

Recuadros

1 Vulnerabilidades en las economías emergentes – comparación con crisis anteriores

Livia Chitu y Dominic Quint

En un contexto de volatilidad en los mercados financieros de algunas economías emergentes desde abril, en este recuadro se analizan las principales vulnerabilidades de los países emergentes, en concreto su capacidad de resistencia ante perturbaciones externas en comparación con episodios anteriores de crisis.

Desde abril, los mercados financieros de numerosas economías emergentes han registrado episodios de volatilidad en un entorno de expectativas de endurecimiento más rápido de la política monetaria en Estados Unidos y de mayor fortaleza del dólar estadounidense, así como de una creciente incertidumbre relacionada con las tensiones comerciales globales. Aunque hasta ahora solo se han producido tensiones agudas en Argentina y Turquía, las condiciones financieras se han tornado más restrictivas en la mayoría de las economías emergentes a lo largo del año. Según los datos de flujos de capitales, los inversores internacionales empezaron a reducir sus inversiones en esas economías en abril. Al mismo tiempo, las cotizaciones de los mercados bursátiles de estos países han retrocedido notablemente, revirtiendo las ganancias obtenidas durante la recuperación de 2017, y sus diferenciales de deuda soberana han aumentado. Con todo, existe una heterogeneidad significativa de unas economías a otras y, por ahora, los inversores parecen haber discriminado entre países basándose en sus fundamentos económicos.

Esta evolución ha suscitado preocupación sobre las perspectivas de las economías emergentes y ha planteado el interrogante de si las crisis experimentadas anteriormente en estos países, como la crisis asiática a finales de la década de 1990, podrían repetirse. La crisis asiática, desencadenada por la devaluación del baht tailandés en julio de 1997, desembocó en una reevaluación del riesgo y se contagió con rapidez a otros países de la región. Estas economías tuvieron que hacer frente a frenazos súbitos (*sudden stops*) de las entradas de capital y a recesiones profundas, y constituyeron un ejemplo de problemas generalizados de balanza de pagos unidos a debilidades de los sectores financieros. Aunque las causas de la crisis asiática fueron diversas, una característica común a muchos de los países afectados fue su dependencia de la deuda exterior a corto plazo denominada en moneda extranjera, junto con unos regímenes de tipo de cambio fijo y fragilidades en los sectores financieros. Históricamente, las crisis de las economías emergentes han coincidido, por lo general, con períodos de apreciación del dólar estadounidense que exponían a los países a grandes desajustes sin cobertura entre sus activos y pasivos denominados

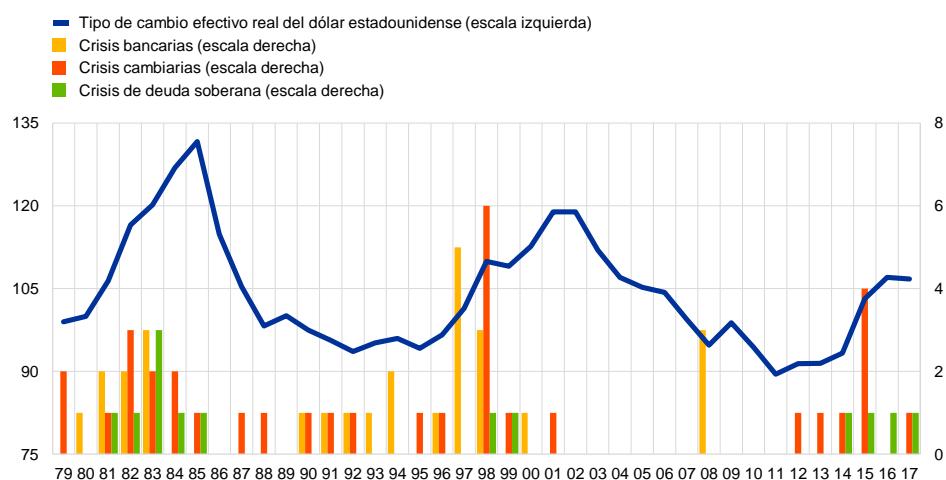
en dólares (véase gráfico A)⁸. Las circunstancias actuales de normalización de la política monetaria en Estados Unidos y de fortalecimiento del dólar han acrecentado la preocupación de que fragilidades similares puedan exponer a algunas economías emergentes a que se repitan las dificultades de balanza de pagos.

Los riesgos que podrían afectar a las economías emergentes son importantes para las perspectivas mundiales. En comparación con hace dos décadas, estos países desempeñan, en conjunto, un papel mucho más destacado en la economía global, ya que representan más de la mitad del PIB mundial (en paridad del poder adquisitivo) y de los flujos brutos de capital. Por tanto, la evolución de estas economías podría tener un impacto considerable en otros países a través de diversos canales, incluidos los canales comercial, financiero y de confianza.

Gráfico A

Papel del dólar estadounidense en las economías emergentes

(escala izquierda: índice, 1980 = 100; escala derecha: número de crisis)



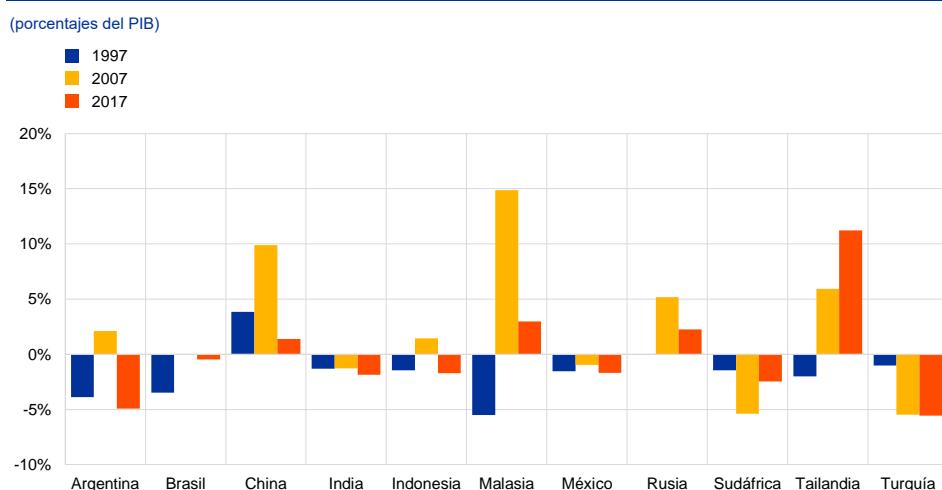
Fuentes: Laeven y Valencia (2012), Standard and Poor's, Bloomberg, Haver Analytics y cálculos del BCE.

En comparación con hace veinte años, muchas economías emergentes han reducido sus vulnerabilidades externas y han mejorado sus marcos de gestión de la política económica. Algunas han mejorado sus posiciones de balanza por cuenta corriente, y varias incluso registran superávits en esta partida. Determinados países exportadores de petróleo, en particular, se beneficiaron de la subida de los precios del petróleo que se produjo en la década de 2000. Sin embargo, desde la crisis financiera global, los desequilibrios por cuenta corriente han vuelto a aumentar ligeramente y todavía hay países con saldos deficitarios (véase gráfico B). Los marcos de gestión de la política económica también han evolucionado, y una elevada proporción de economías emergentes cuentan con objetivos de inflación que

⁸ Para un análisis en profundidad del «pecado original», es decir, la incapacidad de los países para endeudarse en el exterior en su moneda nacional, véanse B. Eichengreen, R. Hausmann y U. Panizza, «Original Sin: The Pain, the Mystery and the Road to Redemption», trabajo elaborado para la conferencia del Banco Interamericano de Desarrollo titulada «Currency and Maturity Matchmaking: Redeeming Debt from Original Sin», Washington, D. C., noviembre de 2002, y B. Eichengreen, R. Hausmann y U. Panizza, «Currency Mismatches, Debt Intolerance and the Original Sin: Why They Are Not the Same and Why it Matters», en S. Edwards, (ed.), *Capital Controls and Capital Flows in Emerging Economies: Policies, Practices and Consequences*, National Bureau of Economic Research, University of Chicago Press, 2007, pp. 121-170.

pueden contribuir a anclar las expectativas de variación de los precios y a estabilizar los ciclos económicos. Actualmente, la mayor parte de estas economías han adoptado regímenes cambiarios más flexibles. Además, muchas acumularon reservas después de la crisis asiática y han seguido haciéndolo desde la crisis financiera global. La medida ponderada por riesgo de la adecuación de reservas del FMI, que evalúa si el nivel de reservas es adecuado no solo en relación con indicadores tradicionales, como las importaciones y la deuda externa a corto plazo, sino también en relación con un agregado monetario amplio, con el fin de tener en cuenta el riesgo de una salida rápida de capitales, sugiere que muchas economías emergentes parecen estar mejor preparadas para afrontar frenazos súbitos o salidas rápidas de capitales (véase gráfico C)⁹. No obstante, los volúmenes de reservas de algunos países continúan siendo inferiores a las exigencias de reservas mínimas adecuadas.

Gráfico B
Balanza por cuenta corriente



Fuentes: FMI y cálculos del BCE.
Nota: Las últimas observaciones corresponden a 2017.

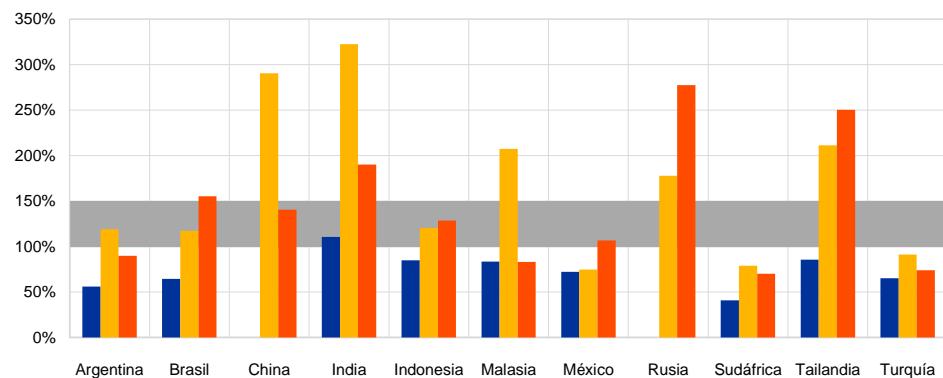
⁹ Con todo, no se deben pasar por alto los costes de acumular reservas. Tradicionalmente, estos costes están relacionados con los costes de esterilización (o de oportunidad) de mantener reservas y el coste para la economía mundial asociado a la acumulación de desequilibrios globales, pero, para conocer evidencia empírica de que la acumulación de reservas también podría generar presiones inflacionistas debido al riesgo moral y a efectos sobre los incentivos, véase L. Chitu, «[Reserve accumulation, inflation and moral hazard: Evidence from a natural experiment](#)», *Working Paper Series*, n.º 1880, BCE, febrero de 2016.

Gráfico C

Adecuación de las reservas

(porcentajes)

- Adecuación de las reservas ponderada por riesgo 1997
- Adecuación de las reservas ponderada por riesgo 2007
- Adecuación de las reservas ponderada por riesgo 2018
- Intervalo del nivel adecuado de reservas



Fuentes: FMI y cálculos del BCE.

Notas: La adecuación de las reservas se calcula utilizando la metodología ponderada por riesgo del FMI, es decir, como una función de las exportaciones (para reflejar las posibles pérdidas de reservas resultantes de una disminución de la demanda externa o de una perturbación que afecte a la relación real de intercambio), de la deuda a corto y a largo plazo (como medida de los pagos de intereses y del riesgo de refinanciación) y de un agregado monetario amplio (como medida de la posibilidad de que se produzca una salida rápida de capitales). La medida tiene en cuenta el régimen cambiario y la apertura de la cuenta de capital. Un nivel entre el 100 % y el 150 % indica que las reservas son adecuadas. Debido a la falta de disponibilidad de datos sobre la deuda a corto plazo por vencimiento residual, los datos de Brasil, Indonesia, México, Turquía y Malasia para 1997 realmente corresponden a 2001, 2001, 2001, 1999 y 2001, respectivamente.

No obstante, aunque la mayoría de las economías emergentes han reducido su dependencia de la financiación en divisas en comparación con finales de la década de los noventa, los pasivos denominados en dólares estadounidenses de estas economías han aumentado desde la Gran Recesión. El saldo de la deuda denominada en dólares de los países emergentes se ha incrementado durante los diez últimos años, ya que las empresas han aprovechado las favorables condiciones financieras globales (véase gráfico D)¹⁰. En la medida en que estas posiciones no están cubiertas, esto representa un riesgo para la estabilidad financiera, en caso de que el dólar siga fortaleciéndose. De hecho, existe evidencia procedente de los mercados financieros de que, más recientemente, el crecimiento de los pasivos en dólares también parece haber estado asociado a una mayor sensibilidad de las condiciones financieras en los países emergentes a la evolución financiera de Estados Unidos. A finales de los noventa, el endurecimiento de las condiciones financieras en este último país solía transmitirse con fuerza a las economías emergentes, si bien esta sensibilidad disminuyó a raíz de la crisis asiática, aunque en los últimos años ha vuelto a aumentar (véase gráfico E).

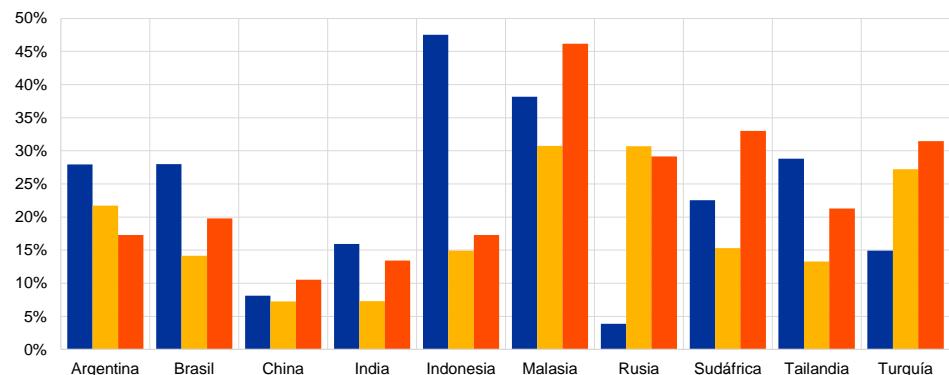
¹⁰ Véase A. S. Bénétix, P. R. Lane y J. C. Shambaugh, «International Currency Exposures, Valuation Effects, and the Global Financial Crisis», *Journal of International Economics*, vol. 96, suplemento 1, julio de 2015, pp. S98-S109.

Gráfico D

Pasivos exteriores brutos denominados en dólares estadounidenses

(porcentajes del PIB)

- 1997
- 2007
- 2017

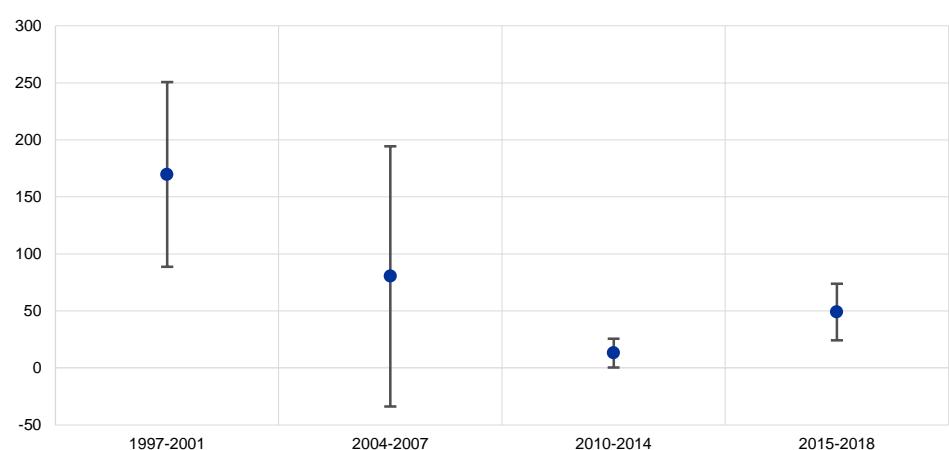


Fuentes: Bénétrix, Lane y Shambaugh (2015), y cálculos del BCE.

Gráfico E

Respuesta de los diferenciales de deuda soberana de las economías emergentes a un endurecimiento de las condiciones financieras en Estados Unidos

(puntos básicos)



Fuentes: Bloomberg, Haver Analytics y cálculos del BCE.

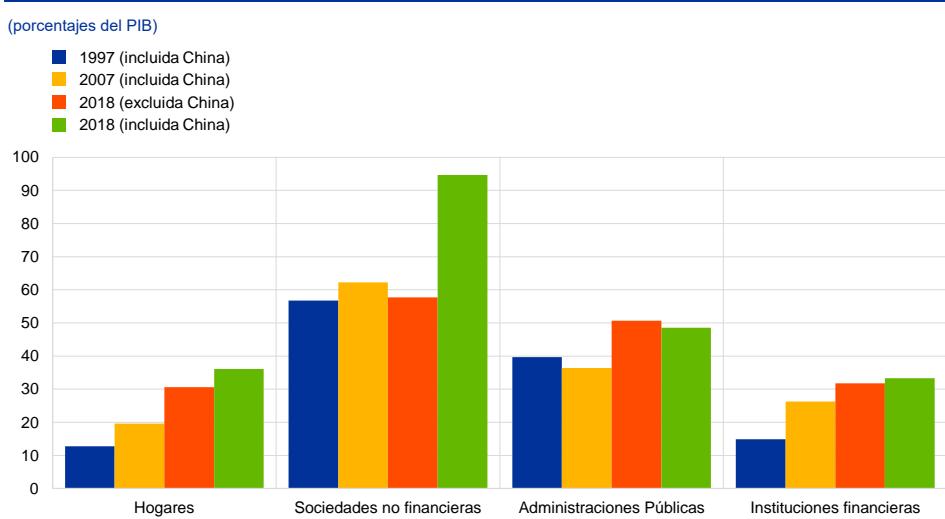
Notas: La respuesta, expresada en puntos básicos transcurridos 22 días hábiles con un intervalo de confianza del 95 %, se basa en proyecciones a partir de una regresión con datos de panel con efectos fijos para los diferenciales de deuda soberana globales del Emerging Markets Bond Index (EMB), de JP Morgan. La variable explicativa es el índice de condiciones financieras para Estados Unidos de Bloomberg. Los países incluidos en el panel son Argentina, Brasil, China, México, Malasia, Filipinas, Rusia, Turquía y Sudáfrica. La última observación corresponde al 31 de agosto de 2018.

Al mismo tiempo, los desequilibrios internos parecen haberse agudizado en algunas economías emergentes, como pone de manifiesto el aumento de las emisiones de deuda en moneda local y la reducción del margen de actuación de las políticas. Aunque las vulnerabilidades exteriores pueden haber disminuido, es posible que otras fragilidades se hayan agravado, como muestra, por ejemplo, el incremento de las emisiones de deuda en moneda local y del apalancamiento del sector privado, así como el deterioro de las posiciones fiscales. Las ratios de deuda en relación con el PIB han aumentado de forma significativa en comparación con los

niveles de hace veinte años. En particular, los niveles de deuda crecieron con rapidez después de la recesión global como consecuencia de las favorables condiciones financieras internacionales, sobre todo los del sector empresarial de China. El crédito en relación con el PIB de este país se ha incrementado hasta alcanzar niveles que pueden suscitar preocupación sobre la estabilidad financiera¹¹. Además del sector empresarial, el apalancamiento de los hogares en los países emergentes se ha triplicado en comparación con los niveles de mediados de los noventa (véase gráfico F)¹². Por otra parte, el margen de actuación de sus políticas fiscales y monetarias es menor, ya que durante la Gran Recesión tuvieron que introducir estímulos fiscales y monetarios. En los países exportadores de materias primas, el espacio fiscal se redujo notablemente tras la caída de los precios de estas materias en 2014. El margen de maniobra puede ser aún más limitado en aquellas economías emergentes con volúmenes elevados de deuda sin cobertura denominada en moneda extranjera¹³.

Gráfico F

Endeudamiento de las economías emergentes por sector



Fuentes: Institute of International Finance y cálculos del BCE.

Notas: Las cifras corresponden al primer trimestre del año en cuestión. El conjunto de datos abarca 30 economías emergentes (EM-30): Arabia Saudí, Argentina, Brasil, Chile, China, Colombia, Corea del Sur, Egipto, Emiratos Árabes Unidos, Filipinas, Ghana, Hong Kong, Hungría, India, Indonesia, Israel, Kenia, Líbano, Malasia, México, Nigeria, Pakistán, Polonia, República Checa, Rusia, Singapur, Sudáfrica, Tailandia, Turquía y Ucrania.

¹¹ Véanse, por ejemplo, I. Aldasoro, C. Borio y M. Drehmann, «[Early warning indicators of banking crises: expanding the family](#)», *Informe Trimestral del BPI*, marzo de 2018, y A. Dieppe, R. Gilhooly, J. Han, I. Korhonen y D. Lodge (eds.), «[The transition of China to sustainable growth – implications for the global economy and the euro area](#)», *Occasional Paper Series*, n.º 206, BCE, enero de 2018.

¹² Podría argumentarse que, en algunos países, este incremento es reflejo, en cierta medida, de un sistema financiero en desarrollo. Aunque esta ratio no se considere problemática en muchas economías avanzadas, los mercados emergentes suelen tener menor tolerancia a la deuda. Véanse, por ejemplo, «[Fiscal policy, public debt and monetary policy in emerging market economies](#)», *BIS Papers*, n.º 67, octubre de 2012, y C. Reinhart, K. Rogoff y M. Savastano, «[Debt Intolerance](#)», *Brookings Papers on Economic Activity*, vol. 1, 2003, pp. 1-74.

¹³ Para conocer más detalles y evidencia empírica, también sobre la «tesis de Fischer» de la instrumentación óptima de la política monetaria en países dollarizados en épocas de crisis, véase, por ejemplo, L. Chitu, «[Was Unofficial Dollarisation/Euroisation an Amplifier of the 'Great Recession' of 2007-2009 in Emerging Economies?](#)», *Comparative Economic Studies*, vol. 55, n.º 2, junio de 2013, pp. 233-265.

Para determinar si las economías emergentes son actualmente menos proclives a experimentar una crisis grave, se calcula la probabilidad de que se produzca una crisis en 2018 y se contrasta con la probabilidad de crisis en 1997. La probabilidad de ocurrencia de crisis refleja la vulnerabilidad global de un país sintetizando las variables económicas fundamentales de estas economías en una sola medida que engloba las vulnerabilidades macrofinancieras más importantes, esto es, las que contribuyen a predecir crisis sistemáticas severas en mercados emergentes y que están relacionadas con riesgos tradicionales de balanza de pagos y con desequilibrios financieros internos. Más concretamente, el modelo de alerta temprana que utiliza las mejores variables predictivas de crisis encontradas en la literatura incluye valores retardados del crecimiento del PIB, la inflación, la cuenta corriente en relación con el PIB, el crédito privado en relación con el PIB y las reservas en relación con la deuda a corto plazo. Las probabilidades de crisis a un año vista se estiman empleando un modelo *logit* binario en el que la variable dependiente es una crisis muy grave (cambiaria, bancaria sistemática o soberana), según la definición de Laeven y Valencia (2012)¹⁴. Ahora bien, los modelos de alerta temprana tienen limitaciones, ya que su precisión depende de los posibles efectos de retroalimentación de cambios en las políticas y las expectativas. Además, estos modelos solo utilizan indicadores que mostraron buenas capacidades de predicción de crisis anteriores, y no incluyen nuevos indicadores que podrían ser herramientas útiles para predecir crisis futuras, por ejemplo, el grado de apalancamiento del sector empresarial en las economías emergentes.

En conjunto, el modelo sugiere que, aunque el panorama en las distintas economías emergentes es heterogéneo, sus fundamentos económicos han mejorado, en líneas generales, en comparación con mediados de la década de los noventa. Se ha de destacar que los países emergentes con fundamentos económicos más sólidos representan una proporción elevada de la economía mundial. La evidencia empírica apunta a que los fundamentos de la mayoría de estos países han mejorado en cierta medida en comparación con 1997, en particular en aquellos con un peso cada vez mayor en la economía global (véase gráfico G). En conjunto, los fundamentos de las economías emergentes de Asia son los que más han mejorado, lo que sugiere que aprendieron de la experiencia de la crisis de 1997¹⁵. Sin embargo, el modelo identifica a Argentina y a Turquía, que recientemente han registrado turbulencias en los mercados financieros, como países más vulnerables que en 1997. Además, el ejemplo de China pone en evidencia la necesidad de evaluar con cautela los resultados del modelo. La probabilidad de crisis que prevé el modelo para 2018 es relativamente baja porque

¹⁴ El modelo utiliza un período muestral relativamente largo, de casi medio siglo, una definición de crisis establecida en la literatura como variable dependiente (véase L. Laeven y F. Valencia, «*Systemic Banking Crises Database: An Update*», *IMF Working Papers*, n.º 12/163, junio de 2012) y una amplia muestra de 50 países de importancia sistemática. La probabilidad de crisis en 2018 se basa en datos de 2017. El sesgo en el período posterior a la crisis se aborda excluyendo los años de crisis. El punto de corte óptimo que divide las probabilidades estimadas obtenidas del modelo *logit* en observaciones que señalan probabilidad de crisis y observaciones que no señalan tal probabilidad se deriva del estadístico J de Youden. Con un AUROC de 0,8163 y un error estándar de solo 0,048, se puede considerar que el modelo tiene buenas capacidades predictivas.

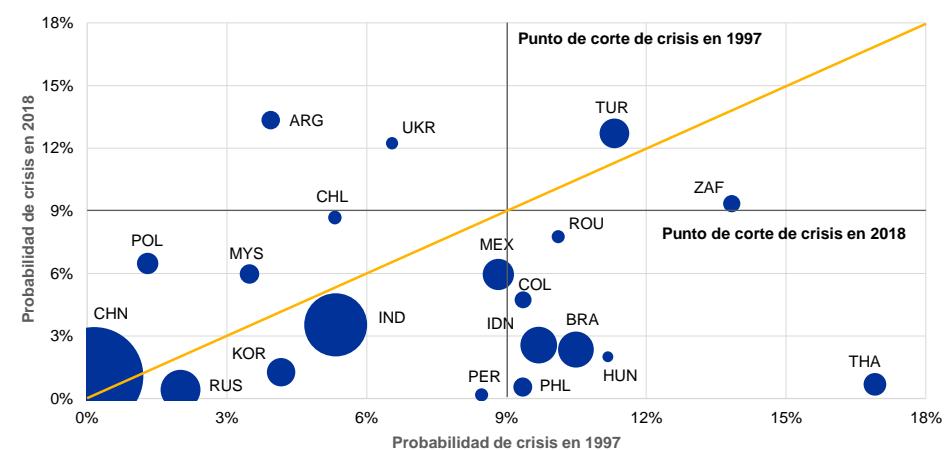
¹⁵ El modelo de alerta temprana no señala una crisis en Corea del Sur y en Malasia en 1997, lo que tiende a apoyar la hipótesis de un contagio no racional/no derivado de variables fundamentales de esos países en aquellos momentos.

China tiene un ligero superávit por cuenta corriente, una inflación reducida, un fuerte crecimiento, volúmenes elevados de reservas de divisas y bajos niveles de deuda externa. Al mismo tiempo, en este país se ha observado un rápido aumento del apalancamiento en la última década, un factor que podría no estar suficientemente reflejado en el modelo¹⁶.

Gráfico G

Probabilidades de crisis en las economías emergentes, 2018 frente a 1997

(porcentajes)



Fuente: Estimaciones del BCE.

Notas: La probabilidad de ocurrencia de una crisis (cambiaria, bancaria sistemática o soberana) en 2018 o en 1997 se estima utilizando un modelo logit binario en el que la variable dependiente de la crisis se ajusta a la definición de Laeven y Valencia (2012). Debido a la falta de datos históricos para estimar las probabilidades de crisis en 1997 para China y Corea del Sur, el gráfico muestra las probabilidades en 1998 y 1999, respectivamente. En el caso de Rusia, Brasil y Turquía, las probabilidades de crisis en el pasado corresponden a 1998 y 2001, respectivamente, los años en que estos países sufrieron crisis. El punto de corte óptimo para emitir una señal de crisis se obtiene del estadístico J de Youden. El tamaño de los círculos de los países refleja sus pesos respectivos en el PIB mundial en términos de paridad del poder adquisitivo en 2017.

En conjunto, si bien parece que, en general, la mayoría de las economías emergentes cuentan con unos fundamentos económicos más sólidos y están mejor preparadas que hace veinte años para resistir perturbaciones, persisten riesgos. Aunque ahora estas economías han mejorado sus posiciones exteriores, es posible que se hayan estado acumulando riesgos internos, en particular después de la recesión global, y, si bien algunas siguen afrontando los problemas tradicionales de balanza de pagos, otras pueden tener que hacer frente a episodios de inestabilidad financiera causados por un sector financiero nacional excesivamente apalancado y por el decreciente margen de maniobra de las políticas.

¹⁶ En China, las fragilidades se han intensificado porque el rápido crecimiento del crédito ha ido acompañado de un aumento de la complejidad y el apalancamiento del sistema financiero. Para más detalles, véase A. Dieppe, R. Gilhooly, J. Han, I. Korhonen y D. Lodge (eds.), *op. cit.*

2

Situación de liquidez y operaciones de política monetaria en el período comprendido entre el 1 de agosto y el 30 de octubre de 2018

M.^a Carmen Castillo Lozoya y Elvira Fioretto

En este recuadro se describen las operaciones de política monetaria del BCE realizadas durante el quinto y el sexto períodos de mantenimiento de reservas de 2018, comprendidos entre el 1 de agosto y el 18 de septiembre y entre el 19 de septiembre y el 30 de octubre 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. En paralelo, 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, por sus siglas en inglés), con un objetivo de compras mensuales de 30 mm de euros, en promedio, hasta el final de septiembre de 2018, y de 15 mm de euros a partir de octubre.

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 1.459,8 mm de euros, lo que representa un incremento de 32,3 mm de euros con respecto al período de referencia anterior (es decir, el tercer y cuarto período de mantenimiento de 2018). Las mayores necesidades de liquidez fueron resultado, en gran medida, del aumento de 29,8 mm de euros registrado en la media de los factores autónomos netos, que alcanzaron la cifra de 1.333,1 mm de euros durante el período considerado, mientras que las exigencias de reservas mínimas se incrementaron, en promedio, en 2,5 mm de euros, situándose en 126,7 mm de euros.

El avance de los factores autónomos netos se debió principalmente al incremento de los factores de absorción de liquidez, que se compensó en parte con el observado en los de inyección de liquidez. Entre los factores de absorción de liquidez, los depósitos de las Administraciones Públicas y los billetes en circulación registraron las variaciones más significativas, con un aumento, en promedio, de 20 mm de euros y 16,6 mm de euros, hasta situarse en 259,4 mm de euros y en 1.193,1 mm de euros, respectivamente. Estos incrementos se vieron compensados, en parte, por el alza de los factores de inyección de liquidez —en particular, los activos netos denominados en euros, que aumentaron, en promedio, en 8,9 mm de euros y se situaron en 200,1 mm de euros—. Los pasivos del Eurosistema denominados en euros frente a no residentes en la zona del euro disminuyeron, en promedio, 9,5 mm de euros, lo que reflejó un patrón estacional

menos pronunciado que durante el período de referencia anterior¹⁷ y, por tanto, contribuyó positivamente al promedio de activos netos denominados en euros (factores de inyección de liquidez).

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, y se observó una mayor volatilidad en torno al final del tercer trimestre de 2018 y de otros meses durante el período analizado.

Cuadro A

Situación de liquidez del Eurosistema

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

	Período de referencia actual: 1 de agosto a 30 de octubre de 2018				Período de referencia anterior: 3 de mayo a 31 de julio de 2018
	Quinto y sexto período de mantenimiento	Quinto período de mantenimiento: 1 de agosto a 18 de septiembre	Sexto período de mantenimiento: 19 de septiembre a 30 de octubre	Tercer y cuarto período de mantenimiento	
Factores autónomos de liquidez	2.164,8 (+40,9)	2.150,1 (-17,2)	2.181,9 (+31,7)	2.123,9 (+43,8)	
Billetes en circulación	1.193,1 (+16,6)	1.192,2 (+8,6)	1.194,3 (+2,1)	1.176,5 (+22,5)	
Depósitos de las AAPP	259,4 (+20,0)	239,1 (-24,7)	283,1 (+44,1)	239,4 (+11,9)	
Otros factores autónomos	712,2 (+4,3)	718,9 (-1,1)	704,4 (-14,5)	708,0 (+9,4)	
Cuentas corrientes	1.358,0 (+26,2)	1.348,7 (+42,0)	1.369,0 (+20,3)	1.331,9 (+27,3)	
Instrumentos de política monetaria	779,7 (-0,4)	797,9 (+21,4)	758,5 (-39,4)	780,1 (-20,4)	
Exigencias de reservas mínimas ¹	126,7 (+2,5)	126,7 (+2,0)	126,7 (-0,0)	124,2 (+0,0)	
Facilidad de depósito	653,0 (-2,9)	671,2 (+19,4)	631,8 (-39,4)	655,9 (-20,4)	
Operaciones de ajuste de absorción de liquidez	0,0 (+0,0)	0,0 (+0,0)	0,0 (+0,0)	0,0 (+0,0)	

¹⁷ Los pasivos del Eurosistema denominados en euros frente a no residentes en la zona del euro corresponden principalmente a depósitos denominados en euros en cuentas mantenidas por bancos centrales no pertenecientes a la zona del euro 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, tanto en el mercado de operaciones con garantía como en el de operaciones sin garantía, antes de las fechas de presentación de los balances. El 30 de septiembre de 2018, los pasivos denominados en euros frente a no residentes en la zona del euro aumentaron hasta alcanzar los 301,7 mm de euros, en comparación con el importe medio de 264,7 mm de euros registrado durante el sexto período de mantenimiento. Esta evolución implicó un efecto menos pronunciado que el observado el 30 de junio de 2018, cuando estos pasivos se incrementaron hasta situarse en 348 mm de euros, frente a los 281,4 mm de euros registrados, en promedio, en el cuarto período de mantenimiento.

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

	Período de referencia actual: 1 de agosto a 30 de octubre de 2018				Período de referencia anterior: 3 de mayo a 31 de julio de 2018
	Quinto y sexto período de mantenimiento	Quinto período de mantenimiento: 1 de agosto a 18 de septiembre	Sexto período de mantenimiento: 19 de septiembre a 30 de octubre	Tercer y cuarto período de mantenimiento	
	831,9 (+10,9)	837,4 (+15,9)	825,5 (-11,9)	821,0 (-20,6)	
Factores autónomos de liquidez					
Activos exteriores netos	631,8 (+1,9)	637,5 (+2,4)	625,2 (-12,3)	629,8 (+1,0)	
Activos netos denominados en euros	200,1 (+8,9)	199,9 (+13,6)	200,3 (+0,4)	191,2 (-21,6)	
Instrumentos de política monetaria	3.344,1 (+53,0)	3.332,7 (+27,9)	3.357,6 (+24,9)	3.291,1 (+71,3)	
Operaciones de mercado abierto	3.344,0 (+53,0)	3.332,6 (+27,9)	3.357,5 (+24,9)	3.291,0 (+71,3)	
Operaciones de subasta	739,1 (-14,0)	742,9 (-3,3)	734,7 (-8,2)	753,1 (-8,7)	
OPF	4,8 (+2,9)	3,0 (+1,0)	6,9 (+3,9)	1,9 (+0,2)	
OFPML a tres meses	4,6 (-2,8)	5,4 (-1,9)	3,7 (-1,7)	7,4 (-0,3)	
Operaciones TLTRO-I	5,5 (-5,6)	8,9 (-0,6)	1,5 (-7,4)	11,1 (-1,9)	
Operaciones TLTRO-II	724,2 (-8,5)	725,6 (-1,8)	722,6 (-3,0)	732,7 (-6,6)	
Carteras en firme	2.604,9 (+67,0)	2.589,7 (+31,2)	2.622,8 (+33,1)	2.537,9 (+79,9)	
Primer programa de adquisiciones de bonos garantizados	4,5 (-0,2)	4,5 (-0,0)	4,5 (-0,0)	4,7 (-1,1)	
Segundo programa de adquisiciones de bonos garantizados	4,0 (-0,2)	4,0 (-0,1)	4,0 (-0,0)	4,2 (-0,3)	
Tercer programa de adquisiciones de bonos garantizados	258,4 (+3,8)	257,2 (+1,8)	259,9 (+2,7)	254,6 (+5,7)	
Programa para los mercados de valores	74,2 (-9,3)	74,3 (-8,0)	74,0 (-0,3)	83,5 (-1,5)	
Programa de compras de bonos de titulización de activos	27,3 (-0,2)	27,5 (-0,1)	27,1 (-0,4)	27,5 (+1,7)	
Programa de compras de valores públicos	2.067,8 (+63,6)	2.055,7 (+34,3)	2.081,9 (+26,2)	2.004,2 (+61,9)	
Programa de compras de bonos corporativos	168,7 (+9,5)	166,4 (+3,3)	171,4 (+5,0)	159,3 (+13,5)	
Facilidad marginal de crédito	0,1 (-0,0)	0,1 (+0,0)	0,1 (-0,0)	0,1 (+0,0)	

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

	Período de referencia actual: 1 de agosto a 30 de octubre de 2018				Período de referencia anterior: 3 de mayo a 31 de julio de 2018
	Quinto y sexto período de mantenimiento	Quinto período de mantenimiento: 1 de agosto a 18 de septiembre	Sexto período de mantenimiento: 19 de septiembre a 30 de octubre	Tercer y cuarto período de mantenimiento	
	1.459,8 (+32,3)	1.439,5 (-31,4)	1.483,4 (+43,9)	1.427,5 (+64,5)	
Necesidades de liquidez agregadas	1.459,8 (+32,3)	1.439,5 (-31,4)	1.483,4 (+43,9)	1.427,5 (+64,5)	
Factores autónomos ²	1.333,1 (+29,8)	1.312,8 (-33,5)	1.356,7 (+43,9)	1.303,3 (+64,4)	
Exceso de liquidez	1.884,3 (+20,8)	1.893,1 (+59,4)	1.874,0 (-19,0)	1.863,5 (+6,8)	

Evolución de los tipos de interés (medias, porcentajes)

	Período de referencia actual: 1 de agosto a 30 de octubre de 2018					Período de referencia anterior: 3 de mayo a 31 de julio de 2018
	Quinto y sexto período de mantenimiento	Quinto periodo de mantenimiento: 1 de agosto a 18 de septiembre	Sexto periodo de mantenimiento: 19 de septiembre a 30 de octubre	Tercer y cuarto periodo de mantenimiento		
OPF	0,00 (+0,00)	0,00 (+0,00)	0,00 (+0,00)	0,00 (+0,00)	0,00 (+0,00)	0,00 (+0,00)
Facilidad marginal de crédito	0,25 (+0,00)	0,25 (+0,00)	0,25 (+0,00)	0,25 (+0,00)	0,25 (+0,00)	0,25 (+0,00)
Facilidad de depósito	-0,40 (+0,00)	-0,40 (+0,00)	-0,40 (+0,00)	-0,40 (+0,00)	-0,40 (+0,00)	-0,40 (+0,00)
Eonia	-0,363 (+0,00)	-0,359 (+0,00)	-0,366 (-0,01)	-0,363 (+0,00)	-0,363 (+0,00)	-0,363 (+0,00)

Fuente: BCE.

Notas: Todas las cifras del cuadro están redondeadas al múltiplo de 100 millones de euros más próximo. Las cifras entre paréntesis indican la variación con respecto al período de mantenimiento o de referencia anterior.

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.

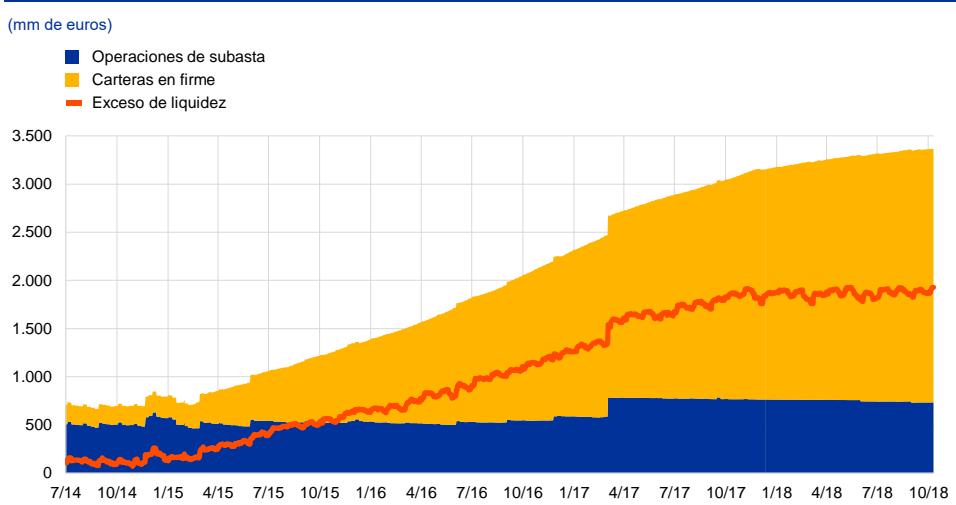
2) El valor total de los factores autónomos incluye también «partidas en curso de liquidación».

Liquidez inyectada mediante instrumentos de política monetaria

El volumen medio de liquidez proporcionado a través de las operaciones de mercado abierto —tanto operaciones de subasta como compras efectuadas en el marco del APP— se incrementó en 53 mm de euros, hasta un importe de 3.344,1 mm de euros (véase gráfico A). Este aumento fue atribuible en su totalidad a las compras netas realizadas en el marco del 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 14 mm de euros) durante el período considerado, y se situó en 739,1 mm de euros. Este descenso se debió

Integramente a la disminución de 14,1 mm de euros en el saldo vivo medio de las operaciones de financiación a plazo más largo con objetivo específico (TLTRO, por sus siglas en inglés), que estuvo relacionada en gran parte con el vencimiento de las operaciones TLTRO-I y los reembolsos voluntarios de la primera y la segunda operación TLTRO-II en septiembre de 2018, que ascendieron a un total de 12,6 mm de euros. La liquidez media proporcionada a través de las OPF aumentó en 2,9 mm de euros, hasta situarse en 4,8 mm de euros, pero este incremento se vio contrarrestado casi en su totalidad por una caída de la liquidez inyectada mediante las operaciones de financiación a plazo más largo (OFPML) a tres meses, que se redujo, en promedio, en 2,8 mm de euros y se situó en 4,6 mm de euros.

La liquidez inyectada a través de las carteras mantenidas por el Eurosistema con fines de política monetaria aumentó en 67 mm de euros, hasta situarse, en promedio, en 2.604,9 mm de euros, debido a las compras netas 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 y del programa de compras de bonos corporativos se incrementó, en promedio, en 63,6 mm de euros, 3,8 mm de euros y 9,5 mm de euros, respectivamente. Sin embargo, el programa de compras de bonos de titulización de activos experimentó un leve descenso, de 0,2 mm de euros, en promedio, como consecuencia de las amortizaciones netas de los valores adquiridos. 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 ascendieron a 9,7 mm de euros en total.

Exceso de liquidez

Como consecuencia de la evolución detallada anteriormente, el exceso medio de liquidez aumentó ligeramente, en 20,8 mm de euros, en comparación con el período de referencia anterior, hasta situarse en 1.884,3 mm de euros (véase gráfico A). Este incremento refleja la liquidez proporcionada a través de las compras del APP, que fue absorbida, solo en parte, por el avance de los factores autónomos netos, principalmente en el sexto período de mantenimiento. De hecho, mientras que en el quinto período de mantenimiento el exceso de liquidez aumentó en 59,4 mm de euros, en el sexto volvió a disminuir en 19 mm de euros. Esta reversión se debió parcialmente a la evolución de los factores autónomos netos, que se redujeron en 33,5 mm de euros antes de incrementarse de nuevo, en 43,9 mm de euros, durante el quinto y sexto período de mantenimiento, respectivamente. En cuanto a la distribución del exceso de liquidez entre las cuentas corrientes y la facilidad de depósito, los saldos medios en cuenta corriente aumentaron en 26,2 mm de euros, hasta alcanzar los 1.358 mm de euros, al tiempo que el recurso medio a la facilidad de depósito registró un leve descenso de 2,9 mm de euros y se situó en 653 mm de euros.

Evolución de los tipos de interés

Los tipos de interés a un día de las operaciones con garantía y sin garantía del mercado monetario se mantuvieron próximos al tipo de la facilidad de depósito del BCE, o se situaron ligeramente por debajo de ese nivel para determinadas cestas de activos de garantía en el segmento garantizado. En el mercado de operaciones sin garantía, el índice medio del tipo de interés del euro a un día (eonia) se situó, en promedio, en el $-0,363\%$, sin variación con respecto al período de referencia anterior. El eonia fluctuó en una banda comprendida entre el mínimo del $-0,371\%$ observado el 12 de septiembre y el 17 de octubre y el máximo del $-0,342\%$ del último día de agosto de 2018. En cuanto al mercado de operaciones con garantía, el diferencial de los tipos *repo* medios a un día del mercado GC Pooling¹⁸ para las cestas estandarizada y ampliada de activos de garantía se estrechó sustancialmente en un entorno de volúmenes de negociación reducidos. En comparación con el período anterior, el tipo *repo* medio a un día para la cesta estandarizada de activos de garantía aumentó en 22 puntos básicos y se situó en el $-0,419\%$, mientras que el correspondiente a la cesta ampliada se redujo en 10 puntos básicos, hasta situarse en el $-0,404\%$.

El descenso registrado al final del tercer trimestre de 2018 en los tipos *repo* de los activos de garantía de la mayoría de los países de la zona del euro fue ligeramente mayor que al final del primer y segundo trimestre, pero siguió siendo relativamente moderado en comparación con los observados a fin de trimestre en 2017. En la negociación con activos de garantía generales, al final de junio los tipos *repo* a un día de los activos de garantía franceses y alemanes retrocedieron solo 2 puntos básicos y 5 puntos básicos, respectivamente, mientras que, al final de septiembre, esos mismos tipos *repo* se redujeron en 11 puntos básicos y en 15 puntos básicos, hasta situarse en el $-0,61\%$ y el $-0,65\%$, respectivamente. En cambio, el tipo *repo* de los activos de garantía generales italianos aumentó en 6 puntos básicos y se situó en el $-0,33\%$ al final de septiembre, frente al incremento de 3 puntos básicos que se registró al final de junio. Los tipos *repo* de todos los países de la zona del euro retornaron a los niveles anteriores inmediatamente después del final del trimestre. En definitiva, la facilidad de préstamo de valores del programa de compras de valores públicos del Eurosystem continuó favoreciendo el buen funcionamiento de los mercados de *repos*.

¹⁸ El mercado con activos de garantía generales (GC Pooling) permite realizar cesiones temporales con cestas estandarizadas de activos de garantía en la plataforma Eurex.

3

Análisis de la desaceleración del crecimiento en 2018

Maarten Dossche y Jaime Martínez-Martín

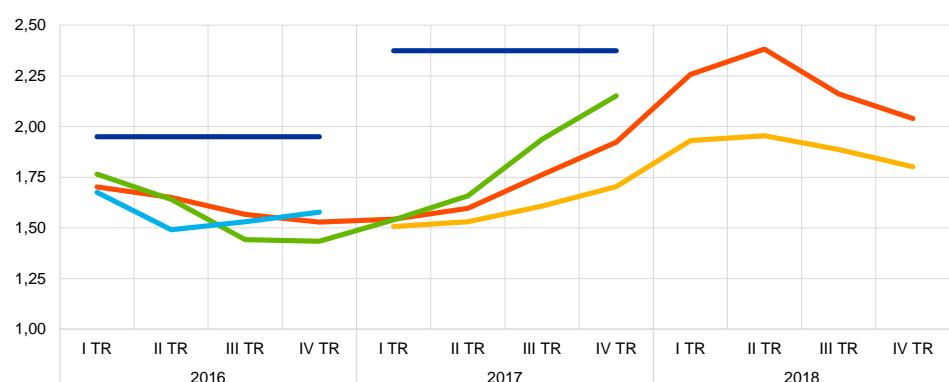
El crecimiento de la actividad económica se ha moderado significativamente en la zona del euro desde finales de 2017. De hecho, la tasa de crecimiento intertrimestral del PIB de la zona del euro se redujo hasta situarse en el 0,2 % en el tercer trimestre de 2018, frente al 0,7 % registrado en el cuarto trimestre de 2017. En este recuadro se evalúan los factores que están contribuyendo a dicha desaceleración y se valora si debe considerarse que se produjo por sorpresa. Concretamente, se analiza si los factores subyacentes son de carácter transitorio o más permanente, si se han originado dentro o fuera de la zona del euro y si la desaceleración obedece a la debilidad de la demanda o al endurecimiento de las condiciones de oferta.

Gráfico A

Expectativas de crecimiento del PIB según los expertos en previsión económica

(tasas de variación interanual)

- Resultado final
- 2019
- 2018
- 2017
- 2016



Fuentes: Eurostat y BCE.

Notas: Las líneas de color azul oscuro representan las estimaciones finales del crecimiento interanual del PIB. Todas las demás líneas representan las previsiones de crecimiento para un año determinado en distintos momentos.

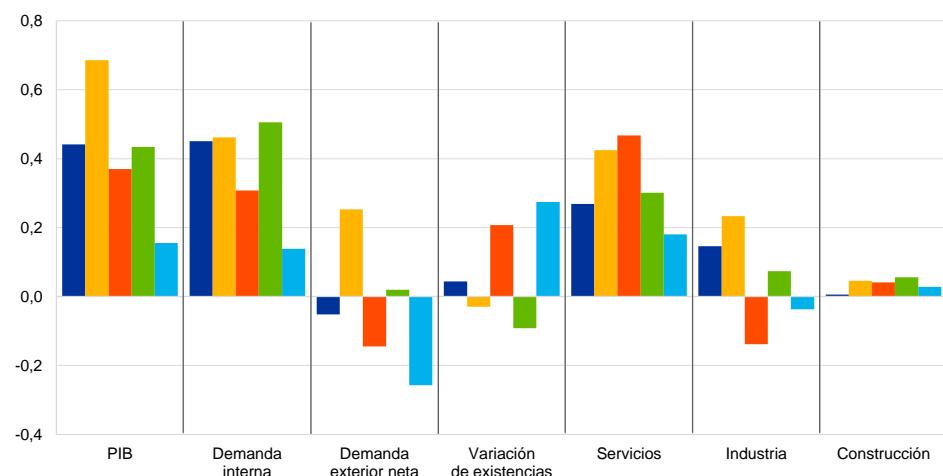
El reciente crecimiento del producto ha sido decepcionante en relación con las previsiones de crecimiento de finales de 2017, pero no si se compara con las expectativas anteriores. La acusada aceleración del crecimiento en 2017 fue un desarrollo favorable que sorprendió a la mayoría de los expertos en previsión económica (véase gráfico A). Este fortalecimiento, que coincidió con un máximo del 5,2 % en el crecimiento del comercio mundial, estuvo impulsado fundamentalmente por la demanda exterior neta. En cambio, el avance de la demanda interna se mantuvo en niveles comparables con los observados en la primera parte de la expansión económica, entre 2014 y 2016 (véase gráfico B). Desde principios de 2018, las previsiones de crecimiento para 2018 y 2019 se han revisado gradualmente a la baja, pero se sigue esperando que el crecimiento anual del PIB en 2018 sea mayor de lo previsto a principios de 2017.

Gráfico B

Crecimiento del PIB: desagregación del gasto y de la producción

(tasas de variación intertrimestral; contribuciones en puntos porcentuales)

- █ I TR 2014-III TR 2016
- █ IV TR 2016-IV TR 2017
- █ I TR 2018
- █ II TR 2018
- █ III TR 2018



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Nota: Las cifras relativas al período comprendido entre el primer trimestre de 2014 y el tercer trimestre de 2016, y las del período comprendido entre el cuarto trimestre de 2016 y el cuarto trimestre de 2017, representan las medias de los datos trimestrales correspondientes.

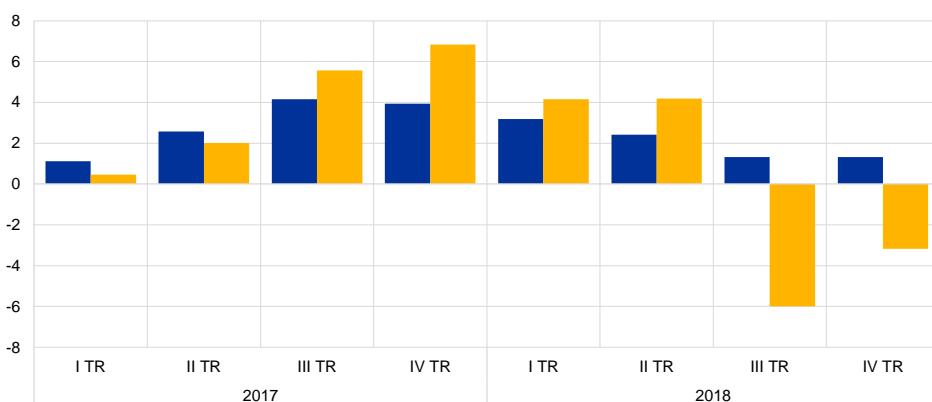
La desaceleración observada en 2018 ha obedecido, en gran medida, a factores externos, concretamente a la debilidad de la demanda externa. De hecho, la desaceleración del año en curso, al igual que el fortalecimiento del crecimiento en 2017, ha estado determinada por la demanda exterior neta (véase gráfico B). La dinámica del comercio exterior se ha ido normalizando a medida que el crecimiento mundial ha retrocedido, acercándose a su potencial. El descenso de las exportaciones netas ha afectado, sobre todo, al sector industrial, como principal productor de bienes comerciables. Entretanto, la demanda interna ha continuado creciendo, en general, en línea con su contribución media desde el comienzo de la expansión económica. Si bien la alteración transitoria de la producción de automóviles en el tercer trimestre de 2018 afectó al consumo privado, la fortaleza de la demanda interna refleja el círculo virtuoso del empleo, las rentas del trabajo y el consumo. La evidencia disponible sugiere que, hasta la fecha, este círculo virtuoso no se ha visto afectado por la reciente pérdida de impulso del crecimiento.

Gráfico C

Producción industrial

(tasas de variación interanual)

- Total industria (excluida la construcción)
- Fabricación de vehículos de motor, remolques y semirremolques



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Nota: Los datos correspondientes al cuarto trimestre de 2018 se basan únicamente en las cifras mensuales de octubre de 2018.

Varios factores transitorios han afectado también al perfil de crecimiento. En el primer semestre de 2018, las condiciones meteorológicas, las bajas por enfermedad y las huelgas lastraron la actividad en algunos países¹⁹. En el tercer trimestre, la entrada en vigor de la nueva normativa de emisiones de vehículos el 1 de septiembre ejerció un impacto significativo sobre la producción de automóviles (véase gráfico C). La producción se ralentizó debido a que los fabricantes intentaron evitar la acumulación de existencias de modelos no sometidos a pruebas, lo que repercutió fuertemente en las economías con un importante sector del automóvil (como Alemania). De hecho, la economía alemana se contrajo en el tercer trimestre y redujo el crecimiento intertrimestral de la zona del euro en al menos 0,1 puntos porcentuales. Sin embargo, se espera que este efecto sea temporal. A medida que se elimine la acumulación de vehículos pendientes de pruebas, la producción de coches debería volver gradualmente, en el cuarto trimestre, a su nivel normal, y el efecto sobre el PIB debería disiparse. Es más, los últimos datos disponibles sugieren que la producción de automóviles ya ha empezado a normalizarse²⁰.

¹⁹ Véase el recuadro titulado «La reciente desaceleración del crecimiento del producto de la zona del euro refleja factores cíclicos y transitorios», *Boletín Económico*, número 4, BCE, 2018.

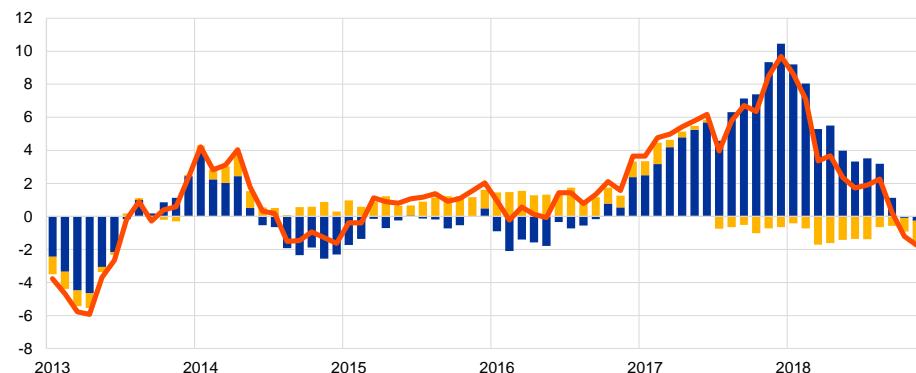
²⁰ Según datos de la Asociación Alemana de la Industria de Automoción hasta noviembre de 2018.

Gráfico D

Descomposición del PMI de manufacturas

(Índice de difusión; contribuciones)

- Demanda
- Oferta
- PMI de manufacturas (corregido por la media)



Fuentes: Markit y cálculos del BCE.

Notas: Descomposición histórica del PMI de manufacturas de la zona del euro utilizando un modelo estructural de vectores autorregresivos (SVAR) con restricciones de signo con los componentes de producción y de utilización de la capacidad del PMI de manufacturas. En este modelo se utilizan restricciones de signo para identificar las perturbaciones de demanda y de oferta en el PMI de manufacturas: las primeras se definen como las perturbaciones que impulsan la producción y la utilización de la capacidad en la misma dirección, mientras que las segundas son las que impulsan estos dos componentes en direcciones opuestas.

Pese a ese debilitamiento de la demanda, los elevados niveles actuales de utilización de la capacidad apuntan a que las condiciones de oferta en el sector manufacturero siguen siendo restrictivas. La descomposición del PMI de manufacturas basada en un modelo sugiere que la reciente ralentización de la actividad está relacionada principalmente con la debilidad de la demanda (véase gráfico D)²¹. Al mismo tiempo, desde mediados de 2017 las restricciones de oferta se han ido acentuando paulatinamente. La utilización de la capacidad solo ha experimentado un leve descenso con la desaceleración del crecimiento del producto. Este patrón puede observarse con claridad en el sector manufacturero, especialmente en Alemania y, en menor medida, en Francia.

En definitiva, la reciente desaceleración del crecimiento no ha puesto en entredicho, hasta la fecha, los fundamentos de la actual expansión económica.

La moderación se produce tras la inesperada fortaleza de la demanda externa en 2017 y se ha visto acentuada por varios factores transitorios. De hecho, una ralentización gradual del crecimiento puede considerarse incluso normal cuando la fase expansiva llega a su madurez. Por otra parte, la incertidumbre sobre la evolución del entorno exterior ha aumentado claramente los riesgos para las perspectivas económicas de la zona del euro. Por consiguiente, es necesario vigilar estrechamente las posibles implicaciones para la demanda interna y los fundamentos de la expansión.

²¹ En este contexto, la reciente alteración transitoria de la producción de automóviles también se considera una reducción de la demanda.

4

Cambios en la composición del crecimiento del empleo en la zona del euro durante la recuperación

Katalin Bodnár

En el tercer trimestre de 2018, el número total de personas ocupadas en la zona del euro superó en 9,6 millones el registrado en el segundo trimestre de 2013 (cuando alcanzó su nivel más bajo durante la crisis). El incremento del empleo en la fase de recuperación ha compensado con creces la caída observada durante la crisis. En consecuencia, el empleo en la zona del euro se sitúa actualmente en el nivel más alto alcanzado hasta ahora, con 158,3 millones de personas ocupadas²². En este recuadro se describe el crecimiento del empleo neto en la zona del euro durante la recuperación, comparándolo con el período comprendido entre el primer trimestre de 1999 y el primer trimestre de 2008 (es decir, desde la introducción del euro hasta el comienzo de la crisis), que también se caracterizó por un aumento continuado del empleo en la zona del euro en su conjunto.

En la reciente recuperación, la composición del crecimiento del empleo por países ha presentado ligeras divergencias con respecto a la del período previo a la crisis. El incremento de 9,6 millones del número de personas ocupadas en la zona del euro es similar al observado en los cinco años anteriores a la crisis, período en el que aumentó en 10 millones²³. La diferencia principal radica en que, ahora, la aportación de Alemania al crecimiento del empleo ha sido considerablemente mayor que antes de la crisis, mientras que la contribución relativa del resto de los grandes países de la zona del euro —especialmente de España— se ha reducido (véase gráfico A). Esta evolución refleja en gran parte la fortaleza relativa del crecimiento económico observado en esos países en ambos períodos. Asimismo, mientras que España fue el principal país de destino de la inmigración en la zona del euro antes de la crisis, durante la recuperación Alemania ha sido el país receptor del mayor flujo de inmigrantes. Lituania, Austria, Portugal y Eslovaquia también han contribuido en mayor medida al avance del empleo en la zona del euro en el período reciente de recuperación.

²² Las cifras que se presentan aquí se basan en datos de las cuentas nacionales, que permiten descomponer la evolución del empleo de la zona del euro por países y sectores. Los datos procedentes de la encuesta de población activa de la UE se utilizan para presentar una desagregación detallada del empleo en función de características personales y tipos de contrato. Aunque la dinámica de estos dos conjuntos de estadísticas es similar, los niveles de empleo y las tasas de crecimiento acumuladas resultantes difieren ligeramente por razones metodológicas. En el caso de los datos de la encuesta de población activa de la UE, por ejemplo, las cifras se basan en un concepto nacional, no incluyen ciertos segmentos de la población, y los datos de empleo se refieren a grupos de edades de entre 15 y 64 años o de entre 15 y 74 años. En cambio, los datos de las cuentas nacionales se basan en un concepto interior, contienen una estimación del empleo existente en la economía sumergida, y los datos de empleo incluyen a personas de todas las edades. En [este enlace](#) puede consultarse una explicación más detallada. Según datos de la encuesta de población activa de la UE, el número de personas ocupadas aumentó en 8,9 millones entre el primer trimestre de 2013 (su nivel más bajo con arreglo a este conjunto de datos) y el segundo trimestre de 2018 (el último dato disponible para esas estadísticas).

²³ Véase «[The outlook for the euro area economy](#)», discurso pronunciado por Mario Draghi, presidente del BCE, en el Congreso Europeo de Banca de Fráncfort, Fráncfort del Meno, 16 de noviembre de 2018.

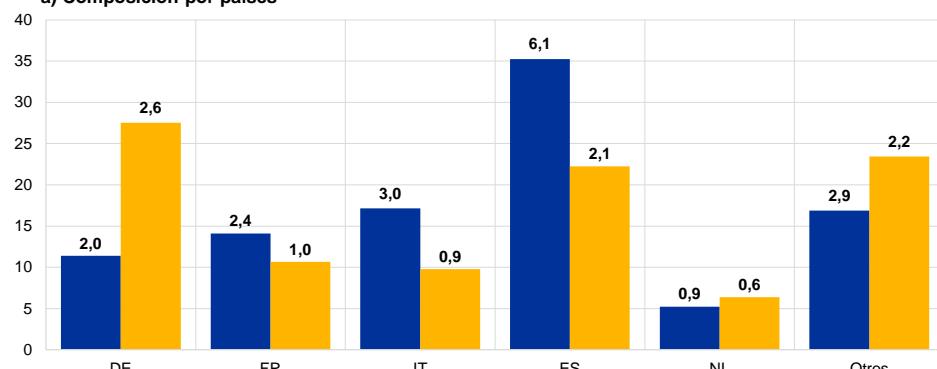
Gráfico A

Descomposición del crecimiento acumulado del empleo por países y sectores en el período previo a la crisis y durante la recuperación

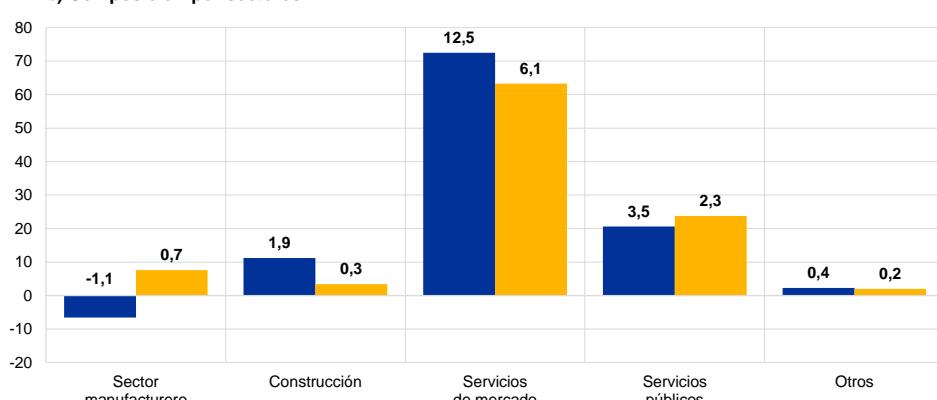
(eje de ordenadas: contribución al crecimiento acumulado del empleo en porcentaje; etiquetas de datos: crecimiento acumulado del empleo en millones)

■ I TR 1999-II TR 2008
■ II TR 2013-III TR 2018

a) Composición por países



b) Composición por sectores



Fuentes: Eurostat y cuentas nacionales.

Los servicios de mercado impulsaron el avance del empleo en los dos períodos, aunque su aportación al crecimiento total del empleo ha sido menor durante la reciente recuperación. En ambos períodos, la mayor contribución al crecimiento del empleo en los servicios de mercado ha correspondido a los servicios profesionales y administrativos, y al comercio y el transporte. Al mismo tiempo, durante la reciente recuperación, la contribución de la construcción ha sido menor que antes de la crisis. En cambio, la aportación del sector manufacturero ha sido ligeramente positiva desde el segundo trimestre de 2013, tras descender en el período previo a la crisis. Por último, el sector público ha supuesto en torno a una quinta parte del crecimiento acumulado del empleo en la reciente recuperación, igual que en el período anterior a la crisis.

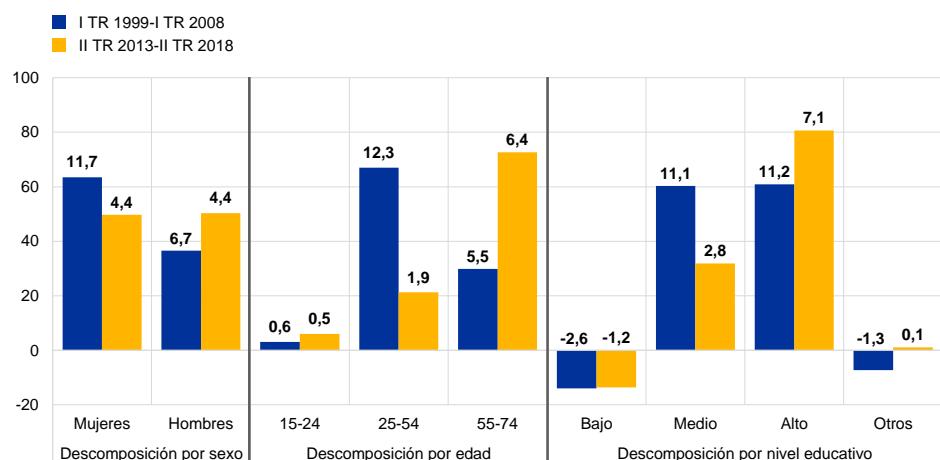
El crecimiento del empleo se ha distribuido de forma bastante equitativa entre hombres y mujeres en la reciente recuperación (véase gráfico B). Antes de la crisis, el empleo femenino experimentó un crecimiento muy intenso, en consonancia con el aumento de su tasa de participación y como resultado de su mayor nivel

educativo, las reformas del mercado de trabajo y la creciente importancia de los servicios en la economía. Sin embargo, más recientemente, esta tasa ha avanzado con menos vigor, ya que los factores que contribuyeron a elevarla en el pasado han comenzado a estabilizarse, lo que también se refleja en la contribución de las mujeres al crecimiento del empleo. Asimismo, el empleo masculino cayó durante la crisis y, aunque se ha ido recuperando, todavía no ha retorna a los niveles previos a la crisis. Como reflejo de estas tendencias, la participación femenina en el empleo se ha estabilizado recientemente en el 46,3 % (frente al 42,6 % del primer trimestre de 1999 y ligeramente por encima del 45,9 % observado en el segundo trimestre de 2013).

Gráfico B

Descomposición del crecimiento acumulado del empleo en función de características personales en el período previo a la crisis y durante la recuperación

(eje de ordenadas: contribución al crecimiento acumulado del empleo en porcentaje; etiquetas de datos: crecimiento acumulado del empleo en millones)



Fuentes: Eurostat y encuesta de población activa de la UE.

Notas: Por lo que se refiere al nivel educativo, «bajo» se refiere a un nivel inferior a educación primaria, educación primaria y educación secundaria obligatoria; «medio» se refiere al bachillerato y la educación postsecundaria no terciaria; «alto» se refiere a la educación terciaria, y «otros» se refiere a la ausencia de respuesta. Es muy probable que el porcentaje negativo correspondiente a «otros» del período previo a la crisis refleje una mayor tasa de respuesta en dicho período.

Se ha producido un cambio en la composición del crecimiento acumulado del empleo por edades, con una contribución considerablemente mayor de los trabajadores de más edad durante la reciente recuperación (véase gráfico B).

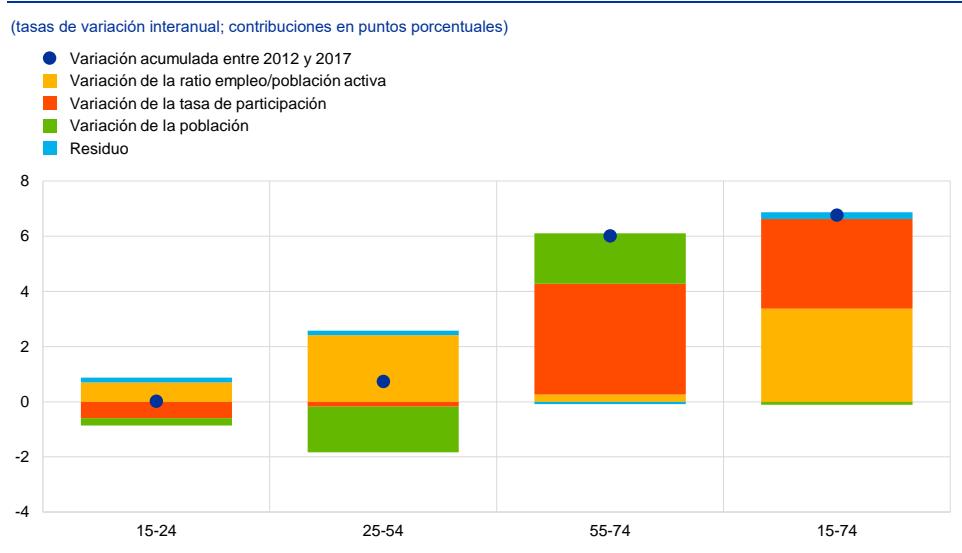
Antes de la crisis, los trabajadores con edades comprendidas entre los 25 y los 54 años representaban más de dos terceras partes del crecimiento del empleo, pero en el período reciente de recuperación solo han contribuido en torno a una quinta parte. En cambio, el colectivo de 55 a 74 años ha supuesto tres cuartas partes del crecimiento acumulado del empleo, frente a menos de un tercio antes de la crisis. La aportación de los jóvenes (entre 15 y 24 años) ha sido limitada durante la reciente recuperación, como también sucedió en el período previo a la crisis.

Es probable que la evolución demográfica y las reformas de los sistemas de pensiones sean los principales factores que expliquen los cambios en la composición por edades del crecimiento del empleo. Estos desarrollos reflejan fundamentalmente cambios en la oferta de empleo. El número de trabajadores de más edad ha estado aumentando con la llegada de la generación del «baby boom»

al grupo de 55 a 74 años, mientras que el de trabajadores menores de 55 años ha ido disminuyendo²⁴. Al mismo tiempo, la tasa de participación de la población de más edad también se ha incrementado considerablemente²⁵. En la reciente recuperación, en torno a una tercera parte del crecimiento del empleo del colectivo de 55 a 74 años se ha debido al número creciente de personas que lo integran, y dos terceras partes obedecen a su mayor tasa de participación (véase gráfico C). Una de las razones del avance de la tasa de participación de este grupo es la mejora de su nivel educativo, que tiene una correlación positiva con dicha tasa, aunque eso solo explica una pequeña proporción del aumento registrado. Parece más probable que el principal factor determinante de este incremento sea el aumento de la edad legal y efectiva de jubilación en toda la zona del euro²⁶.

Gráfico C

Descomposición del crecimiento acumulado del empleo por grupos de edad durante la recuperación



Fuentes: Eurostat, encuesta de población activa de la UE y cálculos del BCE.

Nota: Datos basados en cifras anuales.

El crecimiento del empleo en la reciente recuperación ha tenido su origen principalmente en personas con educación terciaria. De hecho, los trabajadores que han completado la educación terciaria han representado prácticamente el 80 % del crecimiento total del empleo en la recuperación actual, frente a un 60 % antes de la crisis, mientras que la contribución de las personas con un nivel educativo medio se ha reducido de forma significativa. El empleo entre los colectivos con un nivel educativo bajo ha descendido en la reciente recuperación, como ya sucedió en el período anterior a la crisis. Esta evolución también está relacionada con los cambios

²⁴ Véase el recuadro titulado «Evolución reciente de la oferta de trabajo en la zona del euro», *Boletín Económico*, número 6, BCE, 2017.

²⁵ La tasa de participación de este grupo de edad ha seguido una trayectoria ascendente a lo largo del tiempo, situándose en el 22,4 % en el primer trimestre de 1999, el 33,6 % en el segundo trimestre de 2013 y el 39 % en el segundo trimestre de 2018. Véase también el artículo titulado «Labour supply and employment growth», *Boletín Económico*, número 1, BCE, 2018.

²⁶ Un sencillo «análisis de cambio de cuota» (*shift-share analysis*) muestra que esta tasa de participación habría aumentado significativamente incluso si su composición en términos de nivel educativo no hubiera variado.

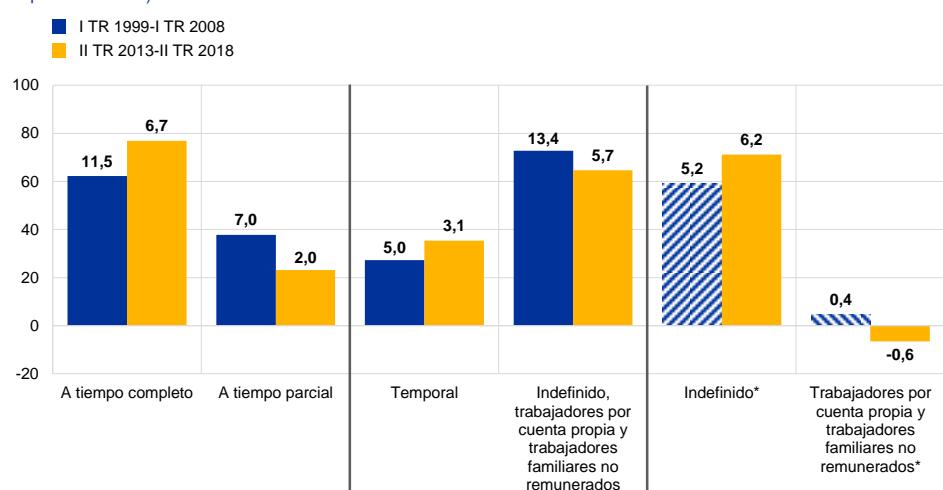
observados en la población, a medida que disminuye el número de personas con un nivel educativo bajo y aumenta el de personas con educación terciaria.

Durante la reciente recuperación, el avance del empleo en la zona del euro ha estado impulsado por los contratos a tiempo completo y, en su mayor parte, indefinidos, y casi el 80 % del crecimiento total ha tenido su origen en el incremento del trabajo a tiempo completo. Ahora bien, el empleo a tiempo completo permanece por debajo del nivel anterior a la crisis, tras la acusada caída registrada durante la crisis. El trabajo a tiempo parcial aumentó en ese período y ha continuado haciéndolo durante la recuperación, aunque su contribución al crecimiento del empleo ha disminuido últimamente, al tiempo que su participación en el empleo total se ha mantenido estable. Esta evolución puede explicarse por el descenso del número de trabajadores a tiempo parcial subempleados (es decir, personas que desearían trabajar más horas), mientras que la aportación al avance del empleo de los trabajadores no subempleados (esto es, ocupados a tiempo parcial satisfechos con el número de horas que trabajan) ha sido similar a la observada antes de la crisis²⁷. Asimismo, aunque el crecimiento se sigue concentrando en el empleo indefinido, el trabajo temporal representa ahora un porcentaje mayor de este avance, al tiempo que el trabajo por cuenta propia está disminuyendo (véase gráfico D).

Gráfico D

Descomposición del crecimiento acumulado del empleo en función de las características de los contratos en el período previo a la crisis y durante la recuperación

(eje de ordenadas: contribución al crecimiento acumulado del empleo en porcentaje; etiquetas de datos: crecimiento acumulado del empleo en millones)



Fuentes: Eurostat, encuesta de población activa de la UE y cálculos del BCE.

Nota: Datos corregidos de cambios de nivel por expertos del BCE.

* Los datos diferenciados sobre contratos indefinidos y trabajadores por cuenta propia y trabajadores familiares no remunerados solo están disponibles desde 2005.

²⁷ Véase el recuadro titulado «Evolución reciente del empleo a tiempo parcial», *Boletín Económico*, número 2, BCE, 2018.

5

Evolución reciente de la deriva salarial en la zona del euro

Gerrit Koester y Justine Guillochon

La deriva salarial mide las desviaciones entre la evolución de los salarios medios de la economía y la evolución de los salarios negociados. Es un elemento importante del análisis macroeconómico de la remuneración por asalariado, puesto que debería estar estrechamente ligada a la evolución cíclica del mercado de trabajo. Cuando este mercado se tensiona, las empresas pueden verse forzadas a ofrecer salarios superiores a los contemplados en los convenios colectivos, a ascender a los empleados a bandas más altas dentro de las escalas negociadas en los convenios o, simplemente, a pagar primas adicionales a los salarios pactados como una forma de recompensar y retener a sus empleados. Habida cuenta de las prolongadas caídas que ha registrado el desempleo últimamente y de los crecientes signos de escasez de mano de obra, en este recuadro se analiza el papel de la deriva salarial en la evolución reciente de la remuneración por asalariado.

La deriva salarial agregada no es observable, y en este análisis se calcula como la diferencia entre las tasas de crecimiento de los sueldos y salarios brutos por trabajador y las tasas de avance de los salarios negociados. En consecuencia, el crecimiento total de los salarios, medido por la remuneración por asalariado, puede desglosarse en el crecimiento de los salarios negociados, la deriva salarial y el impacto de las variaciones en las cotizaciones sociales. La deriva salarial se define como la diferencia entre la tasa de crecimiento anual de la remuneración por asalariado y la tasa de crecimiento anual de los sueldos y salarios brutos por trabajador. Esta forma de calcularla recoge también, inevitablemente, los cambios en la estructura del empleo de una economía, en la medida en que las empresas se ven afectadas por los convenios colectivos, y en las horas medias trabajadas por persona, y, por tanto, no refleja solo la influencia de la evolución del mercado de trabajo sobre las primas salariales.

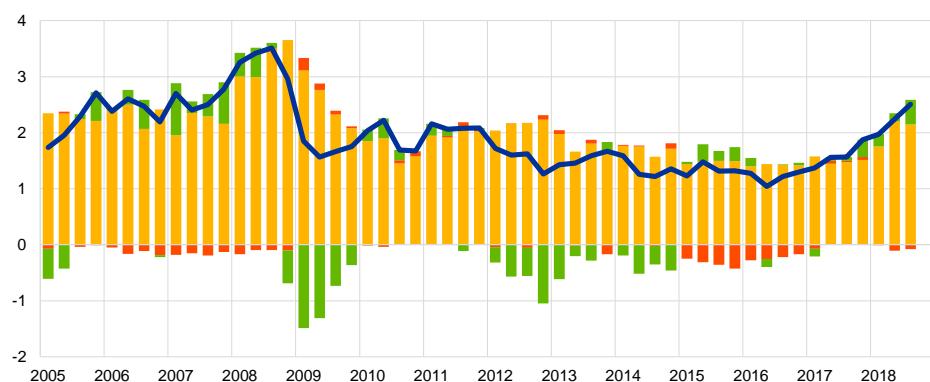
La deriva salarial fue el principal determinante del mayor crecimiento de los salarios en una primera fase de la recuperación salarial, pero ahora el avance se ve también respaldado por los salarios negociados. Desde el segundo trimestre de 2016 hasta el cuarto trimestre de 2017, la variación de 0,4 puntos porcentuales en la deriva salarial fue el factor que más contribuyó a acelerar el crecimiento de la remuneración por asalariado, que pasó del 1 % al 1,8 % (véase gráfico A). Durante ese período, el avance de los salarios negociados se mantuvo básicamente sin cambios y solo comenzó a repuntar en 2018 —desde el 1,5 % en el último trimestre de 2017 hasta el 2,1 % en el tercer trimestre de 2018—. La reciente aceleración del crecimiento de la remuneración por asalariado, desde el 1,9 % en el cuarto trimestre de 2017 hasta el 2,5 % en el tercer trimestre de 2018, se ha visto fuertemente sustentada también por el avance de los salarios negociados.

Gráfico A

Descomposición del crecimiento de la remuneración por asalariado

(tasas de variación interanual; contribuciones en puntos porcentuales)

- Crecimiento de la remuneración por asalariado
- Salarios negociados
- Cotizaciones sociales
- Deriva salarial



Fuentes: Eurostat, BCE y cálculos del BCE.

Nota: La última observación corresponde al tercer trimestre de 2018.

Las variaciones de las horas trabajadas no han sido determinantes en la evolución reciente de la deriva salarial. Asumiendo que el crecimiento de los salarios negociados suele estar relacionado implícitamente con la remuneración por hora, la deriva salarial calculada en este análisis puede verse afectada por las variaciones de las horas medias trabajadas por empleado, por ejemplo, debido a horas extraordinarias o al cambio de empleo entre jornada completa y a tiempo parcial²⁸. La comparación de la variación de la contribución de las horas trabajadas por empleado al crecimiento de la remuneración por asalariado con la deriva salarial muestra que la sustancial reducción de las horas trabajadas por asalariado en 2008-2009 y en 2012-2013 se reflejó, como cabría esperar, en la contribución fuertemente negativa de la deriva salarial al crecimiento total de los salarios. No obstante, a partir de 2014, la relación entre las variaciones que han registrado las horas trabajadas por empleado y los cambios de la deriva salarial en cada trimestre ha sido tangencial, lo que indica que las primeras influyen de forma limitada en la evolución de la deriva salarial agregada.

²⁸ La valoración de la deriva salarial conlleva ciertas limitaciones. Por ejemplo, los datos sobre los salarios negociados de la zona del euro, que son necesarios para calcular dicha deriva, se calculan utilizando datos no armonizados de cada país. Esto podría afectar también a la fiabilidad del cómputo de la deriva salarial. Además, esta se calcula como la diferencia entre la tasa de crecimiento anual de los sueldos y salarios brutos y la tasa de avance anual de los salarios negociados, y no como la contribución de los salarios negociados al crecimiento total de los salarios, ya que los salarios negociados —a diferencia de los datos sobre remuneración— no suelen estar disponibles por niveles.

Gráfico B

Deriva salarial y contribución de las horas trabajadas al crecimiento de la remuneración por asalariado

(contribuciones en puntos porcentuales)

- Deriva salarial
- Contribución de las horas trabajadas al crecimiento de la remuneración por asalariado



Fuentes: Eurostat, BCE y cálculos del BCE.

Nota: La última observación corresponde al tercer trimestre de 2018.

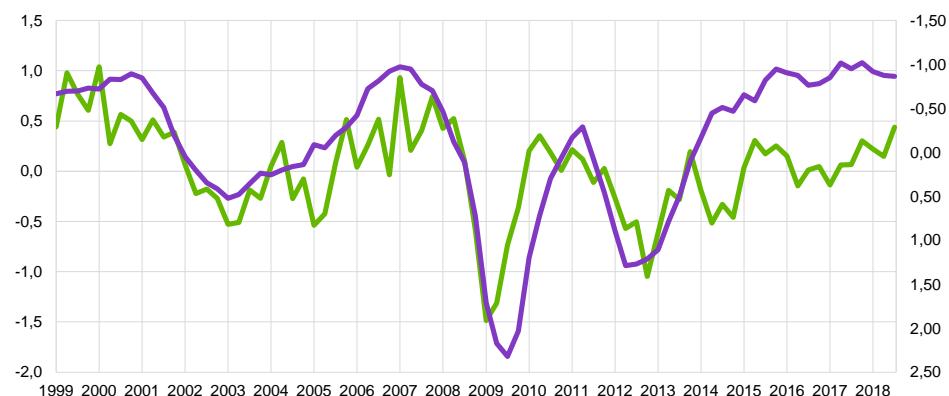
La deriva salarial tiende a reaccionar con relativa rapidez a los cambios en las condiciones cíclicas del mercado de trabajo. Como se ilustra en el gráfico C, generalmente solo hay un ligero retraso en la respuesta de la deriva salarial a los cambios en las condiciones cíclicas del mercado de trabajo, medidos por la variación de la tasa de desempleo. La reacción directa de la deriva salarial al ciclo está en línea con la utilización de primas y pagas especiales en períodos del ciclo económico caracterizados por un aumento de la productividad y la rentabilidad. Sin embargo, cabe señalar que las relaciones típicas entre la deriva salarial y la evolución cíclica del mercado de trabajo fueron mucho menos visibles durante el período de crecimiento contenido de los salarios, entre 2013 y 2016. Parece que, en ese período, las restricciones salariales se aplicaron también a los componentes flexibles de los salarios, como las primas.

Gráfico C

Deriva salarial a lo largo del ciclo

(escala izquierda: contribuciones en puntos porcentuales; escala derecha: puntos porcentuales)

- Deriva salarial (escala izquierda)
- Tasa de desempleo (escala derecha)



Fuentes: Eurostat, BCE y cálculos del BCE.

Notas: Las últimas observaciones corresponden al tercer trimestre de 2018. La serie de la tasa de desempleo refleja la variación interanual de esta tasa. La escala derecha está invertida.

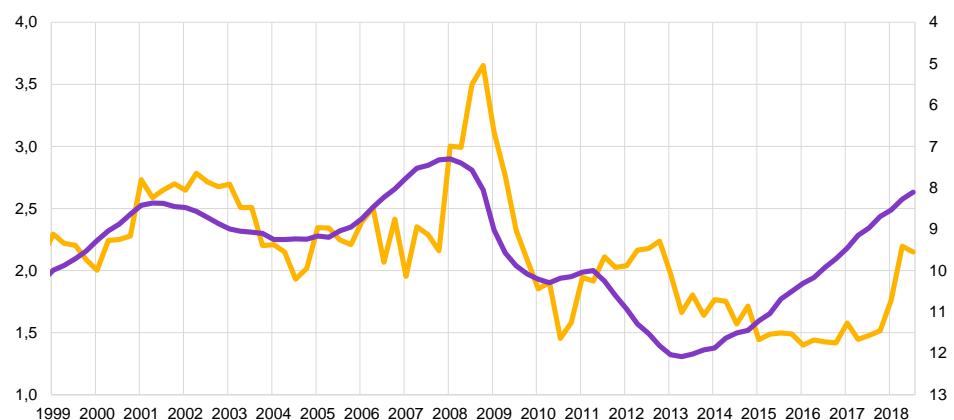
El crecimiento de los salarios negociados suele ser más persistente que la deriva salarial. Por tanto, reacciona menos directamente a los cambios en la tasa de desempleo, pero depende más del nivel de esta tasa (véase gráfico D). De hecho, en línea con la señal general que ofrece el paro con respecto al estado del mercado de trabajo y, por consiguiente, para el proceso de negociación de los salarios, parece que los salarios negociados reaccionan solo a variaciones acumuladas de la tasa de paro en una dirección, por lo que responden a la evolución cíclica del mercado de trabajo con un desfase mayor. Este desfase temporal y la mayor persistencia del crecimiento de los salarios negociados están en consonancia con los procesos de negociación en los principales países de la zona del euro, que suelen fijar los salarios por períodos superiores a un año. Además, el solapamiento de los calendarios de las negociaciones salariales de los distintos sectores supone que, normalmente, no se negocian todos los contratos en el mismo año y, por ello, puede pasar algún tiempo antes de que la evolución cíclica se refleje plenamente en el crecimiento agregado de los salarios negociados.

Gráfico D

Evolución del crecimiento de los salarios negociados y del nivel de desempleo

(escala izquierda: tasas de variación interanual; escala derecha: porcentaje)

- Salarios negociados (escala izquierda)
- Tasa de desempleo (escala derecha)



Fuentes: Eurostat, BCE y cálculos del BCE.

Notas: La última observación corresponde al tercer trimestre de 2018. La escala derecha está invertida.

La mayor persistencia del crecimiento de los salarios negociados estimula la confianza en que el reciente aumento del crecimiento salarial será sostenido.

El avance de los salarios negociados refleja cómo evolucionará la fijación de los salarios durante un tiempo en el futuro y, por tanto, es una referencia de la evolución esperada de los salarios. Esto se suma a que las perspectivas de confianza en el crecimiento salarial son mayores que si el repunte estuviera impulsado solo por la deriva salarial, que reacciona con mayor rapidez a los cambios en el mercado de trabajo. Aunque, en general, no es imposible que la deriva salarial se torne incluso negativa si se produjeran desarrollos macroeconómicos adversos inesperados, su impacto también tendría que ser inusualmente potente para contrarrestar el efecto positivo del mayor avance reciente de los salarios negociados. De cara al futuro, los recientes convenios colectivos y la generalización del crecimiento salarial en los distintos países y sectores respaldan la expectativa de un repunte adicional del crecimiento de los salarios.

6

Evaluación de los proyectos de planes presupuestarios para 2019

Stephan Haroutunian, Sebastian Hauptmeier y Nadine Leiner-Killinger

El 21 de noviembre de 2018, la Comisión Europea publicó sus dictámenes sobre los proyectos de planes presupuestarios de los Gobiernos de la zona del euro para 2019, junto con un análisis de la situación presupuestaria de la zona en su conjunto. Los dictámenes incluyen una evaluación del cumplimiento de los respectivos planes con el Pacto de Estabilidad y Crecimiento (PEC). Este ejercicio es importante porque analiza si los países han incorporado a sus planes las recomendaciones de política fiscal específicas por país formuladas en el contexto del Semestre Europeo 2018 y adoptadas por el Consejo de Asuntos Económicos y Financieros el 13 de julio de 2018²⁹. En las recomendaciones se aconseja, entre otras cosas, que los Estados miembros con niveles elevados de deuda pública en relación con el PIB traten de lograr una reducción suficientemente rápida de su endeudamiento con el fin de aumentar su capacidad de resistencia ante futuras desaceleraciones económicas³⁰.

Los dictámenes de la Comisión apuntan a una evolución de las finanzas públicas muy heterogénea en los países de la zona del euro. Por un lado, la Comisión considera, basándose en sus previsiones económicas de otoño de 2018, que diez proyectos de planes presupuestarios —un número sin precedentes— cumplen el PEC³¹, en concreto, los de Alemania, Irlanda, Grecia, Chipre, Lituania, Luxemburgo, Malta, los Países Bajos, Austria y Finlandia (todos ellos sujetos al componente preventivo del PEC; véase gráfico A). A tenor de las previsiones, estos países registrarán posiciones fiscales saneadas en 2019, de acuerdo con sus objetivos presupuestarios a medio plazo (OMP)³². Asimismo, a juicio de la Comisión, los proyectos de otros tres países (Estonia, Letonia y Eslovaquia) «cumplen en líneas generales» las disposiciones del PEC³³. Por otro, los proyectos de planes presupuestarios de los países que más lejos están de alcanzar unas posiciones fiscales saneadas son los que presentan mayores riesgos de incumplimiento. De acuerdo con las previsiones económicas de la Comisión, los esfuerzos estructurales

²⁹ Para más información, véanse las [recomendaciones de política fiscal específicas por país formuladas en el marco del Semestre Europeo 2018](#). Para información más detallada, véase el recuadro titulado «Recomendaciones de política fiscal específicas por país en el marco del Semestre Europeo 2018», *Boletín Económico*, número 4, BCE, junio de 2018.

³⁰ En la evaluación de los proyectos de planes presupuestarios se incluyó a Grecia, que participó en este ejercicio por primera vez después de haber completado su programa de ajuste financiero en agosto.

³¹ Cuatro más que el número de países con planes que cumplían plenamente el PEC el año pasado.

³² Las autoridades griegas aún no han fijado un OMP, aunque, a juicio de la Comisión, su superávit será superior al objetivo que se establezca. Según el Vademécum de la Comisión sobre el Pacto de Estabilidad y Crecimiento, 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.

³³ En el caso de los países sujetos al componente preventivo del PEC, los proyectos de planes presupuestarios «cumplen en líneas generales» las disposiciones del PEC si, con arreglo a las previsiones de la Comisión, el plan puede dar lugar a una ligera desviación con respecto al OMP o a la senda de ajuste hacia su consecución, pero el grado de incumplimiento de la exigencia no representaría una desviación significativa. Las desviaciones de los objetivos fiscales en el contexto del componente preventivo se clasifican como «significativas» si superan el 0,5 % del PIB un año o el 0,25 % del PIB, en promedio, dos años consecutivos.

de estos países serán claramente insuficientes para cumplir los compromisos adquiridos en el marco del PEC (véase gráfico B). Este es el caso de la mayoría de los países que se prevé que registren ratios de deuda pública elevadas superiores al 90 % del PIB en 2019 (véase gráfico A)³⁴. En concreto, se considera que los proyectos de planes presupuestarios de cinco países presentan un «riesgo de incumplimiento del PEC»³⁵, entre ellos el plan de España, país actualmente sujeto al componente corrector del PEC —con plazo en 2018 para corregir su déficit en el contexto del procedimiento de déficit excesivo (PDE)—, y los de Bélgica, Francia, Portugal y Eslovenia, sometidos al componente preventivo. Este último país presentó un plan que no contemplaba cambios en las políticas porque el Gobierno ha sido elegido recientemente. El Eurogrupo ha invitado a los países en cuestión a considerar oportunamente la adopción de las medidas adicionales que sean necesarias para abordar los riesgos identificados por la Comisión y asegurar que sus presupuestos para 2019 cumplan las disposiciones del PEC.

En el caso de Italia, la Comisión Europea por primera vez emitió un dictamen en el que constataba un incumplimiento especialmente grave de un plan presupuestario con las exigencias del PEC³⁶. Si se detecta un riesgo de incumplimiento especialmente grave de las disposiciones del PEC —es decir, cuando un plan contempla ajustes estructurales claramente insuficientes para cumplir las exigencias— la Comisión puede solicitar al Estado miembro en cuestión que presente un plan presupuestario actualizado. En este caso, tal solicitud se formuló el 23 de octubre. El plan presupuestario revisado que presentaron las autoridades italianas el 13 de noviembre no modificó los objetivos de déficit, por lo que, el 21 de noviembre, la Comisión confirmó su valoración de incumplimiento especialmente grave. Al mismo tiempo, la Comisión concluyó que los planes presupuestarios de Italia para 2019 suponían una modificación significativa de los factores pertinentes analizados en el informe elaborado de conformidad con el artículo 126, apartado 3, del Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea (TFUE), publicado en mayo de 2018. En consecuencia, el 21 de noviembre, la Comisión publicó un nuevo informe en virtud del artículo 126, apartado 3, del TFUE, basado en los datos facilitados para 2017 en el que llegaba a la conclusión de que el criterio de deuda no se había cumplido, allanando el terreno para la apertura a Italia de un PDE basado en la deuda. La declaración del Eurogrupo del 3 de diciembre respaldó la valoración de la Comisión y recomendó a Italia que adoptara las medidas necesarias para cumplir el PEC. El 19 de diciembre, la Comisión envió una carta a las autoridades italianas en la que tomaba nota de las nuevas medidas fiscales presentadas por el Gobierno en una carta de 18 de diciembre y se indicaba

³⁴ Excepto Eslovenia, no se espera que estos países reduzcan su deuda pública hacia el valor de referencia del 60 % del PIB, en consonancia con la regla de deuda del PEC, en 2019.

³⁵ En el caso de los países sujetos al componente preventivo del PEC, la Comisión concluye que un proyecto de plan presupuestario presenta «riesgo de incumplimiento del PEC» si su previsión indica una desviación significativa con respecto al OMP o a la senda de ajuste exigida para su consecución en 2019 y/o el incumplimiento del valor de referencia para la reducción de la deuda cuando sea aplicable dicho valor.

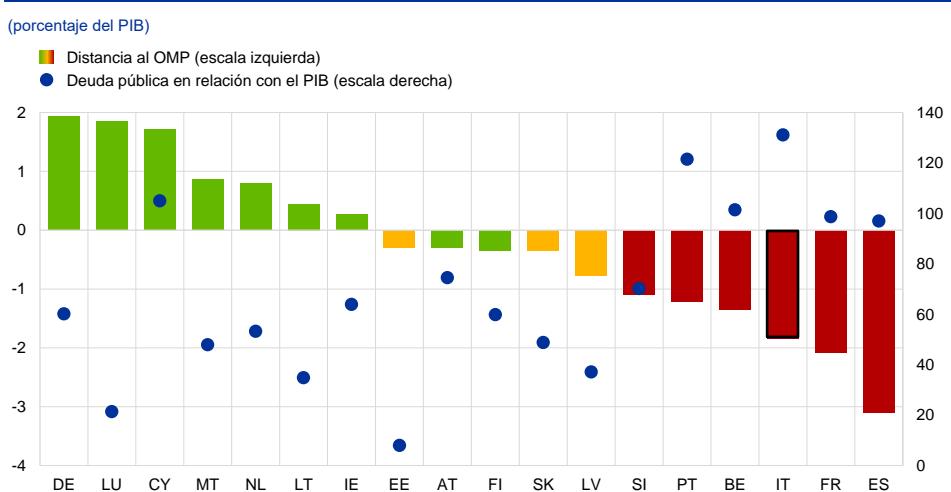
³⁶ Aquí se incluyen casos en los que se prevé que la mejora del saldo estructural hacia la consecución del OMP específico para cada país será claramente insuficiente para cumplir los requisitos, es decir, se desviará en más de 0,5 puntos porcentuales del PIB. Este es el umbral para la apertura del procedimiento de desviación significativa en el marco del componente preventivo del PEC.

que si el Parlamento italiano las adoptaba antes de fin de año, la Comisión Europea no recomendaría, por el momento, la apertura de un procedimiento de déficit excesivo³⁷.

El incumplimiento continuado de la recomendación de que los países con niveles elevados de deuda pública constituyan colchones fiscales es motivo de preocupación, porque incrementa el riesgo de que esos países se vean obligados a endurecer sus políticas fiscales en caso de producirse una recesión en el futuro. Una de las principales lecciones extraídas de la última crisis es que unas posiciones presupuestarias saneadas proporcionan a los países el margen de maniobra fiscal que pueden necesitar para afrontar perturbaciones imprevistas. En vista del incumplimiento de su recomendación del año pasado, el Eurogrupo reiteró que el lento ritmo de reducción de la deuda desde los elevados niveles observados en algunos Estados miembros sigue siendo motivo de preocupación y debería abordarse con firmeza. También subrayó que las condiciones económicas actuales plantean la necesidad urgente de reconstituir los colchones fiscales, sobre todo en los Estados miembros que no han alcanzado sus CMP.

Gráfico A

Deuda pública y diferencias entre los saldos estructurales y los OMP en 2018



Fuentes: Previsiones económicas de otoño de 2018 de la Comisión Europea y cálculos del BCE.

Notas: El gráfico muestra la desviación de los saldos estructurales de los países con respecto a sus OMP en 2018. Las barras de color verde (naranja) se refieren a los países con un proyecto de plan presupuestario para 2019 que, según la Comisión Europea, cumple (en líneas generales) las disposiciones del PEC, y las de color rojo, a los países con un proyecto de plan presupuestario para 2019 que, según la Comisión Europea, presenta riesgo de incumplimiento del PEC. La barra de color rojo enmarcada en negro de Italia refleja el dictamen de la Comisión de que el proyecto de plan presupuestario plantea un riesgo especialmente grave de incumplimiento del PEC. Grecia no se incluye en el gráfico porque actualmente no tiene un OMP. La Comisión concluyó que su proyecto de plan presupuestario para 2019 cumple el PEC.

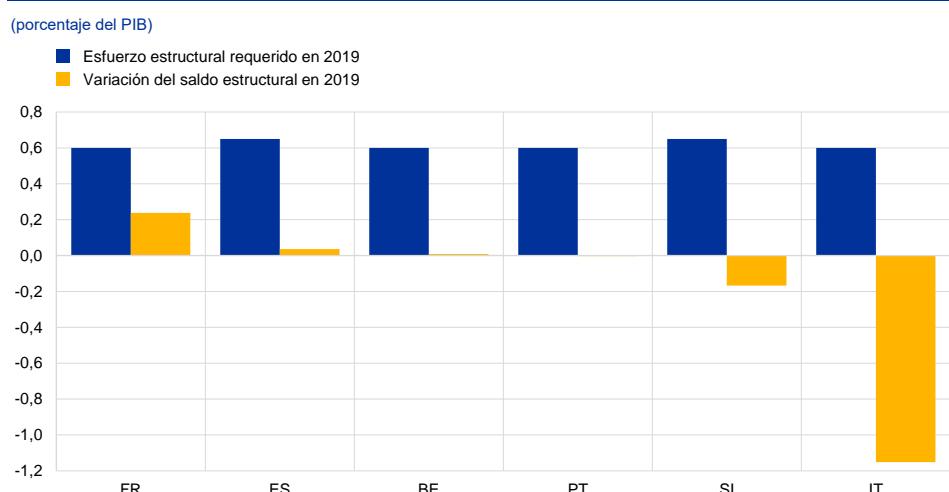
Es necesario analizar los motivos por los que algunos países no realizan avances suficientes hacia la consecución de unas finanzas públicas saneadas. En primer lugar, con arreglo al componente corrector del PEC, esto exige revisar las «estrategias de déficit nominal». Con arreglo a estas estrategias, los países sujetos a un PDE no consiguen cumplir las exigencias de ajuste estructural, aunque cumplen sus objetivos de déficit nominal. En consecuencia, muchos países dejaron de estar sujetos al PDE después de la crisis con unos déficits estructurales todavía elevados

³⁷ Para más detalles, véase el comunicado de prensa de la Comisión.

que los hacen vulnerables en caso de producirse una desaceleración. En segundo lugar, es preciso revisar el uso de la flexibilidad en el marco de la vertiente preventiva del PEC³⁸. Según la posición común sobre flexibilidad aprobada por el Consejo ECOFIN a principios de 2016, las exigencias de ajuste presupuestario a lo largo del ciclo económico pueden modularse utilizando una matriz que especifica los mayores (menores) esfuerzos presupuestarios que deben realizar los Estados miembros que atraviesen coyunturas económicas favorables (desfavorables) o que tengan elevados (bajos) niveles de deuda pública. También permite menores esfuerzos estructurales a cambio de reformas estructurales adicionales e inversiones. Tanto un informe especial del Tribunal de Cuentas Europeo de 2018 sobre el componente preventivo del PEC como el informe anual de 2018 del Consejo Fiscal Europeo subrayan que, debido a los efectos acumulados de diferentes formas de flexibilidad, no se garantiza que los Estados miembros, especialmente aquellos con altos niveles de deuda, converjan hacia la consecución de sus OMP en un plazo razonable, lo que puede colocarlos en una situación precaria cuando llegue la próxima recesión.

Gráfico B

Ajustes del saldo estructural recomendados y previstos para 2019 – proyectos de planes presupuestarios que presentan riesgo de incumplimiento y riesgos especialmente graves de incumplimiento del PEC



Fuentes: Previsiones económicas de otoño de 2018 de la Comisión Europea y recomendaciones de política fiscal específicas por país adoptadas por el Consejo de Asuntos Económicos y Financieros el 13 de julio de 2018.

De cara al futuro, es esencial disponer de un marco fiscal de la UE que funcione correctamente para lograr una mayor profundización de la Unión Económica y Monetaria. La próxima revisión de los reglamentos que conforman el *Six-pack* y el *Two-pack*, que se introdujeron con el fin de reforzar las reglas en 2011 y 2013, respectivamente, constituye una oportunidad para identificar y resolver las deficiencias del actual conjunto de normas.

³⁸ En mayo de 2018, la Comisión publicó su revisión de la flexibilidad en el marco del PEC introducida en 2015. El análisis —que se centra más en el diseño que en la aplicación de las reglas— sugiere que la modulación del esfuerzo fiscal con arreglo a la «matriz de ajustes exigidos» no reduce el ritmo normal del ajuste presupuestario necesario y, por lo tanto, contribuye a la consecución de una posición presupuestaria sólida a medio plazo sin afectar negativamente a la reducción de la deuda. Con todo, también señala que el esfuerzo fiscal real de los Estados miembros ha sido menor que el requerido.