación medida por el IAPC. Dado que una variación del tipo de cambio puede afectar a los precios de consumo con un retardo considerable y que el impacto puede depender de la situación económica del momento, el análisis de la transmisión del tipo de cambio requiere un seguimiento continuo. Entre abril de 2017 y mayo de 2018, el tipo de cambio del euro se apreció en torno a un 8 % en términos efectivos nominales y aproximadamente un 10 % frente al dólar estadounidense. En este recuadro se repasa brevemente cómo se transmiten las variaciones del tipo de cambio a los precios de consumo en la zona del euro. También se examinan indicadores en diferentes fases del proceso de formación de precios con el fin de valorar el grado de traslación en la coyuntura actual, centrando la atención en el seguimiento de la transmisión a los componentes del IAPC, excluidos la energía y los alimentos, que son sensibles al tipo de cambio.

La transmisión del tipo de cambio se produce a través de canales directos e indirectos¹⁰. Así, la reciente apreciación del euro afecta directamente a la inflación medida por el IAPC a través de unos precios más bajos de los bienes de consumo finales importados, que forman parte de la cesta del IAPC. El efecto directo se plasma, por ejemplo, en un abaratamiento de las importaciones de productos refinados de petróleo, que tiene un fuerte impacto moderador sobre el componente energético del IAPC. Además, puede producirse un efecto indirecto, dado que unos precios más reducidos de los consumos intermedios importados influyen en los precios industriales internos en la medida en que estas disminuciones de costes no sean absorbidas por los márgenes, y un efecto aún más indirecto si la apreciación del tipo de cambio modera las presiones inflacionistas a través de su impacto adverso en la demanda exterior neta y, por lo tanto, en la demanda y la producción en su conjunto. Además, puede haber repercusiones en la inflación a través de las expectativas de inflación. Aunque el IAPC, excluidos la energía y los alimentos, resulta directamente afectado, los efectos indirectos en este componente del IAPC pueden ser aún más importantes. En líneas generales, diversos factores determinan la transmisión del tipo de cambio; entre ellos, se incluyen el peso de los bienes de consumo y servicios finales importados en el índice de precios, la relevancia de los consumos intermedios importados (en particular, de materias primas) en la producción interna, características de los productos, como el grado de diferenciación, y la intensidad de la competencia en el mercado. Estos factores también pueden provocar variaciones en la magnitud y en la distribución temporal de la transmisión a los distintos componentes del IAPC. Por otra parte, la respuesta de los precios tras una variación

¹⁰ Véase también el artículo titulado «Exchange rate pass-through into euro area inflation», *Boletín Económico*, número 7, BCE, 2016.

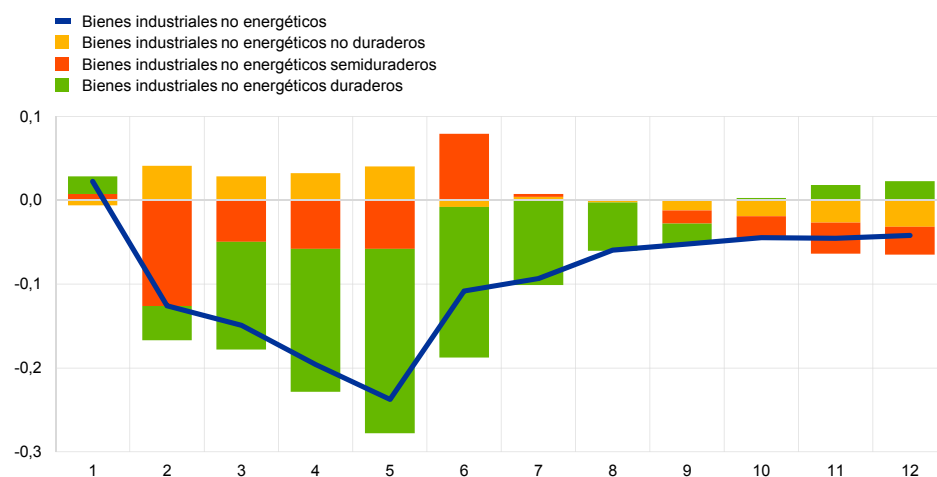
del tipo de cambio puede depender de los determinantes subyacentes del movimiento del tipo de cambio¹¹.

De los componentes que integran el IAPC, excluidos la energía y los alimentos, los precios de los bienes industriales no energéticos son los más sensibles a movimientos del tipo de cambio. Esto se debe, en particular, al componente de bienes de consumo duradero (véase gráfico A), aunque también existe una gran heterogeneidad en el grado de respuesta de los precios de ese componente a las variaciones del tipo de cambio. Hasta que el impacto del tipo de cambio se hace patente en las distintas categorías de bienes de consumo, algunos indicadores de corto plazo pueden verse afectados a lo largo de la cadena de producción y del proceso de formación de precios, y proporcionar señales relevantes.

Gráfico A

Impacto estimado de una apreciación del 10 % del tipo de cambio efectivo nominal del euro en la inflación de los bienes industriales no energéticos

(tasa de variación interanual, contribución en puntos porcentuales)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Notas: El eje de abscisas muestra el efecto en los trimestres posteriores a una variación del tipo de cambio. Las estimaciones se han obtenido de una versión modificada y actualizada del modelo VAR presentado en E. Hahn, «Pass-through of external shocks to euro area inflation», *Working Paper Series*, n.º 243, BCE, julio de 2003.

El impacto de la anterior apreciación del tipo de cambio del euro ha sido claramente ostensible en la evolución de los precios de importación.

Los precios de importación de los bienes de consumo no alimenticio procedentes de países de fuera de la zona del euro cayeron, en términos interanuales, del 1,3 % en abril de 2017 al -2 % en abril de 2018. Estas importaciones representan aproximadamente el 12 % del consumo de bienes finales no energéticos y no alimenticios, y lo único que separa a los precios de estos bienes de los precios de consumo son los márgenes de distribución y comerciales. Durante ese período, la tasa de variación de los precios de importación de países no pertenecientes a la zona del euro para la industria (excluidas la energía y la construcción), que también

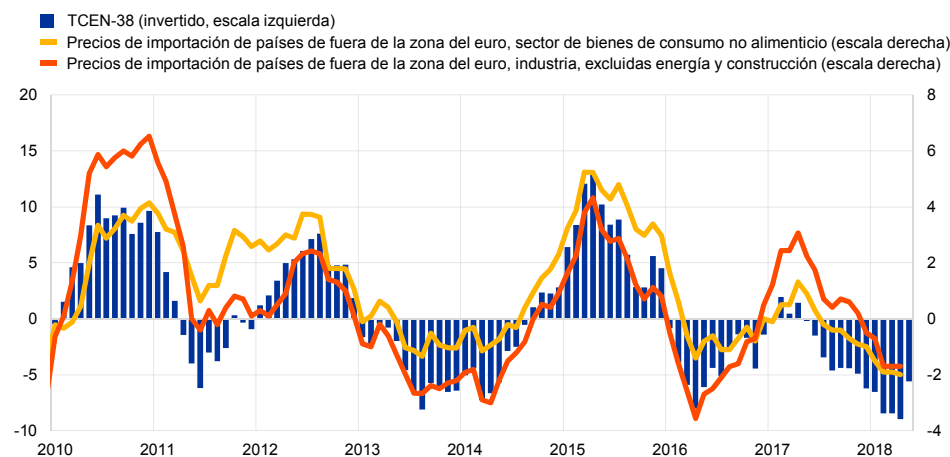
¹¹ Para más detalles sobre los determinantes subyacentes de los movimientos del tipo de cambio, véase el recuadro 3 del artículo titulado «Proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE para la zona del euro de septiembre de 2017», BCE, 2017.

afectan a los precios en fases anteriores de la cadena de producción interna, se redujeron desde el 3,1 % hasta el -1,7 % (véase gráfico B). Estas reducciones reflejaron, en gran medida, la influencia de la apreciación del tipo de cambio efectivo del euro.

Gráfico B

Precios de importación y tipo de cambio efectivo nominal

(tasas de variación interanual)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Nota: Las últimas observaciones corresponden a mayo de 2018 para el tipo de cambio efectivo nominal del euro frente a 38 de sus principales socios comerciales (TCEN-38) y a abril de 2018 para los precios de importación de países de fuera de la zona del euro.

A diferencia de la inflación de los precios de importación, la inflación de los precios industriales de la zona del euro ha resistido las presiones a la baja derivadas de la apreciación del tipo de cambio.

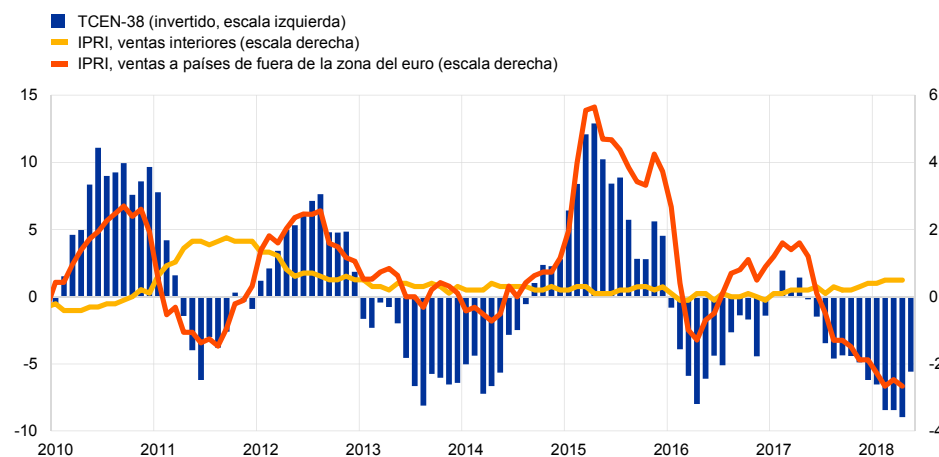
La tasa de variación de los precios industriales¹² de los bienes intermedios descendió solo moderadamente y la inflación interanual de los precios industriales de las ventas interiores de bienes de consumo no alimenticio se incrementó desde el 0,2 % en abril de 2017 hasta el 0,5 % en abril de 2018. Gran parte de este aumento se produjo a partir del otoño, es decir, en el momento en que el tipo de cambio habría empezado a influir (véase gráfico C). Los precios industriales dependen de la evolución de los costes laborales y no laborales internos, así como del comportamiento de las empresas al ajustar sus márgenes. Se ha de observar que los costes laborales se incrementaron, y que el crecimiento interanual de la remuneración por asalariado en la industria (excluida la construcción) aumentó desde el 1,4 % del primer trimestre de 2017 hasta el 2 % en el último trimestre. Al mismo tiempo, puede que la capacidad para fijar precios haya aumentado ligeramente, como sugiere el avance constante, hasta niveles récord, de la utilización de la capacidad productiva en el sector de bienes de consumo no alimenticio. Es posible que, en conjunto, estos factores hayan contrarrestado hasta ahora las presiones a la baja procedentes del tipo de cambio.

¹² La serie relativa al índice de precios industriales de la zona del euro es la suma de las series de ventas interiores en los países individuales de la zona del euro. A esta serie se le restan las ventas entre países de la zona, que desde una perspectiva del conjunto de la zona también pueden considerarse ventas interiores. La inflación de los precios industriales de los bienes de consumo no alimenticio de las ventas entre países de la zona cayó desde el 0,2 % en abril de 2017 hasta el -0,9 % en marzo de 2018. Estos productos representan alrededor del 28 % del total de bienes de consumo no alimenticio producidos y vendidos en la zona.

Gráfico C

Índice de precios industriales (IPRI) de ventas interiores y a países de fuera de la zona del euro de bienes de consumo no alimenticio

(tasas de variación interanual)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Nota: Las últimas observaciones corresponden a mayo de 2018 para el tipo de cambio efectivo nominal del euro frente a 38 de sus principales socios comerciales (TCEN-38) y a abril de 2018 para el índice de precios industriales (IPRI).

También cabe esperar que la apreciación del tipo de cambio del euro afecte a las presiones inflacionistas internas a través de los beneficios de las empresas nacionales, aunque con una señal, en general, ligeramente ambigua.

La inflación de los precios industriales de los bienes de consumo no alimenticio en mercados de fuera de la zona del euro experimentó un acusado descenso, desde el 1,6 % de abril de 2017 hasta el -2,7 % en abril de 2018 (véase gráfico C), lo que apunta al uso de ciertas estrategias *pricing-to-market* por parte de las empresas de la zona del euro en los mercados de exportación, posiblemente para reducir las pérdidas de cuota de mercado que se hubiesen producido por la apreciación del tipo de cambio. Estas estrategias pueden haber comprimido los beneficios de las empresas de la zona del euro. Sin embargo, este efecto podría ser más limitado o incluso verse compensado con creces como consecuencia de la pronunciada caída de la inflación de los precios de importación, ya que el resto del mundo no absorbió totalmente la variación del tipo de cambio del euro. En este contexto, puede que las empresas realmente estén paliando la disminución de ingresos en los mercados exteriores con subvenciones cruzadas, optando por no trasladar la bajada de costes a otras empresas o a los consumidores en un mercado interno sólido. El efecto neto en los beneficios dependerá, asimismo, del tamaño relativo del sector exportador y del grado en que las importaciones se utilicen como consumos intermedios para las empresas o como productos finales para los comercios minoristas.

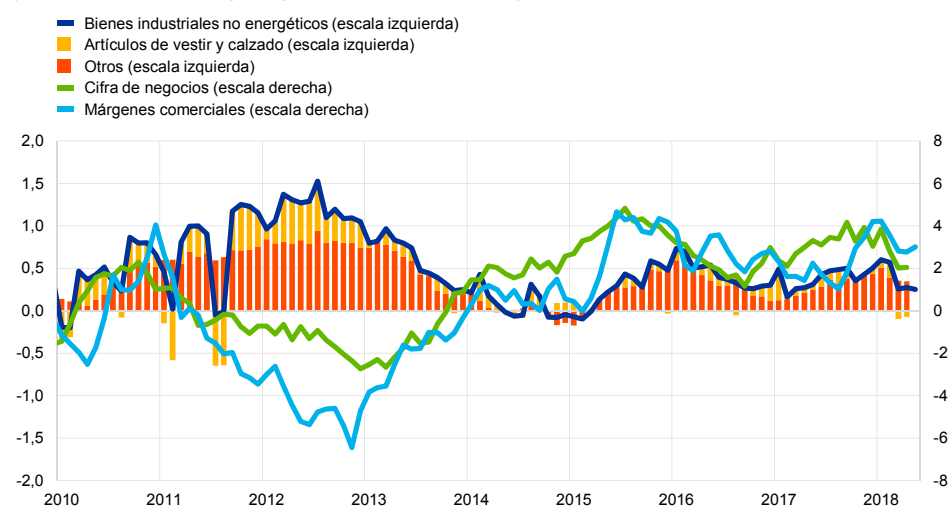
La caída más reciente de la inflación de los bienes industriales no energéticos no proporciona una señal clara de que la apreciación del tipo de cambio haya tenido efectos significativos. La tasa de variación de los precios de estos bienes aumentó entre abril de 2017 y finales del año, pese a la acusada desaceleración de la inflación de los bienes de consumo no alimenticio importados (véase gráfico D), y lo hizo en un momento en el que los modelos de transmisión, como el presentado en el gráfico A, habrían pronosticado que había empezado a notarse el impacto a la

baja de la apreciación del tipo de cambio del euro. Es posible que hayan influido factores de demanda internos con efectos contrapuestos. Estos factores se pusieron de manifiesto en el fuerte crecimiento de la cifra de negocios del comercio minorista de bienes de consumo no alimenticio y en los elevados márgenes del sector no alimentario minorista, como muestra la encuesta a directores de compras. La disminución de la inflación de los bienes industriales no energéticos registrada en los últimos meses fue consecuencia, en parte, de la acusada volatilidad de las tasas de variación interanual del componente de artículos de vestir y calzado, por ejemplo, que probablemente reflejó el impacto de los cambios en el patrón de las rebajas. Hasta ahora, la inflación de los bienes industriales no energéticos ha mostrado cierta capacidad de resistencia a las presiones a la baja derivadas de la apreciación del tipo de cambio del euro, lo que puede deberse a la influencia de factores internos contrapuestos.

Gráfico D

Inflación de los bienes industriales no energéticos y márgenes y cifra de negocios del comercio minorista

(tasas de variación interanual, puntos porcentuales e índice de difusión)



Fuentes: Eurostat, cálculos del BCE y Markit.

Nota: Las últimas observaciones corresponden a mayo de 2018 para los márgenes comerciales y el IAPC de los bienes industriales no energéticos (estimación de avance) y a abril de 2018 para los componentes de los bienes industriales no energéticos y la cifra de negocios.

Para concluir, cabe observar que es necesario realizar un seguimiento continuo del impacto de la anterior apreciación del tipo de cambio del euro en las perspectivas de inflación. En primer lugar, los modelos de transmisión sugieren que los impactos se extienden durante varios trimestres, de modo que la apreciación registrada desde mediados de 2017 aún podría influir durante los próximos trimestres. En segundo lugar, la transmisión del tipo de cambio puede resultar difícil de detectar si se ve contrarrestada por la confluencia de otros factores, entre ellos la mayor capacidad de fijación de precios de las empresas. En este contexto es necesario realizar un seguimiento y una valoración continuos de los precios de los bienes industriales no energéticos y de sus indicadores a lo largo del proceso de formación de precios.

4 El informe sobre el envejecimiento de 2018: el envejecimiento de la población plantea retos difíciles para las finanzas públicas

Carolín Nerlich

En este recuadro se describen los principales resultados de las proyecciones del informe sobre el envejecimiento de 2018 («The 2018 Ageing Report») correspondientes a los países de la zona del euro. El Grupo de Trabajo sobre el Envejecimiento del Comité de Política Económica prepara un informe cada tres años, el último de los cuales se publicó el 25 de mayo de 2018¹³. En él se presentan las proyecciones a largo plazo de los costes públicos totales asociados al envejecimiento, que incluyen pensiones, atención sanitaria, cuidados de larga duración, gasto en educación y prestaciones por desempleo, para todos los países de la UE durante el período 2016-2070. Estas proyecciones dependen, como es obvio, de los supuestos subyacentes¹⁴.

La población de la zona del euro está envejeciendo. Según las proyecciones de Eurostat, la tasa de dependencia de los mayores en la zona del euro, es decir, el número de personas mayores de 65 años en relación con la población en edad de trabajar, aumentará 20 puntos porcentuales entre 2016 y 2070, y se situará en el 52 % en 2070. Si el envejecimiento no se aborda con medidas decisivas, podría tener consecuencias negativas para la trayectoria de la deuda pública y el crecimiento potencial¹⁵.

Según el informe sobre el envejecimiento de 2018, los costes públicos totales relacionados con el envejecimiento de la población en la zona del euro aumentarán 1,1 puntos porcentuales del PIB durante el horizonte de proyección (2016-2070), desde el 26 % del PIB en 2016 hasta el 28,2 % del PIB en 2040, antes de volver a reducirse hasta el 27,1 % del PIB en 2070. El informe muestra que, en la zona del euro, los costes asociados al envejecimiento alcanzarán un máximo a principios de la década de 2040, cuando se jubile la generación del *baby boom*, y descenderán en cierta medida a partir de 2050¹⁶. Las estimaciones de los costes del envejecimiento difieren notablemente de un país a otro, y se espera que esta variabilidad sea mayor hacia el final del horizonte de proyección. A tenor de las proyecciones, para 2070, los mayores costes asociados al envejecimiento (con

¹³ Véase «[The 2018 Ageing Report: Economic & Budgetary Projections for the 28 EU Member States \(2016-2070\)](#)», Comisión Europea, mayo de 2018.

¹⁴ Las proyecciones del informe sobre el envejecimiento se basan en un conjunto de supuestos demográficos y macroeconómicos y en una metodología consensuada, que se publicaron por separado en un informe titulado «[2018 Ageing Report: Underlying Assumptions & Projection Methodologies](#)», Comisión Europea, noviembre de 2017. Como se indica más adelante, estos supuestos subyacentes son bastante favorables para algunos países.

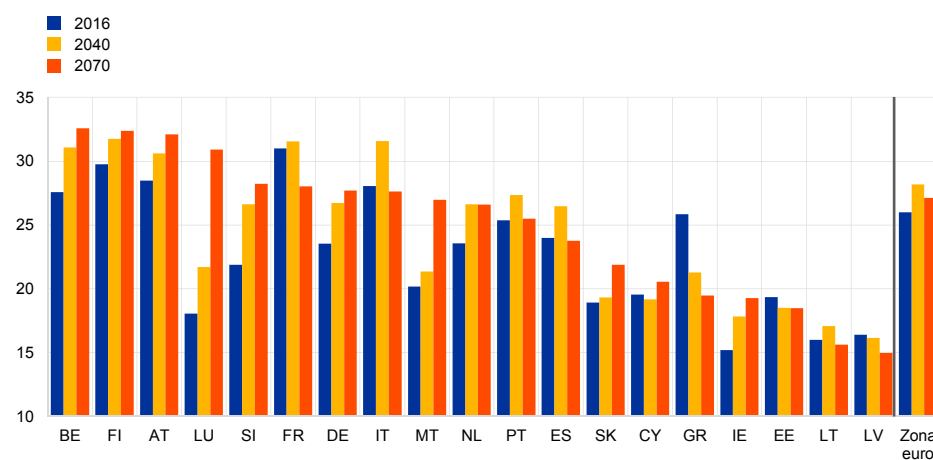
¹⁵ Véase un análisis de los retos relacionados con los costes que plantea el envejecimiento de la población y el papel de las reformas de las pensiones en el artículo titulado «[The economic impact of population ageing and pension reforms](#)», *Boletín Económico*, número 2, BCE, 2018.

¹⁶ En comparación con el informe sobre el envejecimiento de 2015, se prevé que los costes públicos totales relacionados con el envejecimiento de la población en la zona del euro aumenten 0,6 puntos porcentuales más entre 2016 y 2060, el año de cierre de las proyecciones anteriores. Sin embargo, los costes del envejecimiento proyectados para 2060 se mantienen básicamente sin cambios, en el 27,6 % del PIB, debido a la revisión a la baja de los costes correspondientes a 2016.

niveles superiores al 30 % del PIB) se registrarán en Bélgica, Luxemburgo, Austria y Finlandia, frente a unos costes de alrededor del 15 % del PIB en Letonia y Lituania (véase gráfico A). Durante el horizonte de proyección se espera que estos costes aumenten en once países, que prácticamente no varíen en cuatro y que disminuyan en otros cuatro. Los incrementos más notables están previstos en Luxemburgo, seguido de Malta, Eslovenia y Bélgica, mientras que los descensos más pronunciados corresponderán a Grecia y a Francia (véase gráfico B).

Gráfico A
Costes públicos totales del envejecimiento

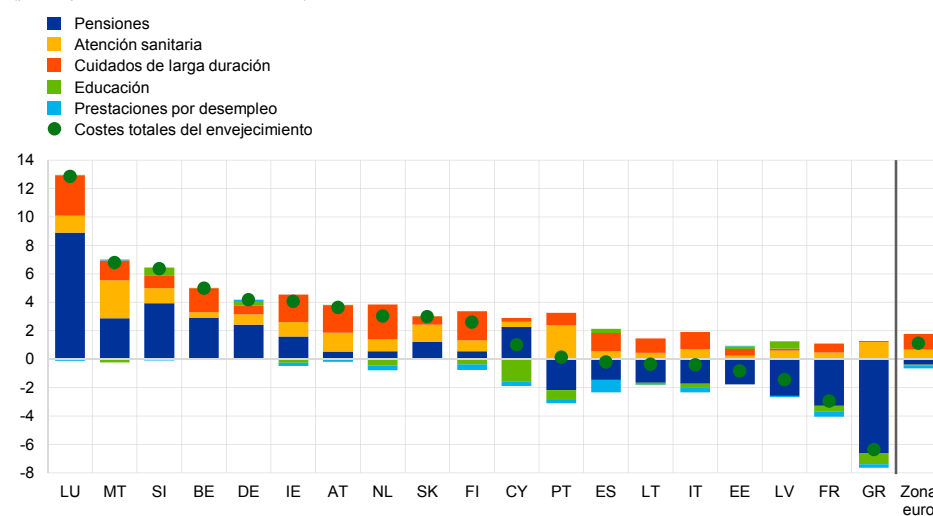
(porcentajes del PIB; 2016, 2040 y 2070)



Fuentes: «The 2018 Ageing Report» y cálculos del BCE.
Nota: Media ponderada para la zona del euro.

Gráfico B
Variación de los costes públicos totales asociados al envejecimiento y de sus componentes

(puntos porcentuales del PIB; 2016-2070)



Fuentes: «The 2018 Ageing Report» y cálculos del BCE.
Nota: Media ponderada para la zona del euro.

Las proyecciones de los costes totales relacionados con el envejecimiento se ven considerablemente afectadas por los costes de las pensiones públicas, seguidos de los correspondientes a la atención sanitaria y a los cuidados de larga duración¹⁷. En promedio, se espera que los costes de las pensiones públicas en la zona del euro aumenten 1,3 puntos porcentuales del PIB hasta 2040, pero que disminuyan 0,4 puntos porcentuales del PIB en el conjunto del horizonte de proyección, hasta situarse en el 11,9 % del PIB en 2070. No obstante, se observa una heterogeneidad significativa entre países. Los costes de las pensiones públicas son la principal causa del incremento de los costes asociados al envejecimiento en Bélgica, Luxemburgo, Eslovenia, Alemania, Malta y Chipre, mientras que contribuyen notablemente al descenso de estos costes en Grecia y Francia. En cambio, en todos los países, la contribución de la atención sanitaria y de los cuidados de larga duración a la variación de los costes totales del envejecimiento es positiva, pese a la gran heterogeneidad entre países (véase gráfico B).

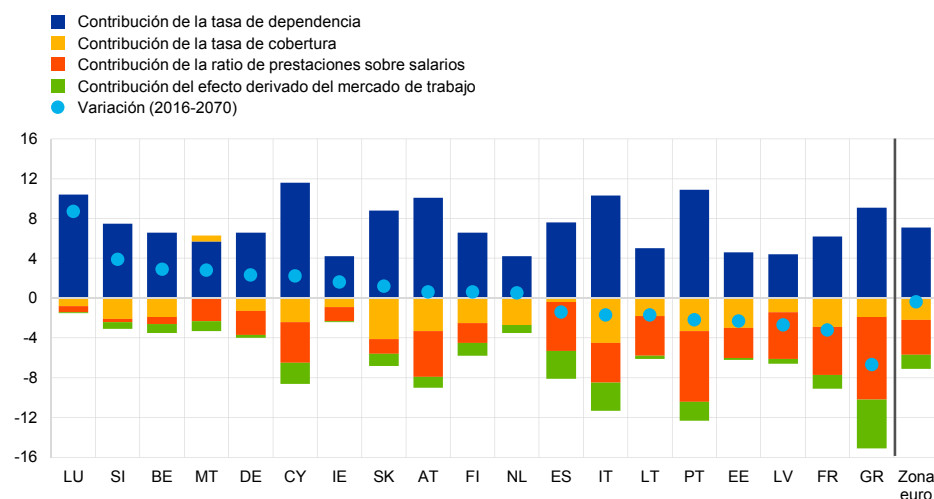
La dinámica de los costes de las pensiones públicas está determinada por factores opuestos. Por un lado, se prevé que el avance de la tasa de dependencia resultante del envejecimiento de la población incremente las presiones sobre el coste de las pensiones en todos los países. Por otro, se espera que este impacto se vea compensado por los descensos proyectados en otros factores, concretamente: i) la ratio de prestaciones sobre salarios; ii) la tasa de cobertura, y iii) el efecto derivado del mercado de trabajo (véase gráfico C). La disminución de la ratio de prestaciones sobre salarios (es decir, el importe total de las prestaciones por pensiones en relación con el de los salarios) refleja reformas anteriores que reducen la acumulación de derechos por pensiones, pero también supuestos relativamente favorables con respecto a la productividad total del empleo y de los factores, a través de su impacto sobre los salarios. La tasa de cobertura (es decir, el número de pensionistas en relación con el número de personas mayores de 65 años) se reducirá en casi todos los países, debido principalmente a las medidas que restringen el acceso a la jubilación anticipada y elevan la edad legal de jubilación. Por último, se prevé que disminuya el efecto derivado del mercado de trabajo (es decir, el impacto sobre los costes de las pensiones de cambios en el mercado de trabajo que afecten al empleo, a la jornada laboral y a la tasa de actividad de las personas mayores) como consecuencia de las reformas (por ejemplo, promocionando vidas laborales más largas) y del supuesto de que la tasa de desempleo converge a una tasa estructural más baja en el largo plazo. En conjunto, la evolución proyectada de los costes de las pensiones es resultado, en parte, de las reformas emprendidas con anterioridad, pero también de los supuestos relativamente favorables subyacentes.

¹⁷ En 2016, casi la mitad de los costes totales asociados al envejecimiento correspondieron al gasto en pensiones (45 %), seguido, en menor proporción, por el de atención sanitaria (27 %), educación (18 %), cuidados de larga duración (6 %) y prestaciones por desempleo (3 %).

Gráfico C

Determinantes de las proyecciones de los costes de las pensiones

(puntos porcentuales del PIB; 2016-2070)



Fuentes: «The 2018 Ageing Report» y cálculos del BCE.
Nota: Media ponderada para la zona del euro.

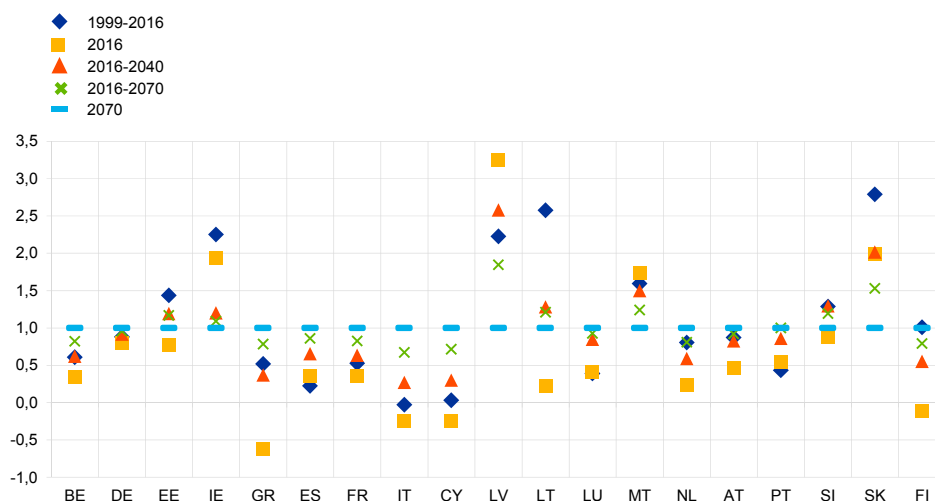
Las proyecciones del informe sobre el envejecimiento están sujetas a riesgos al alza importantes que tienen su origen en los favorables supuestos subyacentes.

Si los supuestos demográficos y macroeconómicos utilizados no se materializan según lo previsto, el resultado serían unos costes asociados al envejecimiento considerablemente más elevados. Se asume que la productividad total de los factores converge a una tasa de crecimiento anual del 1 % en todos los países, lo que implica una mejora sustancial para la mayoría de ellos en relación con los valores actuales (véase gráfico D). Asimismo, se prevé que el paro estructural se reduzca hasta situarse en una tasa media del 6,8 % en el largo plazo, frente al 10,2 % de 2016. Aunque las proyecciones se realizan bajo el supuesto de mantenimiento de las políticas económicas actuales, es muy improbable un aumento significativo de la productividad y una reducción de las tasas de paro estructural sin que se lleven a cabo reformas estructurales importantes. Además, las proyecciones de población de Eurostat para varios países parecen optimistas, si se comparan con las elaboradas por las autoridades nacionales o por Naciones Unidas.

Gráfico D

Productividad total de los factores: tasas de crecimiento anteriores, actuales y proyectadas

(porcentajes medios anuales)



Fuentes: «The 2018 Ageing Report», Comisión Europea y cálculos del BCE.

Otros riesgos están relacionados con la posible reversión de las reformas aprobadas.

El informe se basa en la premisa de que todas las reformas de los sistemas de pensiones promulgadas en los últimos años se aplicarán íntegramente. Sin embargo, en algunos países (como Italia y España), parece existir un riesgo alto de que se revoquen las reformas en materia de pensiones adoptadas con anterioridad. Asimismo, el riesgo de no aplicación de las reformas podría elevarse en los países que actualmente prevén retrocesos importantes de los ratios de prestaciones por pensiones. Por otro lado, en esos casos existe el riesgo de que aumenten de forma continua las transferencias de asistencia social si los sistemas privados de pensiones no cubren las carencias resultantes.

En general, en diversos países es necesario acometer nuevas reformas para frenar la subida prevista de los costes públicos asociados al envejecimiento en un entorno en el que los niveles de deuda pública son ya elevados.

Con este trasfondo, será importante que los países tomen medidas adicionales decisivas y realicen mayores esfuerzos de reformas estructurales en materia de pensiones, atención sanitaria y cuidados de larga duración.

5 Recomendaciones de política fiscal específicas por país en el marco del Semestre Europeo de 2018

Stephan Haroutunian, Sebastian Hauptmeier y Nadine Leiner-Killinger

El 23 de mayo, la Comisión Europea publicó su paquete de primavera del Semestre Europeo de 2018 con recomendaciones para los Estados miembros.

Este paquete incluye recomendaciones específicas por país (REP) sobre políticas económicas y fiscales para todos los Estados miembros de la UE¹⁸. También contiene recomendaciones relativas a la implementación del Pacto de Estabilidad y Crecimiento (PEC) de la Unión Europea dirigidas a algunos países¹⁹. En relación con las políticas fiscales, las recomendaciones se centran, en particular, en el cumplimiento del PEC por parte de los Estados miembros sobre la base de las previsiones de primavera de 2018 de la Comisión y de su evaluación de los planes de los países que figuran en las actualizaciones de los programas de estabilidad y convergencia publicados en abril. La labor del Semestre Europeo de este año es importante, especialmente con vistas a evitar que se repitan los errores cometidos antes de la crisis financiera, cuando no se constituyeron suficientes colchones fiscales en épocas de bonanza económica y la posterior recesión se vio agravada por la repentina necesidad de un endurecimiento procíclico de la política fiscal. En este contexto, en este recuadro se analizan las recomendaciones de política fiscal dirigidas a 18 países de la zona del euro (es decir, excluyendo a Grecia).

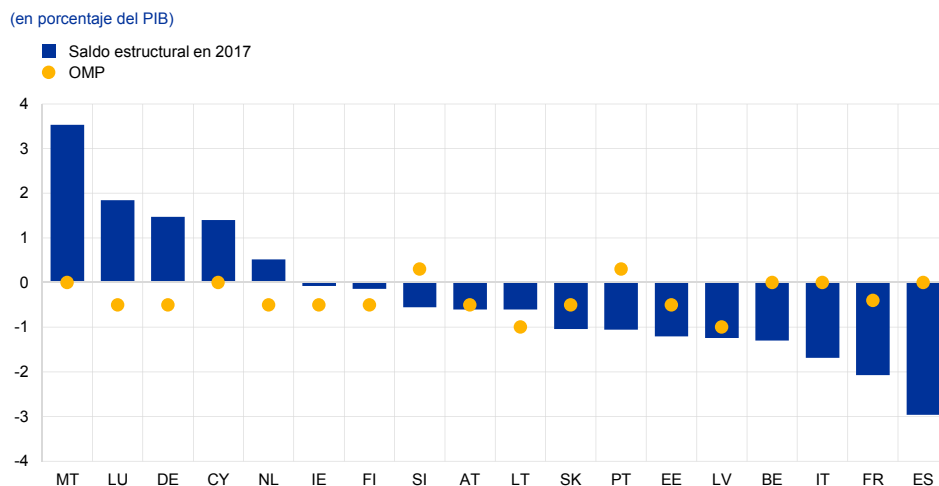
El paquete de primavera señala una mejora de la situación presupuestaria de los países de la zona del euro, pero también divergencias considerables entre unos y otros, pues algunos países, dadas sus elevadas ratios de deuda pública, siguen siendo vulnerables a perturbaciones. Según las previsiones de primavera de 2018 de la Comisión Europea, en 2017, diez países de la zona del euro alcanzaron o superaron sus objetivos presupuestarios a medio plazo (OMP) o registraron situaciones presupuestarias en términos estructurales cercanas a sus OMP (véase gráfico A). Ello debería ayudar a reducir las ratios de deuda pública y a reforzar las finanzas públicas en previsión de una posible desaceleración económica. Al mismo tiempo, algunos países aún están lejos de sus OMP, en especial aquellos cuya deuda pública asciende a más del 90 % del PIB. Los elevados niveles de deuda pública hacen que las finanzas públicas sean vulnerables a futuras contracciones macroeconómicas. Conllevan el riesgo de que sea necesario endurecer las políticas fiscales en épocas en las que se

¹⁸ Salvo para Grecia, cuya evolución fiscal se seguirá vigilando dentro del marco del programa del Mecanismo Europeo de Estabilidad (MEDE) mientras esté vigente (hasta agosto de 2018). Por tanto, Grecia estaba exenta de la obligación de presentar un plan presupuestario a medio plazo (Programa de Estabilidad) y un Programa Nacional de Reformas en abril, y no recibió recomendaciones.

¹⁹ El 22 de junio, los ministros de Economía y Finanzas de los Estados miembros finalizaron y aprobaron las REP. Su aprobación por el Consejo Europeo está prevista para el 28-29 de junio. El Semestre Europeo de 2018 concluirá formalmente con la adopción de las REP por parte del Consejo de Asuntos Económicos y Financieros (Consejo ECOFIN) en la reunión que se celebrará el 13 de julio.

debería dejar actuar a las propiedades estabilizadoras de las políticas fiscales para sostener la economía²⁰.

Gráfico A
Saldos estructurales en 2017 y OMP



Fuentes: Comisión Europea (base de datos AMECO) y cálculos del BCE.
Notas: El gráfico presenta los saldos estructurales de los países en 2017 y sus OMP. Según el Vademécum sobre el Pacto de Estabilidad y Crecimiento de la Comisión, se considera que los países cuyo saldo estructural se sitúa dentro del margen de tolerancia del OMP del 0,25 % del PIB han alcanzado su OMP.

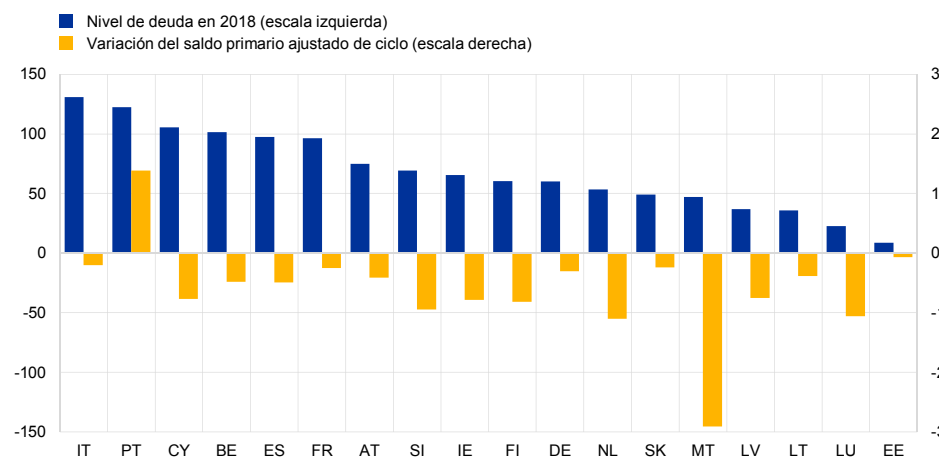
Se espera que las políticas fiscales sean expansivas en la gran mayoría de los Estados miembros en 2018, incluso en aquellos con una elevada deuda pública. De acuerdo con las previsiones de la Comisión Europea, la orientación de la política fiscal, medida por la variación del saldo primario ajustado de ciclo, será expansiva en casi todos los países de la zona del euro este año (véase gráfico B). Esto obedece al hecho de que se espera que algunos países que consiguieron sus OMP en 2017 consuman parte de sus superávits presupuestarios. Sin embargo, el tono expansivo previsto también refleja la relajación de la política fiscal en algunos países que todavía tienen ratios de deuda elevadas y necesitan mayor consolidación.

²⁰ Para obtener una visión general de las consecuencias económicas de una elevada deuda pública, véase el artículo titulado «Estrategias de reducción de la deuda pública en la zona del euro», *Boletín Económico*, número 3, BCE, 2016.

Gráfico B

Ratio de deuda pública/PIB y orientación de la política fiscal: 2018

(escala izquierda: en porcentaje del PIB; escala derecha: puntos porcentuales del PIB)



Fuentes: Comisión Europea (base de datos AMECO) y cálculos del BCE.

Nota: La orientación de la política fiscal se mide por la variación del saldo primario ajustado de ciclo.

Las proyecciones de la Comisión Europea apuntan a que la mayoría de los países que no han alcanzado aún situaciones presupuestarias saneadas no cumplirán en 2018 sus compromisos adquiridos en el marco del PEC. De los siete países de la zona del euro que la Comisión considera que corren el riesgo de desviarse significativamente del componente preventivo del PEC en 2018, cuatro —Bélgica, Francia, Italia y Portugal— tienen una ratio de deuda/PIB superior al 90 %. Además, se espera que España, que es el único país sujeto a un procedimiento de déficit excesivo (PDE) en 2018, cumpla el plazo establecido en el PDE —2018— para corregir su déficit, aunque este logro esconde un deterioro significativo del saldo estructural, frente a la mejora recomendada²¹.

Mientras que, en general, las REP reflejan el principio básico de aprovechar las épocas de bonanza económica para reconstituir los colchones, se están aplicando algunas excepciones respecto al procedimiento habitual²². Para España y Eslovenia, las REP prevén que las exigencias de ajuste estructural para 2019 serán inferiores a las acordadas en la matriz del componente preventivo del PEC, en concreto, el 0,65 % del PIB, en vez del 1 % del PIB²³. La desviación con respecto a las exigencias de la matriz se basa en consideraciones económicas, en especial en la elevada tasa de paro. La evaluación *ex post* de cumplimiento del PEC en 2019 admitirá un margen de desviación para los resultados de 2018. Este

²¹ Según las previsiones de primavera de 2018 de la Comisión, España no llegará al objetivo de déficit del 2,2 % del PIB establecido en el PDE (por 0,4 puntos porcentuales del PIB, aproximadamente), debido a un deterioro significativo del saldo estructural (de 0,3 puntos porcentuales, frente a la mejora recomendada de 0,5 puntos porcentuales).

²² Véase también la Comunicación de la Comisión al Parlamento Europeo, al Consejo Europeo, al Consejo, al Banco Central Europeo, al Comité Económico y Social Europeo, al Comité de las Regiones y al Banco Europeo de Inversiones: Semestre Europeo de 2018: Recomendaciones específicas por país, COM(2018) 400 final.

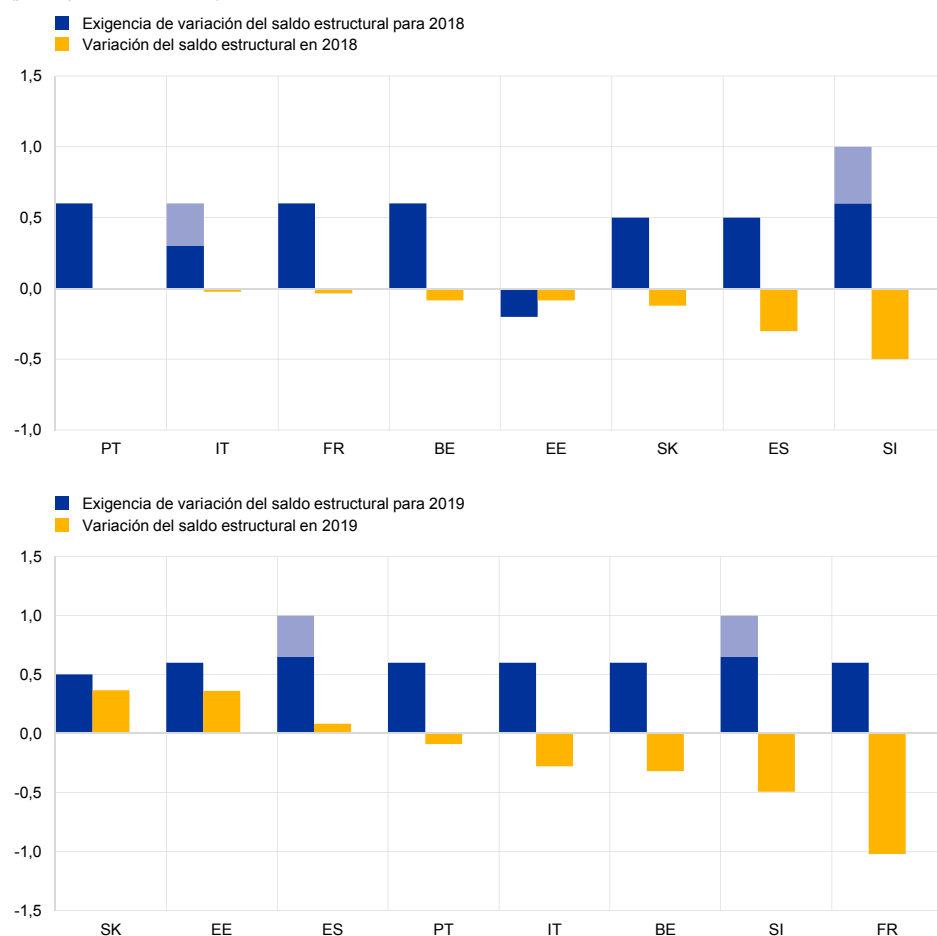
²³ Esta matriz diferencia las necesidades de ajuste por los niveles de la brecha de producción y de la deuda pública. Se basa en el principio de que las épocas de coyuntura económica favorable y la elevada deuda pública justifican unas mayores necesidades de ajuste. Para un análisis al respecto, véase el recuadro titulado «Flexibility within the Stability and Growth Pact», *Boletín Económico*, número 1, BCE, 2015.

enfoque sigue la rebaja «discrecional» de las exigencias de ajuste de dos países en 2018, del 0,6 % al 0,3 % del PIB para Italia, y del 1 % al 0,6 % del PIB para Eslovenia (véase gráfico C), en este caso sin ningún margen de desviación adicional. Esta aplicación del PEC es a costa de reducir la transparencia, la coherencia y la previsibilidad del marco.

Gráfico C

Exigencias de ajuste según el PEC para 2018 y 2019 para los países de la zona del euro que no han alcanzado su OMP en 2017

(puntos porcentuales del PIB)



Fuentes: Comisión Europea (base de datos AMECO) y cálculos del BCE.

Notas: Las exigencias de ajuste estructural para cada año son las que figuran en las REP. Para 2019 se cuantifican en las recomendaciones de política fiscal específicas por país en el marco del Semestre Europeo de 2018. Las áreas sombreadas en azul claro dentro de las barras respectivas reflejan el hecho de que las exigencias de ajuste son inferiores a las previstas en la matriz del componente preventivo. Para 2019, las previsiones de la Comisión se basan en un escenario que no contempla cambios en las políticas, a falta de presupuestos para dicho año.

Las REP recomiendan a los países que han alcanzado o superado sus OMP que utilicen el espacio fiscal para aumentar su producto potencial. Sin embargo, es preciso actuar con cautela, ya que los superávits presupuestarios también reflejan vientos de cola procedentes de un ciclo de dinamismo que se invertirá en el futuro. Por este motivo se ha de seguir atentamente la evolución del gasto.

El 23 de mayo, la Comisión Europea también formuló recomendaciones para algunos países de la zona del euro relativas a la implementación del PEC. La

Comisión adoptó informes para Bélgica e Italia con arreglo al artículo 126, apartado 3, del Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea, en los que valora su cumplimiento con el criterio de deuda del Tratado. En el caso de Italia, la Comisión concluyó que el criterio de deuda «debe considerarse cumplido en la actualidad» porque considera que las políticas fiscales cumplen, en líneas generales, el componente preventivo del PEC en 2017. Para Bélgica, el informe de la Comisión concluye que no hay pruebas suficientemente sólidas que permitan establecer que Bélgica no cumplió los requisitos del componente preventivo, por lo que no se ha podido concluir si el criterio de deuda se cumple o no. Dado que se espera que ambos países se desvíen significativamente de las exigencias del componente preventivo del PEC este año, la Comisión volverá a evaluar el cumplimiento de las reglas fiscales por parte de ambos países sobre la base de datos *ex post* para 2018. Sin embargo, considerar que el «cumplimiento general» del componente preventivo es un factor relevante esencial, y no tener en cuenta el incumplimiento del valor de referencia para la reducción de la deuda, merma la eficacia de la regla sobre la deuda. Entraña el riesgo de que el alto nivel de deuda no disminuya con suficiente rapidez²⁴. Por último, la Comisión recomendó la derogación del procedimiento de déficit excesivo (PDE) de Francia en el plazo fijado, el año 2017, y el Consejo adoptó la decisión correspondiente el 22 de junio.

La reciente volatilidad de los mercados financieros pone de relieve la necesidad de aprovechar el favorable entorno macroeconómico actual con mayor determinación para constituir colchones fiscales y reducir el elevado nivel de deuda. Por tanto, las reglas fiscales acordadas en la UE deben cumplirse y aplicarse íntegra y coherentemente en todos los países y a lo largo del tiempo. Ello es indispensable para poder confiar en la moneda común y avanzar hacia la culminación de la Unión Económica y Monetaria.

²⁴ Para obtener una visión general del funcionamiento de la regla sobre la deuda del PEC, véase el artículo titulado «Estrategias de reducción de la deuda pública en la zona del euro», *Boletín Económico*, número 3, BCE, 2016.