

## Recuadros

1

### Características de la actual expansión en las economías avanzadas no pertenecientes a la zona del euro: ¿hacia dónde vamos?

Alina Bobasu, Mariarosaria Comunale, Ramón Gómez-Salvador y Lucia Quaglietti

**En este recuadro se examina la actual fase del ciclo económico en las principales economías avanzadas no pertenecientes a la zona del euro, con el fin de evaluar los factores que explican la transición hacia un crecimiento más débil<sup>6</sup>.** Aunque el crecimiento en las economías avanzadas no pertenecientes a la zona del euro se ha ido ralentizando, parece que las señales de una fuerte desaceleración o de recesión están contenidas en la coyuntura actual, y nuestro escenario base sigue siendo de desaceleración económica moderada.

**Desde una perspectiva histórica, la actual expansión en las economías avanzadas no pertenecientes a la zona del euro está siendo relativamente inusual en términos de duración y de ritmo.** Tras la crisis financiera mundial se inició la recuperación de la actividad en un contexto de brechas de producción muy acusadas. La expansión global ha entrado en su décimo año y va camino de convertirse en la más prolongada desde que se tiene registro. Desde una perspectiva histórica, también ha sido relativamente suave, con un crecimiento acumulado del PIB inferior al 20 % desde 2009, muy por debajo de los niveles observados en anteriores expansiones (véase gráfico A). La falta de dinamismo de la recuperación podría ser acorde con la idea de que el crecimiento potencial cayó en la pasada década.

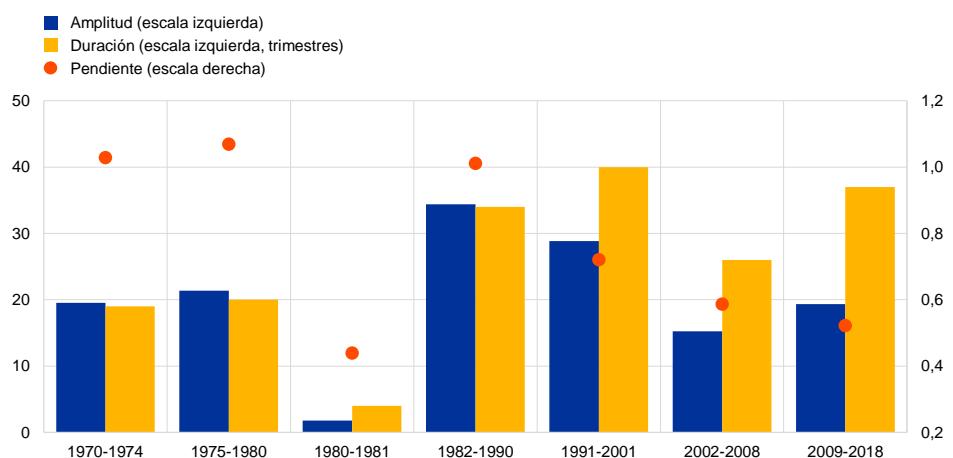
---

<sup>6</sup> El análisis se basa en los siguientes países no pertenecientes a la zona del euro: Estados Unidos (US), Japón (JP), Reino Unido (UK), Canadá (CA), Suiza (CH), Suecia (SE), Dinamarca (DK), Noruega (NO) y Australia (AU).

## Gráfico A

### Amplitud, duración y pendiente de la expansión en las economías avanzadas no pertenecientes a la zona del euro

(escala izquierda: porcentajes y trimestres; escala derecha: porcentajes)



Fuente: BCE.

Notas: Los ciclos de las economías avanzadas se calculan como una media ponderada de los países de la muestra, que son los que se indican en la primera nota al pie de este recuadro. «Amplitud» se refiere a la variación porcentual del PIB real desde el mínimo hasta el siguiente máximo en un ciclo expansivo; «duración» se define como el número de trimestres transcurridos desde el mínimo hasta el siguiente máximo en un ciclo expansivo, y «pendiente» es la relación entre amplitud y duración.

**Un análisis más profundo de la dinámica del ciclo económico exige una definición más precisa de sus distintas fases.** A efectos de este recuadro, se combinan dos enfoques. En primer lugar, se detectan recesiones con arreglo a la definición puramente técnica, es decir, una recesión implica al menos dos trimestres de descenso del nivel del PIB real, adoptando el algoritmo de Bry-Boschan<sup>7</sup>. Este procedimiento se denomina en la literatura el enfoque «clásico» del fechado cíclico<sup>8</sup>. Una vez que se han establecido las fechas de las recesiones, se utiliza el componente cíclico del PIB, obtenido eliminando la tendencia de los niveles del PIB real mediante estimaciones del crecimiento del PIB potencial, con el fin de distinguir las diferentes fases de las expansiones cíclicas<sup>9</sup>. Se separan los movimientos del ciclo del PIB en cuatro fases adicionales, en función de si el PIB observado se está expandiendo a un ritmo más rápido o más lento que el potencial, y de si la brecha de producción está en terreno positivo o negativo, imponiendo nuevamente un

<sup>7</sup> Véase G. Bry y C. Boschan, «Cyclical Analysis of Time Series: Selected Procedures and Computer Programs», *NBER Books*, National Bureau of Economic Research, 1971. Este método proporciona una buena aproximación y se ha utilizado ampliamente en estudios empíricos de expansiones y recesiones. Véanse, por ejemplo, para los países del G-7 y de la UE, M. J. Artis, Z. G. Kontolemi y D. R. Osborn, «Business Cycles for G7 and European Countries», *The Journal of Business*, vol. 70, n.º 2, abril de 1997, pp. 249-279, y para Estados Unidos, J. H. Stock y M. W. Watson, «Estimating turning points using large data sets», *Journal of Econometrics*, vol. 178, parte 2, enero de 2014, pp. 368-381. Los resultados son ampliamente comparables con el fechado indicado por el Centre for Economic Policy Research (CEPR) y el NBER para la zona del euro y Estados Unidos, respectivamente, que utilizan, en ambos casos, métodos más amplios que incluyen no solo el PIB trimestral, sino también componentes básicos del PIB, empleo y actividad industrial, entre otras variables. Las recesiones se definen como dos trimestres consecutivos de descenso del nivel del PIB.

<sup>8</sup> Véase A. F. Burns y W. C. Mitchell, «Measuring Business Cycles», *NBER Books*, National Bureau of Economic Research, diciembre de 1946.

<sup>9</sup> Puede verse un enfoque similar del fechado cíclico en el recuadro titulado «La medición y predicción del ciclo económico de la zona del euro», *Boletín Mensual*, BCE, mayo de 2011.

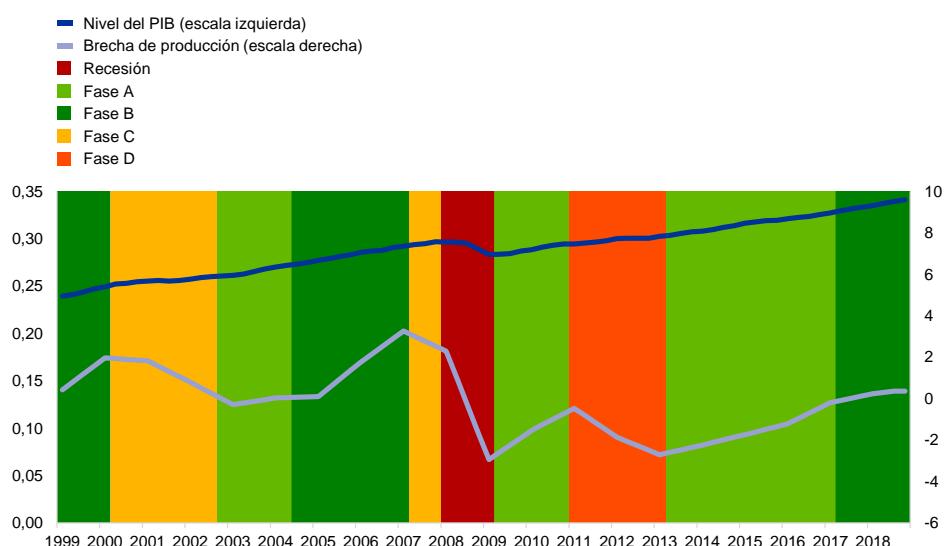
mínimo de dos trimestres consecutivos para definir cada fase<sup>10,11</sup>. El gráfico B presenta un ejemplo de las cinco fases atendiendo al agregado de las economías avanzadas no pertenecientes a la zona del euro.

**El segundo paso permite caracterizar con mayor precisión las diferentes fases de las expansiones.** En concreto, permite tener en cuenta las implicaciones de una disminución del ritmo de crecimiento potencial. Combinando las recesiones identificadas en el primer paso (parte roja del gráfico B) con las fases cíclicas adicionales detectadas en el segundo (partes verde claro, verde oscuro, amarillas y naranjas), distinguimos entre «aterrizajes bruscos» —recesiones abruptas— y «aterrizajes suaves» —períodos en los que la actividad económica se desacelera en relación con el potencial, y a veces las brechas de producción caen a terreno negativo, pero sin entrar en recesión—<sup>12</sup>.

### Gráfico B

#### Ciclo económico en las economías avanzadas no pertenecientes a la zona del euro

(escala izquierda: índice [en logaritmos]; escala derecha: porcentajes)



Fuente: BCE.

Notas: El gráfico muestra una periodización del ciclo económico en cinco fases para las economías avanzadas. En el primer paso se utiliza el enfoque clásico del fechado cíclico, con el fin de separar las expansiones de las recesiones, adoptando el algoritmo de Bry-Boschan aplicado a los niveles del PIB real (en logaritmos). En el segundo paso se separan los movimientos del componente cíclico del PIB real en cuatro fases. La fase A se refiere a períodos en los que la brecha de producción todavía es negativa, pero el PIB crece a mayor ritmo que su potencial. La fase B indica el caso en el que la brecha de producción es positiva y el PIB crece por encima de su potencial. En la fase C, la brecha de producción es positiva y el PIB se expande a un ritmo más lento que su potencial. Por último, la fase D caracteriza aquellos períodos en los que la brecha de producción es negativa y el PIB crece por debajo de su potencial. La última observación corresponde al cuarto trimestre de 2018.

<sup>10</sup> El análisis de este recuadro y el consiguiente fechado de las fases del ciclo económico son sensibles a las estimaciones del PIB potencial. Se utilizan estimaciones del crecimiento potencial elaboradas por el FMI y el BCE. Los datos anuales se han calculado mediante interpolación *spline* cúbica para obtener frecuencias trimestrales. Las estimaciones del crecimiento potencial para el período anterior a 1980 se obtienen mediante técnicas simples de eliminación de tendencias.

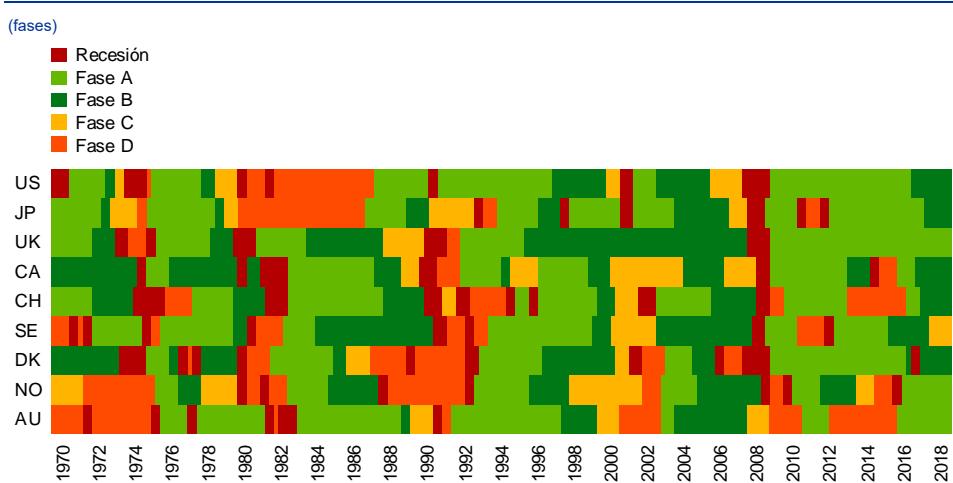
<sup>11</sup> Los indicadores sintéticos adelantados de la OCDE siguen un enfoque alternativo que se centra en anticipar los puntos de inflexión de la actividad económica.

<sup>12</sup> Con arreglo al enfoque de dos pasos, las fases de recesión podrían seguir a cualquiera de las cuatro fases expansivas, aunque, en la práctica, siguen mayoritariamente la fase C y, en menor medida, las fases B y D.

**Esta metodología sugiere que, en varias de las principales economías avanzadas, la brecha de producción actual es positiva y la actividad sigue creciendo a un ritmo mayor que su potencial (véase gráfico C).** Nuestras estimaciones sugieren que, en Estados Unidos, Japón, Canadá, Suiza y Dinamarca, las brechas de producción son positivas y la actividad continúa expandiéndose a un ritmo más acelerado que su potencial. Sin embargo, Suecia podría haber pasado ya a una fase en la que la actividad crece por debajo de su potencial. En cambio, parece que, en el Reino Unido, Noruega y Australia, la recuperación perdura desde la Gran Recesión, aunque sigue habiendo un cierto grado de capacidad ociosa en estas economías.

### Gráfico C

Periodización de los ciclos económicos en una selección de economías avanzadas



Fuente: Cálculos del BCE.

Notas: Las recesiones se detectan utilizando el algoritmo de Bry-Boschan aplicado a los niveles del PIB real (en logaritmos). La fase A se refiere a períodos en los que la brecha de producción todavía es negativa, pero el PIB crece a mayor ritmo que su potencial. La fase B indica el caso en el que la brecha de producción es positiva y el PIB crece por encima de su potencial. En la fase C, la brecha de producción es positiva y el PIB se expande a un ritmo más lento que su potencial. Por último, la fase D caracteriza aquellos períodos en los que la brecha de producción es negativa y el PIB crece por debajo de su potencial. La última observación corresponde al cuarto trimestre de 2018.

**La experiencia pasada sugiere que las economías pueden crecer por encima de su potencial durante un tiempo relativamente largo y que, posteriormente, es más probable que experimenten un aterrizaje suave que una recesión abrupta.** El gráfico C indica que, en las economías con brechas de producción positivas, el PIB puede crecer por encima de su potencial durante unos dos o tres años, en promedio, antes del cambio de ciclo. Además, en la mayoría de los casos, las economías van desacelerándose progresivamente y experimentan un aterrizaje suave. Las probabilidades (no condicionales) históricas de transición entre diferentes fases del ciclo económico sugieren que, tras un período en el que la brecha de producción es positiva y el crecimiento se expande a un ritmo superior al potencial (fase B), alrededor de un tercio de los países sufren una recesión, mientras que dos tercios pasan a una fase de crecimiento más moderado a medida que la actividad se desacelera por debajo del crecimiento potencial.

**Nuestro escenario base sigue siendo de desaceleración económica moderada en las economías avanzadas.** Después de alcanzar un máximo en 2017, el

crecimiento del PIB en las economías avanzadas comenzó a ralentizarse en la primera mitad de 2018, y los indicadores de opinión apuntan a una moderación adicional a finales de ese año y principios de 2019. La desaceleración de la actividad manufacturera parece ser especialmente pronunciada y, probablemente, se ve agravada por las crecientes incertidumbres que lastran la inversión y la actividad a escala mundial. La actualización más reciente de las *Perspectivas de la Economía Mundial*, del FMI sugiere que el crecimiento agregado de las economías avanzadas descenderá gradualmente desde el 2,3 % en 2018 hasta el 2 % en 2019, y seguirá cayendo, hasta el 1,7 %, en 2020, lo que está en consonancia, en líneas generales, con las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE de marzo de 2019<sup>13</sup>.

**En definitiva, aunque el crecimiento de las economías avanzadas no pertenecientes a la zona del euro se ha ido ralentizando, parece que las señales de una fuerte desaceleración o de recesión están contenidas.** No obstante, los riesgos a la baja abundan y últimamente han aumentado. Una escalada de las tensiones comerciales, por ejemplo, o un escenario de Brexit «sin acuerdo» afectarían negativamente a las perspectivas de las economías avanzadas.

---

<sup>13</sup> Véanse las «[Proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE para la zona del euro de marzo de 2019](#)», publicadas en el sitio web del BCE el 7 de marzo de 2019.

## 2

# Situación de liquidez y operaciones de política monetaria en el período comprendido entre el 31 de octubre de 2018 y el 29 de enero de 2019

Toshi Nakamura y Pamina Karl

**En este recuadro se describen las operaciones de política monetaria del BCE realizadas durante el séptimo y el octavo períodos de mantenimiento de reservas de 2018, comprendidos entre el 31 de octubre y el 18 de diciembre de 2018, y entre el 19 de diciembre de 2018 y el 29 de enero de 2019, 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 netas mensuales por importe de 15 mm de euros, en promedio, hasta el final de diciembre de 2018. El 1 de enero de 2019 comenzó la fase de reinversión.

## 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 1.511,5 mm de euros, lo que representa un incremento de 51,8 mm de euros con respecto al período anterior (es decir, el quinto y el sexto períodos de mantenimiento de 2018).** Las mayores necesidades de liquidez fueron resultado, en gran medida, del aumento de 51,4 mm de euros registrado, en promedio, en los factores autónomos netos, que alcanzaron la cifra de 1.384,5 mm de euros durante el período considerado, mientras que las exigencias de reservas mínimas se incrementaron, en promedio, en 0,4 mm de euros, situándose en 127,1 mm de euros.

**El incremento de los factores autónomos netos fue resultado, principalmente, del aumento de los factores de absorción de liquidez y de la disminución de los factores de inyección de liquidez.** Entre los factores de absorción de liquidez, los billetes en circulación y otros factores autónomos se incrementaron, en promedio, en 16,8 mm de euros y 18,5 mm de euros, respectivamente, hasta situarse en 1.210 mm de euros y 730,7 mm de euros. Este aumento se vio parcialmente contrarrestado por la caída de 23,3 mm de euros registrada por los depósitos de las Administraciones Públicas, hasta una cifra de 236,1 mm de euros. La contribución más destacada al avance de los factores autónomos netos tuvo su origen en la reducción de los activos netos denominados en euros, que, en promedio, experimentaron un descenso de 46,7 mm de euros y se situaron en 153,5 mm de euros. Los pasivos del Eurosistema denominados en euros frente a no residentes en la zona del euro aumentaron, en promedio, 50,5 mm de euros, lo que refleja un patrón estacional

más pronunciado al final de año que al final de trimestre durante el período de referencia anterior<sup>14</sup> y, por tanto, contribuye negativamente al promedio de activos netos denominados en euros (factores de inyección de liquidez).

### Cuadro A

#### Situación de liquidez del Eurosistema

##### Pasivo – necesidades de liquidez

(medias; mm de euros)

	Período de referencia actual: 31 de octubre de 2018 a 29 de enero de 2019						Período de referencia anterior: 1 de agosto de 2018 a 30 de octubre de 2018
	Séptimo y octavo períodos de mantenimiento	Séptimo período de mantenimiento: 31 de octubre a 18 de diciembre	Octavo período de mantenimiento: 19 de diciembre a 29 de enero	Quinto y sexto períodos de mantenimiento			
<b>Factores autónomos de liquidez</b>	<b>2.176,8</b> <b>(+12,0)</b>	<b>2.162,5</b> <b>(-19,3)</b>	<b>2.193,4</b> <b>(+30,9)</b>	<b>2.164,8</b> <b>(+40,9)</b>			
Billetes en circulación	1.210,0 (+16,8)	1.202,4 (+8,1)	1.218,8 (+16,4)	1.193,1 (+16,6)			
Depósitos de las AAPP	236,1 (-23,3)	240,2 (-43,0)	231,3 (-8,9)	259,4 (+20,0)			
Otros factores autónomos	730,7 (+18,5)	719,9 (+15,5)	743,3 (+23,4)	712,2 (+4,3)			
<b>Cuentas corrientes</b>	<b>1.357,6</b> <b>(-0,5)</b>	<b>1.379,4</b> <b>(+10,4)</b>	<b>1.332,1</b> <b>(-47,2)</b>	<b>1.358,0</b> <b>(+26,2)</b>			
<b>Instrumentos de política monetaria</b>	<b>764,9</b> <b>(-14,8)</b>	<b>762,7</b> <b>(+4,3)</b>	<b>767,4</b> <b>(+4,6)</b>	<b>779,7</b> <b>(-0,4)</b>			
Exigencias de reservas mínimas <sup>1</sup>	127,1 (+0,4)	126,8 (+0,1)	127,4 (+0,6)	126,7 (+2,5)			
Facilidad de depósito	637,8 (-15,2)	635,9 (+4,2)	640,0 (+4,0)	653,0 (-2,9)			
Operaciones de ajuste de absorción de liquidez	0,0 (+0,0)	0,0 (+0,0)	0,0 (+0,0)	0,0 (+0,0)			

<sup>14</sup> 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 31 de diciembre de 2018, los pasivos denominados en euros frente a no residentes en la zona del euro aumentaron hasta situarse en 459,3 mm de euros, en comparación con un importe medio de 315,3 mm de euros durante el séptimo y el octavo períodos de mantenimiento. Esta evolución se plasmó en un efecto más pronunciado que el observado el 30 de septiembre de 2018, cuando estos pasivos se incrementaron hasta situarse en 301,7 mm de euros, frente a los 264,7 mm de euros registrados, en promedio, en el quinto y el sexto períodos de mantenimiento.

## Activo – oferta de liquidez

(medias; mm de euros)

	Período de referencia actual: 31 de octubre de 2018 a 29 de enero de 2019					Período de referencia anterior: 1 de agosto de 2018 a 30 de octubre de 2018	
	Séptimo y octavo períodos de mantenimiento	Séptimo periodo de mantenimiento: 31 de octubre a 18 de diciembre	Octavo periodo de mantenimiento: 19 de diciembre a 29 de enero	Quinto y sexto períodos de mantenimiento			
<b>Factores autónomos de liquidez</b>	<b>792,7</b> <b>(-39,2)</b>	<b>802,5</b> <b>(-23,0)</b>	<b>781,3</b> <b>(-21,2)</b>	<b>831,9</b> <b>(+10,9)</b>			
Activos exteriores netos	639,2 (+7,4)	625,1 (-0,1)	655,8 (+30,7)	631,8 (+1,9)			
Activos netos denominados en euros	153,5 (-46,7)	177,4 (-22,9)	125,5 (-51,9)	200,1 (+8,9)			
<b>Instrumentos de política monetaria</b>	<b>3.379,8</b> <b>(+35,7)</b>	<b>3.375,6</b> <b>(+18,1)</b>	<b>3.384,7</b> <b>(+9,1)</b>	<b>3.344,1</b> <b>(+53,0)</b>			
Operaciones de mercado abierto	3.379,7 (+35,7)	3.375,5 (+18,0)	3.384,6 (+9,1)	3.344,0 (+53,0)			
Operaciones de subasta	732,5 (-6,6)	733,2 (-1,5)	731,8 (-1,5)	739,1 (-14,0)			
OPF	7,3 (+2,5)	6,8 (-0,1)	7,9 (+1,1)	4,8 (+2,9)			
OFPML a tres meses	4,7 (+0,1)	4,4 (+0,7)	5,0 (+0,6)	4,6 (-2,8)			
Operaciones TLTRO-I	0,0 (-5,5)	0,0 (-1,5)	0,0 (+0,0)	5,5 (-5,6)			
Operaciones TLTRO-II	720,5 (-3,7)	722,0 (-0,6)	718,8 (-3,1)	724,2 (-8,5)			
Carteras en firme	2.647,2 (+42,2)	2.642,3 (+19,6)	2.652,8 (+10,5)	2.604,9 (+67,0)			
Primer programa de adquisiciones de bonos garantizados	4,3 (-0,2)	4,3 (-0,1)	4,3 (-0,0)	4,5 (-0,2)			
Segundo programa de adquisiciones de bonos garantizados	4,0 (-0,0)	4,0 (-0,0)	4,0 (-0,0)	4,0 (-0,2)			
Tercer programa de adquisiciones de bonos garantizados	262,3 (+3,9)	262,1 (+2,2)	262,6 (+0,5)	258,4 (+3,8)			
Programa para los mercados de valores	73,0 (-1,2)	73,0 (-1,0)	73,1 (+0,1)	74,2 (-9,3)			
Programa de compras de bonos de titulización de activos	27,6 (+0,3)	27,7 (+0,6)	27,6 (-0,1)	27,3 (-0,2)			
Programa de compras de valores públicos	2.098,7 (+30,9)	2.095,0 (+13,0)	2.103,1 (+8,2)	2.067,8 (+63,6)			
Programa de compras de bonos corporativos	177,1 (+8,4)	176,3 (+4,9)	178,1 (+1,9)	168,7 (+9,5)			
Facilidad marginal de crédito	0,1 (+0,0)	0,1 (+0,1)	0,1 (-0,0)	0,1 (-0,0)			

## Otra información relativa a la liquidez

(medias; mm de euros)

	Período de referencia actual: 31 de octubre de 2018 a 29 de enero de 2019					Período de referencia anterior: 1 de agosto de 2018 a 30 de octubre de 2018	
	Séptimo y octavo períodos de mantenimiento	Séptimo periodo de mantenimiento: 31 de octubre a 18 de diciembre	Octavo periodo de mantenimiento: 19 de diciembre a 29 de enero	Quinto y sexto períodos de mantenimiento			
Necesidades de liquidez agregadas	1.511,5 (+51,8)	1.487,2 (+3,8)	1.539,9 (+52,8)	1.459,8 (+32,3)			
Factores autónomos <sup>2</sup>	1.384,5 (+51,4)	1.360,4 (+3,6)	1.412,6 (+52,2)	1.333,1 (+29,8)			
Exceso de liquidez	1.868,2 (-16,1)	1.888,4 (+14,3)	1.844,6 (-43,7)	1.884,3 (+20,8)			

## Evolución de los tipos de interés

(medias, porcentajes)

	Periodo de referencia actual: 31 de octubre de 2018 a 29 de enero de 2019					Período de referencia anterior: 1 de agosto de 2018 a 30 de octubre de 2018
	Séptimo y octavo períodos de mantenimiento	Séptimo periodo de mantenimiento: 31 de octubre a 18 de diciembre	Octavo periodo de mantenimiento: 19 de diciembre a 29 de enero	Quinto y sexto períodos 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)	-0,360 (+0,01)	-0,366 (+0,01)	-0,362 (-0,01)	-0,362 (+0,00)	-0,362 (+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.

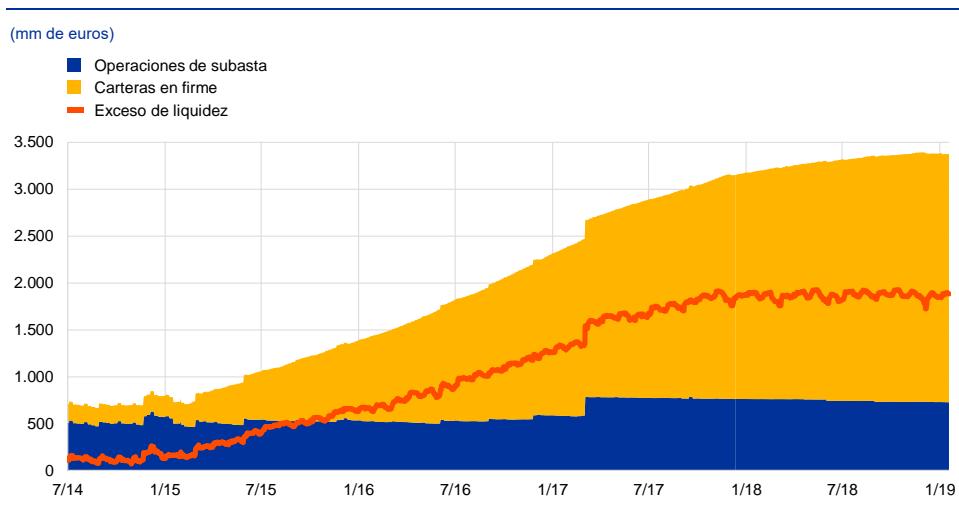
2) El valor total de los factores autónomos incluye también «partidas en curso de liquidación».

## Liquidez inyectada mediante instrumentos de política monetaria

**El volumen medio de liquidez proporcionado a través de las operaciones de mercado abierto —incluidas tanto operaciones de subasta como compras efectuadas en el marco del APP— se incrementó en 35,7 mm de euros, hasta un importe de 3.379,8 mm de euros (véase gráfico A).** Este aumento fue atribuible en su totalidad a las compras netas realizadas en el 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 6,6 mm de euros) durante el período considerado y se situó en 732,5 mm de euros.** Este descenso se debió

Íntegramente a la disminución de 9,2 mm de euros del saldo vivo medio de las operaciones de financiación a plazo más largo con objetivo específico (TLTRO, por sus siglas en inglés). La liquidez media proporcionada a través de las OPF aumentó en 2,5 mm de euros, hasta situarse en 7,3 mm de euros, un ascenso que compensó, en parte, la reducción observada en las TLTRO.

**La liquidez inyectada a través de las carteras mantenidas por el Eurosistema con fines de política monetaria se incrementó en 42,2 mm de euros, hasta situarse, en promedio, en 2.647,2 mm de euros, debido a las compras netas efectuadas en el marco del APP, que siguieron realizándose hasta el final de diciembre de 2018. No obstante, este incremento fue inferior en 24,8 mm de euros al registrado en el período de referencia anterior.** 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 corporativos y del programa de compras de bonos de titulización de activos aumentó, en promedio, en 30,9 mm de euros, 3,9 mm de euros, 8,4 mm de euros y 0,3 mm de euros, respectivamente. Las amortizaciones de bonos de la cartera del programa para los mercados de valores (Securities Markets Programme, SMP) y de los dos programas de adquisiciones de bonos garantizados anteriores ascendieron a 1,3 mm de euros en total.

## Exceso de liquidez

**Como consecuencia de la evolución detallada anteriormente, el exceso medio de liquidez se redujo ligeramente en comparación con el período anterior, en 16,1 mm de euros, hasta situarse en 1.868,2 mm de euros (véase gráfico A).** Este descenso refleja el avance de los factores autónomos netos, principalmente en el octavo período de mantenimiento, y estuvo determinado, en parte, por la evolución observada en los pasivos denominados en euros frente a no residentes en la zona del euro al final del año. Esta evolución solo se vio parcialmente contrarrestada por la liquidez proporcionada a través de las compras del APP, que se redujeron hacia finales de diciembre, antes del inicio de la fase de reinversión el 1 de enero. En cuanto a la distribución del exceso de liquidez entre las cuentas corrientes y la facilidad de depósito, los saldos medios en cuenta corriente registraron una leve caída (de 0,5 mm de euros), hasta situarse en 1.357,6 mm de euros, y el recurso medio a la facilidad de depósito descendió en 15,2 mm de euros y se situó en 637,8 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.** 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  $-0,363\%$ , prácticamente sin variación con respecto al período de referencia anterior. El eonia fluctuó en una banda comprendida entre el mínimo del  $-0,374\%$  observado el 21 de diciembre y el máximo del  $-0,335\%$  del 27 de diciembre. En cuanto al mercado de

operaciones con garantía, el diferencial de los tipos *repo* medios a un día del mercado GC Pooling<sup>15</sup> entre las cestas estandarizada y ampliada de activos de garantía se estrechó. En comparación con el período anterior, el tipo *repo* medio a un día para la cesta estandarizada de activos de garantía aumentó en 2 puntos básicos y se situó en el  $-0,417\%$ , mientras que el correspondiente a la cesta ampliada se redujo en 2 puntos básicos, hasta situarse en el  $-0,406\%$ . El descenso registrado al final de 2018 en los tipos *repo* principales fue menos pronunciado que el observado al final de 2017, lo que sugiere que los participantes en los mercados han adoptado prácticas más eficientes en la gestión de activos de garantía. Asimismo, la facilidad de préstamo de valores del programa de compras de valores públicos del Eurosistema continuó contribuyendo al buen funcionamiento de los mercados de *repos*.

---

<sup>15</sup> El mercado GC Pooling permite negociar acuerdos de recompra con cestas estandarizadas de activos de garantía en la plataforma Eurex.

### 3

## Crecimiento del empleo y del PIB en la zona del euro

Vasco Botelho y António Dias da Silva

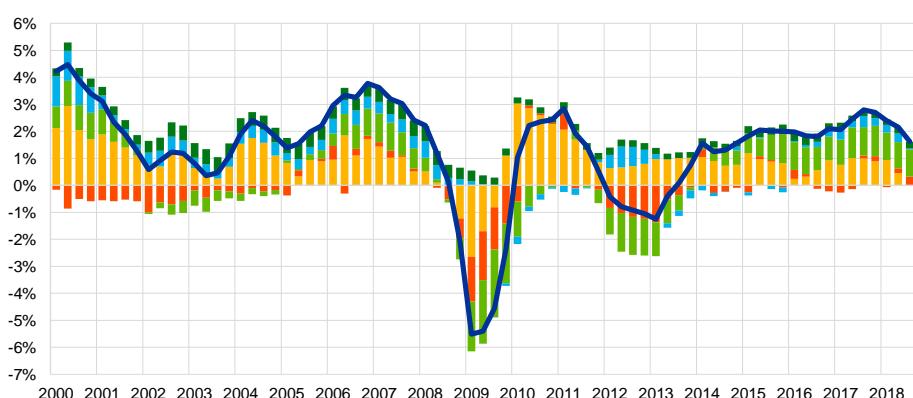
**En este recuadro se analiza la evolución del mercado de trabajo de la zona del euro en relación con los cambios observados recientemente en el crecimiento del PIB.** El mercado de trabajo se mantuvo relativamente vigoroso durante 2018, pese a la ralentización del crecimiento del PIB real. La descomposición del PIB en productividad del trabajo, resultados del mercado de trabajo y tendencias demográficas muestra una mayor contribución del empleo al crecimiento del PIB real (véase gráfico A). En los tres primeros trimestres de 2018, la expansión económica se vio firmemente respaldada por el avance del empleo y el descenso sostenido de la tasa de paro. Esta evolución contrasta de forma acusada con las tendencias observadas en la fase inicial de la recuperación y pone de manifiesto la fortaleza del mercado de trabajo de la zona del euro en un contexto de ralentización del crecimiento del PIB en 2018. De hecho, a pesar de la considerable heterogeneidad existente entre los distintos países de la zona del euro, en diciembre de 2018 la tasa de paro agregada de la zona se situaba en su nivel más bajo desde octubre de 2008 y la ratio empleo/población era más elevada que en 2008<sup>16</sup>.

### Gráfico A

#### Descomposición del crecimiento del PIB real

(porcentajes; tasas de crecimiento interanual)

- PIB real
- Productividad (por hora trabajada)
- Horas medias trabajadas (por trabajador ocupado)
- Tasa de empleo (de la población activa)
- Tasa de actividad (de la población total)
- Población total



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

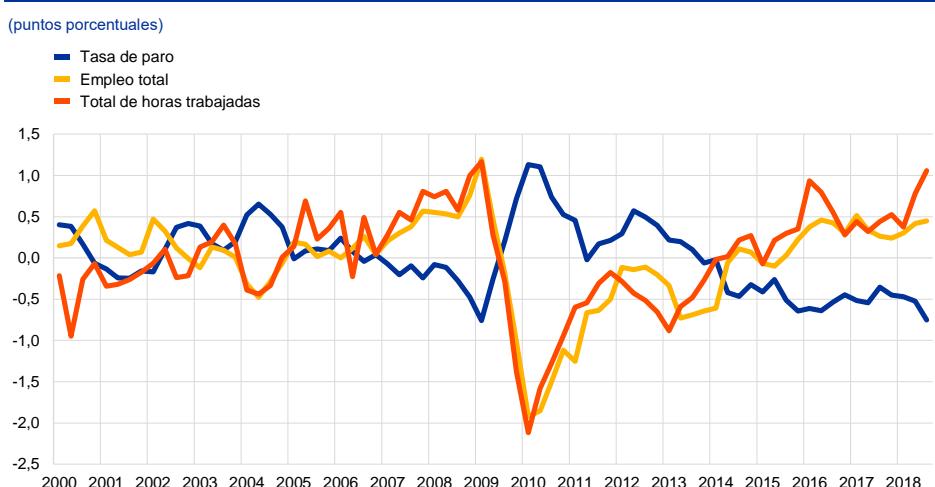
Notas: El PIB real se descompone en productividad del trabajo (PIB real/total de horas trabajadas), horas medias trabajadas por persona ocupada, tasa de empleo (empleo total/población activa), tasa de actividad (población activa/población) y población total. La población activa se define como la suma del número de personas ocupadas y del de desempleados.

<sup>16</sup> La heterogeneidad de las tasas de paro sigue siendo elevada, ya que la diferencia entre la tasa más alta y la más baja de los países de la zona del euro es de más de 15 puntos porcentuales. La ratio empleo/población, definida en este recuadro como el empleo total dividido por el segmento de la población con edades comprendidas entre 15 y 74 años, se incrementó en 0,8 puntos porcentuales, del 58,7 % al 59,5 %, entre el tercer trimestre de 2008 y el tercer trimestre de 2018.

**Una estimación de la simple relación estática entre empleo/desempleo y PIB muestra el buen comportamiento del mercado de trabajo desde el principio de la recuperación en la zona del euro (véase gráfico B).** El crecimiento del empleo a finales de 2018 fue 0,4 puntos porcentuales superior al nivel esperado a partir de la relación estática de largo plazo entre el avance del empleo y el del PIB. Estos residuos positivos del empleo desde el inicio de la recuperación aumentaron en los tres últimos trimestres de 2018, ya que la desaceleración interanual del PIB no fue acompañada de una ralentización proporcional del crecimiento del empleo. Los residuos positivos también se traducen en residuos positivos del crecimiento del total de horas trabajadas, es decir, las horas trabajadas totales se han incrementado más de lo que cabría esperar atendiendo a la tasa de crecimiento del PIB. Del mismo modo, la tasa de paro indica también una evolución sólida del mercado laboral, y muestra una tendencia a situarse por debajo del valor esperado a partir de la estimación de la versión estática tradicional de la ley de Okun. La fortaleza observada en el mercado de trabajo es generalizada por países<sup>17</sup>, y la ley de Okun muestra sistemáticamente un comportamiento de este mercado más vigoroso de lo esperado, lo que puede obedecer a la aplicación de reformas estructurales que contribuyeron a una mayor creación de empleo durante la recuperación económica reciente<sup>18</sup>.

#### Gráfico B

#### Residuos de las estimaciones de la versión estática de la ley de Okun



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Notas: Estimaciones basadas en datos correspondientes al período comprendido entre el primer trimestre de 1998 y el tercer trimestre de 2018. Residuos de la versión estática de la ley de Okun, que relaciona las variaciones interanuales de la tasa de paro, la tasa de crecimiento interanual del empleo total y la tasa de crecimiento interanual del total de horas trabajadas con la tasa contemporánea de crecimiento interanual del PIB real.

<sup>17</sup> En el tercer trimestre de 2018, las excepciones fueron Italia, con residuos negativos del empleo, pero positivos del total de horas trabajadas y negativos de la tasa de paro; Estonia, con residuos negativos del empleo y del total de horas trabajadas, pero positivos de la tasa de paro, y Malta, con residuos positivos del empleo, del total de horas trabajadas y de la tasa de paro.

<sup>18</sup> Véanse, por ejemplo, el recuadro titulado «Recent employment dynamics and structural reforms», en el artículo «[The employment-GDP relationship since the crisis](#)», *Boletín Económico*, número 6, BCE, 2016, y el recuadro titulado «Labour and product market regulation, worker flows and output responsiveness», en «[Structural policies in the euro area](#)», *Occasional Paper Series*, n.º 210, BCE, junio de 2018.

**Sin embargo, la evolución actual del mercado de trabajo dependerá de la naturaleza de las perturbaciones que afecten a la desaceleración observada del PIB real.** Una especificación estática de la ley de Okun muestra una relación de largo plazo entre el crecimiento del PIB real y los resultados del mercado de trabajo, obviando los efectos de la evolución tanto a corto como a largo plazo sobre el ajuste de este mercado a las fluctuaciones del ciclo económico. Si se utilizara una especificación dinámica para analizar el perfil temporal de la relación entre el avance del PIB real y los resultados del mercado de trabajo, se observaría que la evolución de este mercado depende no solo de los cambios actuales en el crecimiento del PIB real, sino también de los cambios anteriores<sup>19</sup>. Además, dado que las elasticidades implícitas en la ley de Okun son inferiores a la unidad, las fluctuaciones del crecimiento del PIB real podrían conllevar una respuesta algo dilatada en el tiempo y atenuada del empleo total, de la tasa de paro y del total de horas trabajadas. Por otra parte, la sólida evolución actual del mercado de trabajo y su trayectoria futura también podrían verse influidas por la naturaleza específica de las perturbaciones que afecten a la economía.

**En conjunto, estos resultados ponen de relieve el intenso dinamismo del mercado de trabajo desde el inicio de la recuperación y subrayan la fortaleza mostrada últimamente por este mercado ante la desaceleración del PIB real en 2018.** De hecho, mientras que, en 2018, el crecimiento del PIB se redujo en 0,7 puntos porcentuales, el del empleo disminuyó únicamente en 0,2 puntos porcentuales, y los residuos estimados a partir de la especificación estática de la ley de Okun se hicieron incluso más negativos para el desempleo y más positivos para el empleo y el total de horas trabajadas. No obstante, el mercado de trabajo también se caracteriza por una respuesta dilatada en el tiempo a las variaciones del PIB, y ese será uno de los factores que influirán en su evolución durante los próximos trimestres.

---

<sup>19</sup> Véase el recuadro titulado «A quantitative investigation of the euro area employment-GDP relationship», en el artículo «[The employment-GDP relationship since the crisis](#)», *Boletín Económico*, número 6, BCE, 2016.

## 4

# Nuevas características del Índice Armonizado de Precios de Consumo: grupos de análisis, datos de escáner y *web-scraping*

Martin Eiglsperger

**Los Índices Armonizados de Precios de Consumo (IAPC) de los alimentos, los bienes industriales, los servicios y la energía son indicadores que utiliza el BCE para analizar la inflación en la zona del euro con más detalle.** Con la publicación de los IAPC correspondientes a enero de 2019, estos grupos de análisis —agregados especiales— se basan en una asignación más exacta de los productos, por lo que la distinción entre bienes y servicios, y entre alimentos elaborados y no elaborados, es ahora más precisa. Esta mejora se ha logrado obteniendo agregados especiales a partir de la clasificación genérica del IAPC —la denominada ECOICOP (*European Classification of Individual Consumption according to Purpose*)—, que proporciona un mayor nivel de desagregación que la clasificación de productos que se utilizaba hasta ahora. Otro avance reciente es el uso extendido de datos de escáner (*scanner data*) de supermercados. También se está generalizando la técnica de *web-scraping*, que consiste en la descarga automatizada de grandes volúmenes de datos publicados en sitios web. En conjunto, estos cambios reflejan mejor la evolución real de los precios de consumo en la economía, especialmente porque amplían la cobertura de los precios rebajados.

**Para el seguimiento y el análisis de la inflación, el BCE utiliza el IAPC desagregado en alimentos no elaborados, alimentos elaborados, bienes industriales, servicios y energía.** Estos agregados especiales muestran con frecuencia propiedades diferenciadas, como la mayor volatilidad observada en los IAPC de los alimentos no elaborados y la energía. Varias medidas de inflación subyacente se obtienen excluyendo algunos de estos agregados<sup>20</sup>. En general, los grupos especiales se utilizan para analizar y comprender mejor los determinantes de la inflación.

**Los institutos de estadística de la Unión Europea han introducido otro nivel de desagregación en la clasificación del IAPC por finalidad del consumo.** La ECOICOP, en su máximo nivel de desglose, incluye unas 300 subclases, como «equipos de telefonía móvil» (anteriormente, el mayor nivel de desagregación agrupaba todos los equipos de telefonía y fax en una sola categoría). La «reparación de equipos de telefonía y fax» también constituye una clase separada. Los institutos de estadística presentan sus IAPC nacionales desagregados con arreglo a la ECOICOP para distintos períodos de tiempo. Si bien Francia y Lituania han reconstruido las series temporales completas, Irlanda y Finlandia solo publican datos desde 2017.

**Con la publicación del IAPC de la zona del euro correspondiente a enero de 2019, se han introducido índices de precios de grupos de análisis basados en**

<sup>20</sup> Véase el artículo titulado «*Measures of underlying inflation for the euro area*», *Boletín Económico*, número 4, BCE, 2018.

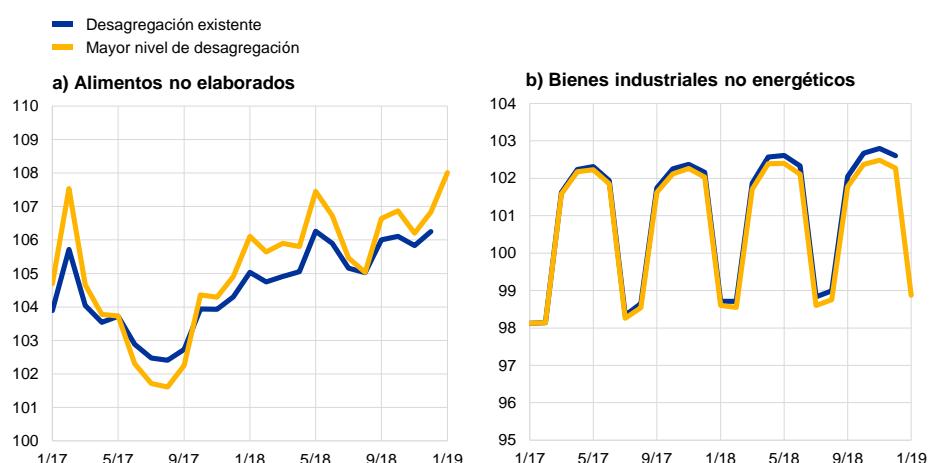
## la clasificación más detallada de los productos por finalidad del consumo.

Eurostat, la Oficina Estadística de la Unión Europea, ha reconstruido estos nuevos agregados especiales desde enero de 2017 para la zona del euro y la Unión Europea en su conjunto, así como para cada Estado miembro de la UE. Los grupos especiales anteriores del IAPC se han sustituido. Hasta diciembre de 2016, los datos correspondientes a los agregados especiales del IAPC siguen basándose en un nivel de desagregación menor, lo que implica una ruptura estadística en las respectivas series temporales. El gráfico A ilustra cómo afecta el mayor nivel de desagregación de los productos a los IAPC de los alimentos no elaborados y de los bienes industriales no energéticos. Aparte de la división entre alimentos no elaborados y elaborados, la información más detallada influye relativamente poco en los agregados especiales, pero sí puede tener algunas implicaciones para las previsiones y el ajuste estacional de estos agregados del IAPC.

### Gráfico A

Clasificación más detallada de los alimentos no elaborados y de los bienes industriales no energéticos en los IAPC de la zona del euro

(índice: 2015 = 100)



Fuente: Eurostat.

**La elaboración de los IAPC de los alimentos, los bienes, los servicios y la energía a partir de una clasificación más detallada de productos por finalidad del consumo supone una mejora importante.** Contribuye a identificar mejor los determinantes de la inflación; por ejemplo, las subidas salariales por actividades de servicios. Asimismo, cabe esperar que la asignación más precisa facilite la modelización econométrica de la inflación por grupos de análisis.

**Con la publicación de los IAPC correspondientes a enero de 2019 se ha expandido más el uso de datos extraídos mediante web-scraping y ya hay varios institutos de estadística que utilizan datos de escáner de supermercados.** Tradicionalmente, los encuestadores, que se centran en los precios de las variedades de productos más vendidas, recogen los precios en los establecimientos físicos, que visitan una vez al mes, como mínimo, o con más frecuencia en el caso de los precios más volátiles. Aunque en muchos Estados miembros de la UE la recopilación de precios en las tiendas sigue siendo

fundamental para el muestreo de datos del IAPC, muchos institutos de estadística han empezado a utilizar o están utilizando en mayor medida datos de escáner o datos extraídos mediante *web-scraping*.

**Estos nuevos métodos de recogida de información proporcionan un volumen considerablemente mayor de datos sobre precios, que reflejan la variabilidad de los productos, y también abarcan un número más elevado de días de compra muestreados en un mismo mes.** A diferencia de la recopilación de precios estándar basada en encuestas realizadas en los establecimientos físicos, en el cálculo de los índices con datos de escáner se utilizan las ventas de productos basadas en los códigos de barras (*Global Trade Identification Number*, GTIN) u otro código de identificación. Los precios se obtienen dividiendo las ventas de un producto determinado, identificado por su código, por la cantidad vendida. El uso de datos de escáner permite incluir muchos más productos durante un período más largo de tiempo. Los precios calculados a partir de datos de escáner se aproximan más a la media mensual que los basados en la recogida de precios en un momento específico.

**Los nuevos métodos de recogida de datos requieren nuevos enfoques estadísticos.** El volumen significativamente mayor de datos exige que los institutos de estadística traten la información de forma automatizada. El cálculo de índices de precios de productos específicos a partir de datos de escáner plantea varios retos, en particular el tratamiento de los precios con descuento y el mayor volumen de compras que generan los descuentos. Las reducidas cifras de ventas observadas con posterioridad a los períodos de descuentos hacen que los índices de precios, ponderados por los volúmenes de ventas, suelan ser propensos a una desviación a la baja cuando se aplican las fórmulas establecidas para los índices de precios<sup>21</sup>. En la mayoría de los casos, los institutos de estadística que utilizan datos de escáner en la actualidad calculan índices sin desviación, al no incorporar las ponderaciones derivadas de las ventas paralelas. Los investigadores del ámbito de la estadística están desarrollando métodos para tener en cuenta las ventas utilizando ponderaciones de gasto y evitar a la vez los sesgos a la baja<sup>22</sup>.

**El relanzamiento de productos también puede plantear problemas de recopilación cuando se emplean datos de escáner.** Aunque estos productos mantienen sus características esenciales, es posible que al relanzarlos se cambie su código de artículo y se vendan a un precio más elevado. La elaboración de índices de precios a partir de códigos de artículo no reflejaría esas subidas de los precios. Por tanto, es necesario desarrollar métodos que identifiquen también los productos relanzados cuando han cambiado los códigos.

**El uso de datos de escáner y de datos extraídos mediante *web-scraping* influye en el IAPC principalmente de tres maneras: se amplía la gama de variedades de productos, crece la frecuencia de registro y aumenta la**

<sup>21</sup> Véase, por ejemplo, J. Haan y H. van der Grient, «[Eliminating chain drift in price indexes based on scanner data](#)», *Journal of Econometrics*, vol. 161(1), pp. 36-46, marzo de 2011.

<sup>22</sup> Véase, por ejemplo, A. Chessa, J. Verburg y L. Willenborg, «[A Comparison of Price Index Methods for Scanner Data](#)», que se presentó en la 15<sup>th</sup> reunión del Grupo de Ottawa, 10-12 de mayo de 2017, Eltville am Rhein (Alemania).

**cobertura del mes de referencia.** Los datos de escáner suelen abarcar un período de dos a tres semanas de un mes, pero es posible que las estimaciones de avance del IAPC cubran un período inferior. Por consiguiente, el uso de datos de escáner podría dar lugar en ocasiones a revisiones más importantes o más frecuentes de las estimaciones de avance. En general, el mayor volumen de datos implica que los índices de precios mensuales se ven más afectados por la fijación de precios de los supermercados y del comercio minorista por Internet. Por ejemplo, los fines de semana y los días de compras antes de Semana Santa y Navidad quedan mejor reflejados con el uso de estos nuevos métodos.

**Los datos de escáner señalan mejor las variaciones acusadas de los precios relacionadas con los descuentos.** Los precios rebajados en torno a Navidad pueden tener un impacto sobre el IAPC, concretamente la primera vez que se incorporan los datos de escáner, dado que la fórmula del IAPC exige el encadenamiento durante diciembre. En general, el uso de datos de escáner permite una cobertura más exhaustiva de los precios rebajados, tanto en el tiempo como de los distintos productos, lo que implica que los índices de precios basados en estos datos pueden presentar una volatilidad significativamente más elevada.

## 5

# Un nuevo método para calcular el índice de precios de los paquetes turísticos en Alemania y su impacto en las tasas de inflación medida por el IAPC

Martin Eiglsperger

**Los índices armonizados de precios de consumo (IAPC) se actualizan periódicamente para reflejar cambios en las ponderaciones del consumo y en los artículos incluidos, y, algunas veces, también mejoras metodológicas.** Una de esas mejoras es el cambio en la forma de calcular el índice de precios de los paquetes turísticos en el IAPC de Alemania, que empezó a utilizarse con el IAPC correspondiente a enero de 2019. Esta modificación se ha traducido en revisiones de las tasas de variación interanual no solo de Alemania, sino también de la zona del euro en su conjunto.

**En Alemania, el índice de precios de los paquetes turísticos muestra ahora un patrón estacional más significativo.** Mientras que en el método anterior se utilizaban ponderaciones estacionales del gasto —es decir, distintas ponderaciones en el índice de precios para los paquetes turísticos disfrutados en diferentes épocas del año—, en el nuevo enfoque se utilizan ponderaciones anuales fijas durante todo el año. Esto implica que este índice ya no se ve afectado por los cambios en las ponderaciones estacionales al principio y al final de la temporada. Sin embargo, la aplicación de ponderaciones fijas implica que, durante los períodos fuera de temporada, cuando los precios de los viajes de temporada no son observables, se deben realizar estimaciones de las variaciones de los precios para los que no se dispone de información. Por ejemplo, en verano es necesario incluir estimaciones de las variaciones de los precios de los viajes que suelen realizarse en invierno, y en invierno es preciso utilizar estimaciones de las variaciones de los precios en verano. La estimación se lleva a cabo por medio de un proceso de imputación en el que los cambios en los precios de las vacaciones en los períodos fuera de temporada se estiman sobre la base de la variación de los precios de otros viajes que realmente se efectúan en esa temporada. Mientras que el método anterior trataba las vacaciones de invierno y las de verano por separado, la nueva muestra integrada incluye también los destinos de los viajes realizados durante todo el año natural, por lo que se establece una relación entre la evolución de los precios de los viajes de temporada.

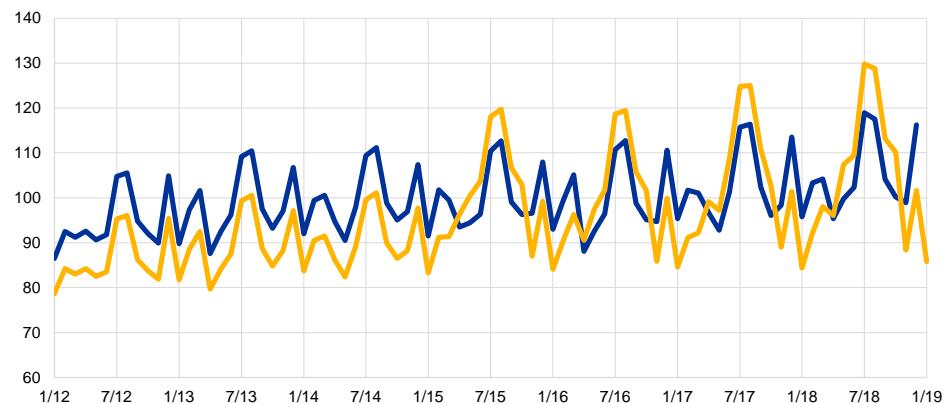
**El cambio metodológico se ha traducido en un perfil estacional más pronunciado en el índice de precios de los paquetes turísticos en Alemania y también en la zona del euro.** El gráfico A muestra que el índice de la zona del euro presenta una variación estacional mayor que antes, con valores más elevados en los meses estivales y más bajos en los meses de invierno. Aunque en el nuevo índice la variación entre los máximos y los mínimos estacionales es mayor, su perfil es menos errático.

### Gráfico A

Índice de precios de los paquetes turísticos en la zona del euro antes y después de la revisión

(índice: 2015 = 100)

■ Antes  
■ Despues



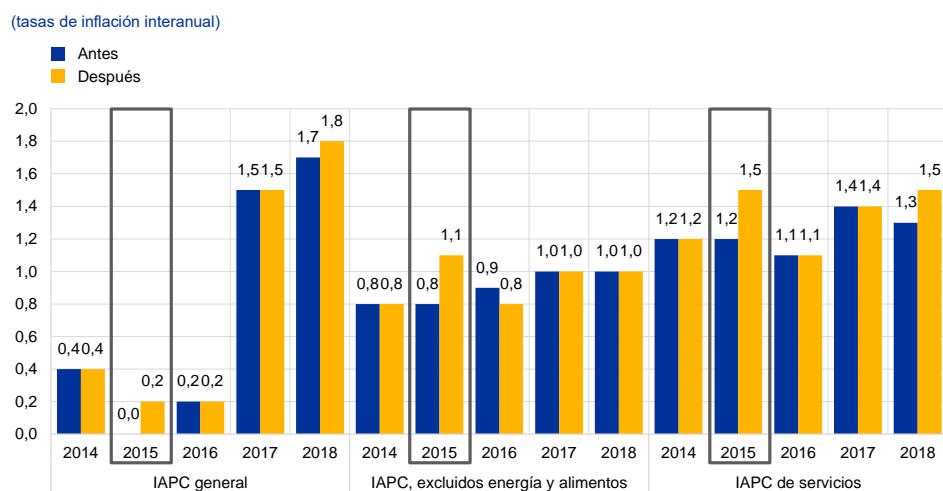
Fuente: Eurostat.

**Los datos revisados tuvieron un impacto considerable sobre las tasas de variación interanual de varios agregados del IAPC de la zona del euro en el primer año en el que se incorporó el cambio metodológico y, posteriormente, el efecto ha sido más moderado (véase gráfico B).** Los números índice a partir de 2015 utilizan datos compilados con arreglo al nuevo método, mientras que el índice correspondiente a 2014 y a años anteriores sigue basándose en el tratamiento anterior de los paquetes turísticos. Las tasas de variación anual correspondientes a 2015 se calculan utilizando valores del índice basados en diversos métodos y, por consiguiente, están distorsionadas<sup>23</sup>. A partir de 2016, las tasas de crecimiento anual se basan en su totalidad en el nuevo método y, en consecuencia, no están distorsionadas. El impacto sobre las tasas de crecimiento interanual durante el período comprendido entre 2016 y 2018 es relativamente moderado.

<sup>23</sup> Véase Eurostat, «Improved calculation of HICP special aggregates and German package holidays methodological change», febrero de 2019, p. 2.

## Gráfico B

Impacto del cambio metodológico del índice de precios de los paquetes turísticos de Alemania sobre los agregados del IAPC de la zona del euro



Fuente: Eurostat.

Nota: Las tasas de crecimiento interanual del IAPC de servicios correspondientes a los años 2017 y 2018 después de la revisión también se ven afectadas por la introducción de una clasificación de productos más detallada; véase el recuadro titulado «Nuevas características del Índice Armonizado de Precios de Consumo: grupos de análisis, datos de escáner y web-scraping», en este Boletín Económico.

**Al evaluar la evolución pasada de la inflación, los usuarios deben hacer abstracción de las distorsiones de las tasas de crecimiento interanual, especialmente de las correspondientes a 2015.** Este es el caso, en particular, de la inflación medida por el IAPC, excluidos la energía y los alimentos, de la zona del euro como medida de inflación subyacente (véase gráfico C). La revisión de las series distorsiona la imagen de años sucesivos de inflación subyacente reducida. A efectos analíticos, los usuarios pueden corregir las series de tasas de variación interanual de diferentes formas<sup>24</sup>. Un método sencillo para calcular tasas de inflación interanual que no incluyen datos basados en métodos distintos consiste en utilizar tasas de variación interanual hasta diciembre de 2015 basadas en el índice antes del cambio metodológico, y tasas de crecimiento interanual derivadas del índice calculado según el nuevo método a partir de enero de 2016<sup>25</sup>.

<sup>24</sup> El uso de técnicas de análisis de series temporales, como el ajuste estacional, podría ser de utilidad en los métodos empleados para mitigar el impacto de las distorsiones.

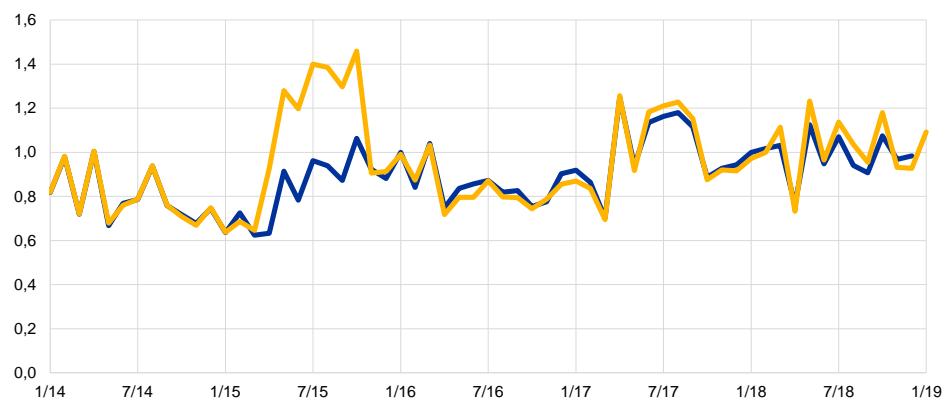
<sup>25</sup> No obstante, este método no puede utilizarse para calcular una serie temporal del IAPC. El IAPC es un índice de precios basado en la fórmula de tipo Laspeyres (véase Eurostat, «[Harmonised Index of Consumer Prices \[HICP\], Methodological Manual](#)», noviembre de 2018, p. 170), por lo que las ponderaciones del gasto anual se aplican a los componentes y no a sus tasas de crecimiento.

### Gráfico C

Inflación medida por el IAPC, excluidos la energía y los alimentos, de la zona del euro antes y después de la revisión

(tasas de variación interanual)

■ Antes  
■ Despues



Fuente: Eurostat.

## 6

# El diferencial tipo de interés-crecimiento y la evolución de la deuda pública

Cristina Checherita-Westphal

**La diferencia entre el tipo de interés medio pagado sobre la deuda de las Administraciones Públicas y la tasa de crecimiento nominal de la economía es una variable fundamental para analizar la evolución de la deuda pública y su sostenibilidad.** La variación de la deuda pública entre dos años es igual a los intereses abonados sobre el *stock* de la deuda, el déficit primario (exceso de gasto —excluidos los pagos de intereses— sobre ingresos) y otros factores (ajustes déficit-deuda). Así pues, en cuanto a las ratios expresadas en relación con el PIB, la variación de la deuda se determina principalmente por el saldo primario y la diferencia entre el tipo de interés y la tasa de crecimiento del PIB. Si el diferencial tipo de interés-crecimiento ( $i - g$ ) es estrictamente positivo, es necesario un superávit primario para estabilizar o reducir la ratio deuda/PIB. Cuanto mayor sea el nivel inicial de deuda, más elevado tendrá que ser el superávit primario. Y a la inversa, un diferencial  $i - g$  de la deuda pública persistentemente negativo ( $i < g$ ) implicaría que las ratios de deuda podrían reducirse aun cuando se registren déficits presupuestarios primarios (inferiores al efecto sobre la deuda provocado por el diferencial)<sup>26</sup>.

**Recientemente, el diferencial  $i - g$  se ha tornado negativo en la mayoría de las economías avanzadas, incluidos los países de la zona del euro.** Según las previsiones de otoño de 2018 de la Comisión Europea, todos los países de la zona, salvo Italia, tenían un diferencial  $i - g$  negativo en 2017. Las proyecciones contemplan un aumento de este diferencial en doce países de la zona en 2020, aunque se mantendrá en terreno negativo en todos ellos, excepto en Italia.

**Olivier Blanchard, en su discurso como presidente de la Asociación de Economía Americana de 2019<sup>27</sup>, ha reavivado el debate sobre el papel de la política fiscal ante un diferencial tipo de interés-crecimiento persistentemente negativo.** Utilizando el ejemplo de Estados Unidos, Blanchard señala que los costes de la deuda pública pueden ser inferiores a lo que generalmente se presupone en el debate sobre las políticas económicas, dado que el tipo de interés exento de riesgo (en Estados Unidos) —una *proxy* de los tipos marginales de los bonos— se sitúa por debajo de la tasa de crecimiento del PIB nominal, y esta situación es más la norma histórica que la excepción. Con un diferencial  $i - g$  negativo, es posible que la deuda pública no tenga ningún coste fiscal. No obstante, sí puede tener costes en

<sup>26</sup>  $\Delta b_t = \left( \frac{i_t - g_t}{1 + g_t} \right) b_{t-1} - pb_t + dda_t \quad (eq. 1)$

La ecuación 1 (la típica ecuación de acumulación de deuda) aporta un sencillo marco contable para descomponer la variación de la ratio deuda pública bruta/PIB ( $\Delta b_t$ ) en sus factores fundamentales, que son: i) el «efecto bola de nieve», es decir, el impacto de la diferencia entre el tipo de interés nominal medio de la deuda pública ( $i_t$ ) y la tasa de crecimiento del PIB nominal ( $g_t$ ) multiplicada por la ratio deuda/PIB en el período anterior ( $b_{t-1}$ ); ii) la ratio de saldo presupuestario primario (superávit) ( $pb_t$ ), y iii) el ajuste déficit-deuda en relación con el PIB ( $dda_t$ ) o el ajuste saldo/flujo, que incluye factores que afectan a la deuda, pero que no se contemplan en el saldo presupuestario (como adquisiciones o ventas de activos financieros).

<sup>27</sup> «Public Debt and Low Interest Rates», discurso pronunciado por Olivier Blanchard como presidente de la AEA en 2019 (Atlanta, 5 de enero de 2019). El discurso fue fundamentalmente una presentación de su trabajo académico reciente titulado «Public Debt and Low Interest Rates».

terminos de bienestar, si bien estos también podrían ser inferiores a lo que suele suponerse. Una implicación de este planteamiento sería que Estados Unidos podría sostener (o renovar) deudas elevadas (o más elevadas) sin costes significativos. Sin embargo, el autor hace hincapié en que el propósito del discurso no es defender una deuda más alta en sí misma, sino dar cabida a un debate más rico que el actual sobre la política de deuda y sobre las reglas de deuda adecuadas.

**Los modelos teóricos no aportan conclusiones claras sobre el signo y el tamaño del diferencial tipo de interés-crecimiento de la deuda pública.** En general, los modelos se basan en la hipótesis de que se cumple la restricción presupuestaria intertemporal, es decir, el valor actual de los superávits primarios futuros debería ser igual al nivel actual de la deuda (sin trayectorias explosivas de la deuda). Mientras que la teoría estándar del crecimiento implica un  $i - g$  positivo para las economías que se encuentran en su estado estacionario (siguiendo una senda de crecimiento equilibrada), incluso en relación con el tipo de interés exento de riesgo, en los modelos de generaciones solapadas con incertidumbre no diversificable o en los modelos con burbujas racionales un  $i - g$  negativo de la deuda pública podría coexistir con una economía dinámicamente eficiente<sup>28</sup>. Además, debe reconocerse que estos modelos analizan el «tipo libre de riesgo», mientras que si se tuvieran en cuenta el riesgo de crédito soberano o la posibilidad de impago el coste de la deuda pública se elevaría<sup>29</sup>.

**Desde un punto de vista empírico, el diferencial tipo de interés-crecimiento relevante para el análisis de la evolución de la deuda pública, según se ha definido anteriormente, ha sido positivo en las economías avanzadas maduras durante períodos más largos.** El valor de  $i - g$  en las economías maduras durante períodos prolongados ha oscilado en torno a un punto porcentual<sup>30</sup>. También suelen registrarse valores positivos en las economías de mayor tamaño de la zona del euro (véase gráfico A). Por otra parte, se observan valores de  $i - g$  negativos en las economías avanzadas durante períodos de recalentamiento o, con carácter más general, en las economías emergentes. Como se documenta en la literatura empírica<sup>31</sup>, los principales factores que explican la existencia de diferenciales persistentemente negativos en las economías emergentes son la represión financiera, incluso en períodos de hiperinflación, y, en cierta medida, también el efecto de la convergencia económica. Por último, el saldo primario tiene asimismo

<sup>28</sup> Véanse O. Blanchard y S. Fischer, *Lectures on Macroeconomics*, The MIT Press, Cambridge, 1989, y Blanchard (2019), *op. cit.*

<sup>29</sup> Para un resumen de esta literatura, véase P. D'Erasco, E. Mendoza y J. Zhang, «What is a Sustainable Public Debt?», *Handbook of Macroeconomics*, vol. 2B, 2016, pp. 2557-2588.

<sup>30</sup> Véase J. Escolano, «A Practical Guide to Public Debt Dynamics, Fiscal Sustainability, and Cyclical Adjustment of Budgetary Aggregates», *IMF Technical Notes and Manuals*, Washington DC, 2010. Un documento seminal de la OCDE sobre medidas de sostenibilidad de la deuda pública (Blanchard *et al.*, 1991) concluye que, aun cuando la configuración de un diferencial negativo que sea fácilmente rechazable esgrimiendo razones teóricas o empíricas sea una «curiosidad teórica [...] hay consenso general sobre que la condición de un exceso del tipo de interés sobre la tasa de crecimiento probablemente se cumple, si no siempre, al menos a medio y largo plazo» (p. 15). Véase O. Blanchard, J.-C. Chouraqui, R. Hagemann y N. Sartor, «The Sustainability of Fiscal Policy: New Answers to an Old Question», *Economic Studies*, n.º 15, OCDE, París, 1990.

<sup>31</sup> Véase, por ejemplo, J. Escolano, A. Shabunina y J. Woo, «The Puzzle of Persistently Negative Interest-Rate-Growth Differentials: Financial Repression or Income Catch-Up?», *Fiscal Studies*, vol. 38(2), 2017, pp. 179-217.

una influencia importante en la evolución de la deuda. Aun cuando  $i - g$  sea negativo, si los déficits primarios son lo suficientemente abultados, no se podrá estabilizar la ratio de deuda sobre el PIB. A este respecto, los superávits primarios de la mayoría de los países de la zona del euro han ayudado a que las ratios de deuda se sitúen en una trayectoria descendente<sup>32</sup>.

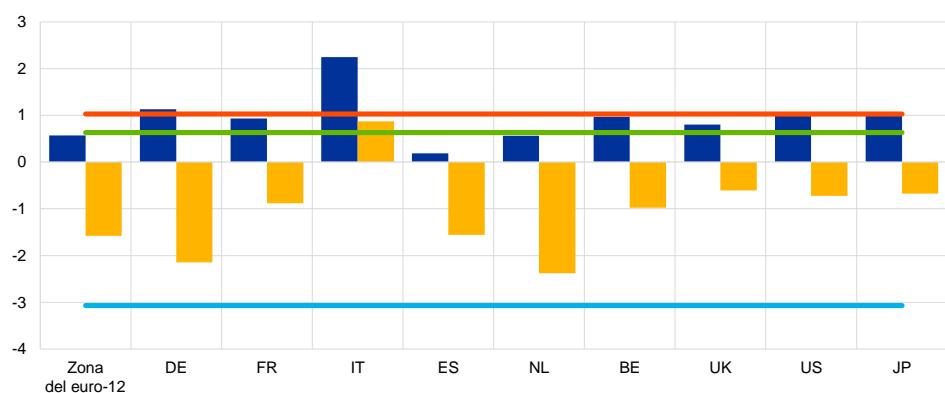
**Además, aunque el tipo de interés ha seguido una clara tendencia a la baja desde la década de los ochenta, en cierta medida, la tasa de crecimiento del PIB también lo ha hecho.** Desde la década de los ochenta en particular, los tipos de interés reales en las economías avanzadas han disminuido y, tras la crisis financiera mundial, se desplomaron a niveles excepcionalmente bajos. Esta evolución se ha asociado a menudo con un descenso de la estimación del tipo de interés natural o neutral, que, a su vez, se ha vinculado en muchos estudios a una caída del crecimiento del producto potencial<sup>33</sup>. Por tanto, todavía queda abierta la pregunta sobre la existencia de una tendencia en el diferencial entre ambas variables y, específicamente, en el diferencial aplicable a la deuda pública.

#### Gráfico A

#### Diferencial tipo de interés-crecimiento de la deuda pública ( $i - g$ )

(puntos porcentuales)

- 1999-2017
- 2017
- G-7 (1966-2010)
- Economías avanzadas (1966-2010)
- Economías emergentes (1966-2010)



Fuentes: Previsiones económicas de otoño de 2018 de la Comisión Europea (AMECO) para los datos de 1999-2017 (barras) y Escolano *et al.* (2017) para los datos de 1966-2010 (líneas).

Notas: El gráfico presenta la diferencia entre el tipo de interés nominal medio de la deuda pública ( $i$ ) y la tasa de crecimiento del PIB nominal ( $g$ ). En términos anuales,  $i$  se define como la ratio entre los pagos de intereses totales en un momento  $t$  y el stock de la deuda en  $t-1$ , promediado durante los períodos que se muestran en el gráfico. En general, las series de AMECO recogen la deuda de las Administraciones Públicas según la definición del SEC 2010 (para Estados Unidos, la deuda federal). Las líneas horizontales representan el  $i - g$  medio en el período 1966-2010 (no todos los países de la muestra están disponibles para todo el período, como se explica en Escolano *et al.*, 2017). Los países que se muestran son las seis economías de mayor tamaño de la zona del euro. «Zona del euro-12» incluye a Bélgica, Alemania, Irlanda (excluyendo valores extremos en 2015 y 2016), Grecia, España, Francia, Italia, Luxemburgo, Países Bajos, Austria, Portugal y Finlandia. Los valores que se presentan en el gráfico para la zona del euro-12 representan medias simples del  $i - g$  de la muestra. Los demás grupos de países son los que se indican en Escolano *et al.* (2017) y se ajustan ampliamente a las definiciones del FMI de economías avanzadas y emergentes.

<sup>32</sup> Según las previsiones de otoño de 2018 de la Comisión Europea, el saldo primario de la zona del euro sería un superávit (+1,2 % del PIB) en 2018, frente a déficits en Estados Unidos (-2,1 % del PIB) y en Japón (-1,5 % del PIB). Las proyecciones apuntan a que todos los países de la zona del euro, salvo Francia, España y Letonia, habrían registrado un superávit primario en 2018.

<sup>33</sup> Véase C. Brand, M. Bielecki y A. Penalver, «[The natural rate of interest: estimates, drivers, and challenges to monetary policy](#)», *Occasional Paper Series*, n.º 217, BCE, Fráncfort del Meno, 2018.

**La literatura empírica<sup>34</sup> identifica varios factores que influyen en la evolución del diferencial.** Se ha determinado que el envejecimiento de la población es un factor relevante que afecta a la disminución del tipo de interés natural, pero también a la caída del crecimiento del PIB potencial<sup>35</sup>. Además, la literatura señala el «exceso de ahorro mundial» (aproximado por los superávits por cuenta corriente de las economías emergentes) y el efecto puntual de la creación de la Unión Monetaria Europea<sup>36</sup> como factores relevantes que contribuyen al descenso del  $i - g$  en las economías avanzadas. Parece que las condiciones cíclicas y las políticas económicas también tienen una influencia importante. El diferencial puede aumentar rápidamente en épocas de recesión, sobre todo en los países altamente endeudados. Con carácter más general, se ha llegado a la conclusión de que las posiciones fiscales más débiles (deuda y déficits más elevados) están asociadas a un diferencial  $i - g$  más alto. El cuadro A presenta las medias históricas del  $i - g$  para la zona del euro-12, teniendo en cuenta las elevadas ratios de deuda pública y la situación del ciclo económico. El diferencial es más alto, en promedio, cuando la deuda pública es elevada (para el período 1999-2017: 1,7 puntos porcentuales (pp) cuando la deuda es superior o igual al 90 % del PIB, frente a 0,0 pp cuando la deuda es inferior al 90 %; para el período más largo desde 1985, los resultados son similares). Esto se explica en parte por la situación del ciclo: en fases recesivas, el  $i - g$  es mucho más elevado que en épocas normales o de bonanza económica (3 pp, frente a -0,5 pp para el período 1999-2017). Sin embargo, en épocas recesivas, los países más endeudados registran diferenciales más amplios (3,8 pp, frente a 2,5 pp)<sup>37</sup>.

---

<sup>34</sup> Véanse, por ejemplo, Escolano *et al.*, *op. cit.*, y D. Turner y F. Spinelli, «Explaining the interest-rate-growth differential underlying government debt dynamics», *OECD Economics Department Working Papers*, n.º 919, OCDE, París, 2011.

<sup>35</sup> Véase el artículo titulado «[The economic impact of population ageing and pension reforms](#)», *Boletín Económico*, número 2, BCE, 2018.

<sup>36</sup> Aunque la compresión de los diferenciales al inicio de la UEM redujo el  $i - g$  en algunas partes de la zona del euro, las crisis financiera y de deuda soberana hicieron que el diferencial sufriera reversiones muy acusadas durante un período.

<sup>37</sup> Un análisis empírico para la muestra de la zona del euro-12 determina que la deuda pública y los déficits (contemporáneos, con un retardo de un año, medias de cinco años) son determinantes significativos del  $i - g$  después de controlar por efectos fijos de brecha de producción, crecimiento de la PTF, tasa de dependencia de los mayores, crecimiento de la población, tipo de interés a corto plazo, el  $i - g$  en Estados Unidos, país y año.

## Cuadro A

Diferenciales tipo de interés-crecimiento medios históricos ( $i - g$ ), teniendo en cuenta los efectos de la deuda pública y del ciclo económico

(puntos porcentuales; zona del euro-12)

	Total	Deuda pública más reducida (< 90% del PIB)	Deuda pública elevada (≥ 90% del PIB)
1985-2017	0,9	0,4	1,9
1999-2017	0,6	0,0	1,7
	Total	Épocas normales o de bonanza (brecha de producción ≥ -1,5)	Épocas recesivas (brecha de producción < -1,5)
1985-2017	0,9	0,1	2,9
1999-2017	0,6	-0,5	3,0
	Total	Épocas recesivas y deuda pública más reducida (brecha de producción < -1,5 y deuda < 90%)	Épocas recesivas y deuda pública elevada (brecha de producción < -1,5 y deuda ≥ 90%)
1985-2017	2,9	2,4	3,7
1999-2017	3,0	2,5	3,8

Fuente: Base de datos AMECO de la Comisión Europea, extrapolada para el período 1985-2017, en caso necesario, con otras fuentes.

Notas: Los diferenciales tipo de interés-crecimiento que se muestran son medias simples de los países de la zona del euro-12 (véase gráfico A) para los respectivos períodos. Deuda elevada se define como una ratio deuda pública/PIB de al menos el 90 %. Una brecha de producción de -1,5 % es el umbral que separa las épocas recesivas de las normales en la matriz de flexibilidad de la CE (2015). Los resultados son similares para una muestra de 24 economías avanzadas, que incluye a los 19 países de la zona del euro, así como a Dinamarca, Suecia, Reino Unido, Estados Unidos y Japón.

**En la zona del euro, el bajo nivel actual de los diferenciales tipo de interés-crecimiento de la deuda pública no debería tomarse como un incentivo para aumentar los niveles de deuda, especialmente cuando el margen fiscal es limitado.** Una deuda pública elevada plantea retos económicos significativos<sup>38</sup>.

Aunque el gasto público y la inversión, si son efectivos, pueden incrementar el potencial de crecimiento a medio plazo de un país y mitigar los efectos cíclicos negativos de una fase recesiva<sup>39</sup>, los altos niveles actuales de deuda en muchas economías están restringiendo estos canales, en particular la capacidad para aplicar una política fiscal contracíclica en épocas de recesión. Los riesgos económicos y de las políticas, a escala tanto nacional como global, exigen medidas para limitar las vulnerabilidades de los países.

<sup>38</sup> Para un análisis de los riesgos asociados a regímenes de deuda elevada, véase el artículo titulado «[Government debt reduction strategies in the euro area](#)», *Boletín Económico*, número 3, BCE, 2016.

<sup>39</sup> Para más detalles, véase el artículo titulado «[The composition of public finances in the euro area](#)», *Boletín Económico*, número 5, BCE, 2017.

## La evaluación de 2019 de los desequilibrios macroeconómicos y de los avances en las reformas por parte de la Comisión Europea

Nick Lighthart

**El 27 de febrero de 2019, la Comisión Europea publicó su evaluación anual de los desequilibrios macroeconómicos y de los avances en lo que respecta a las reformas estructurales, basada en las recomendaciones específicas por país adoptadas en julio de 2018.** Esta evaluación es un elemento clave del marco del Semestre Europeo para la coordinación de las políticas económicas y presupuestarias en toda la UE. En este contexto, el procedimiento de desequilibrio macroeconómico (PDM) proporciona un marco para evaluar desequilibrios macroeconómicos. El objetivo de este procedimiento es evitar la aparición de desequilibrios perjudiciales y que se adopten medidas para corregirlos en caso de que sean excesivos<sup>40</sup>.

### Desequilibrios macroeconómicos

**A juicio de la Comisión, el número de países que presentan desequilibrios ha aumentado de once en 2018 a trece (véase cuadro A).** Este año se ha considerado que tres países —Italia, Chipre y Grecia— registran «desequilibrios excesivos». Si bien Italia y Chipre ya estaban en esta categoría el año pasado, se ha incluido a Grecia por primera vez en este examen, ya que dejó de estar sujeto al programa de asistencia financiera en el verano de 2018. Sus principales retos son una deuda pública elevada, una posición de inversión internacional neta negativa, una proporción muy elevada de préstamos dudosos (NPL), una tasa de desempleo que continúa siendo alta y un bajo potencial de crecimiento. Chipre sigue afrontando problemas relacionados con los elevados niveles de préstamos dudosos y de deuda externa, privada y pública. En cuanto a Italia, la Comisión considera que los riesgos para la sostenibilidad de las finanzas públicas, así como el hecho de que los avances en las reformas en general, se hayan estancado, e incluso hayan retrocedido, están eclipsando los progresos realizados en años anteriores. Además, la Comisión cambió la clasificación de dos países en la evaluación de este año: Croacia pasó de registrar «desequilibrios excesivos» a «desequilibrios», como consecuencia, entre otros factores, de la disminución de la deuda privada, pública y externa, y Rumanía, que estaba en el grupo de los países «sin desequilibrios», pasó a presentar «desequilibrios», debido a factores como la pérdida de competitividad y el aumento de los desequilibrios por cuenta corriente.

<sup>40</sup> Para detectar la existencia de desequilibrios, la Comisión utiliza un conjunto estandarizado de indicadores para seleccionar los países que deben someterse a un examen exhaustivo. Estos exámenes pueden arrojar tres resultados: «sin desequilibrios», «desequilibrios» o «desequilibrios excesivos». Si la Comisión considera que existen desequilibrios, el país en cuestión recibe recomendaciones dirigidas a corregirlos. Cuando se determina que los desequilibrios son tan graves que deben considerarse «excesivos», la Comisión puede actuar formulando una recomendación al Consejo para que inicie el procedimiento de desequilibrio excesivo (PDE).

## Cuadro A

### Conclusiones de la Comisión Europea sobre el Procedimiento de Desequilibrio Macroeconómico de 2019

Sin desequilibrios			Desequilibrios		Desequilibrios excesivos	Desequilibrios excesivos y aplicación del componente corrector
BE	LT	PL	BG	HR	GR	
CZ	LU	SI	DE	NL	IT	
DK	HU	SK	IE	PT	CY	
EE	MT	FI	ES	RO		
LV	AT	UK	FR	SE		

Fuente: Comisión Europea.

Notas: Los tres países resaltados en azul (Croacia, Rumanía y Grecia) son aquellos a los que la Comisión Europea ha cambiado la clasificación en el PDM en 2019. Para todos los países incluidos en el grupo «sin desequilibrios», la Comisión ya determinó que no presentaban desequilibrios en la primera fase del procedimiento (el informe sobre el mecanismo de alerta), por lo que ninguno fue sometido a un examen exhaustivo.

**Pese a la persistencia de desequilibrios excesivos en algunos Estados miembros, el procedimiento de desequilibrio excesivo nunca se ha activado desde la introducción del PDM en 2012.** En el marco del denominado componente corrector del PDM, el Consejo puede exigir a un Estado miembro con desequilibrios excesivos que presente un plan de medidas correctoras y, en última instancia, imponer sanciones en caso necesario. La reiterada falta de activación del procedimiento de desequilibrio excesivo podría menoscabar la credibilidad y efectividad del procedimiento en su conjunto. El gráfico A muestra que una cuarta parte de los Estados miembros de la UE han registrado desequilibrios excesivos durante varios años consecutivos, y, aunque con el tiempo algunos han logrado reducir la gravedad de los desequilibrios, la persistencia de desequilibrios excesivos en diversos países a lo largo de varios años indica que el procedimiento de desequilibrio macroeconómico debería haber facilitado en mayor medida su corrección. La aplicación de los instrumentos disponibles, incluida la activación del brazo correctivo del procedimiento en los países con desequilibrios excesivos, incrementaría la eficacia y la credibilidad del procedimiento, a lo que también se instaba de forma explícita en el Informe de los cinco presidentes de 2015<sup>41</sup> y, más recientemente, por parte del Tribunal de Cuentas Europeo<sup>42</sup>.

<sup>41</sup> J.-C. Juncker *et al.*, *Realizar la Unión Económica y Monetaria europea*, junio de 2015.

<sup>42</sup> Tribunal de Cuentas Europeo, *Fiscalización del procedimiento de desequilibrio macroeconómico (PDM)*, *Informe Especial n.º 3*, 2018.

## Gráfico A

Estados miembros de la UE que presentan desequilibrios excesivos



Fuente: Comisión Europea.

Notas: El gráfico muestra los países que la Comisión Europea considera que han registrado o registran «desequilibrios excesivos» en los años indicados. Los países sujetos a un programa de ajuste económico se incorporan automáticamente al PDM tras la finalización del programa. En 2012 no se detectaron desequilibrios excesivos en ningún país.

**Los desequilibrios macroeconómicos persistentes —sean o no excesivos— dejan a los Estados miembros más expuestos a perturbaciones macroeconómicas adversas y suelen aumentar la probabilidad de que se produzcan recesiones, que con frecuencia conllevan altos costes sociales y económicos.** Aunque la UE lleva registrando siete años consecutivos de crecimiento económico, las incertidumbres relacionadas con factores geopolíticos, la amenaza del proteccionismo y los desequilibrios macroeconómicos plantean riesgos a la baja para la actividad económica. Por ello es importante que los países acometan reformas ambiciosas para reforzar la capacidad de resistencia de sus economías a perturbaciones adversas.

**En algunos Estados miembros, los niveles de deuda, tanto pública como del sector privado, continúan en niveles históricamente elevados, lo que limita su capacidad de respuesta en caso de producirse una desaceleración o perturbaciones negativas.** El mayor crecimiento económico ha contribuido a reducir las ratios deuda/PIB en los últimos años, pero la deuda permanece en cotas muy altas en varios países. Las empresas han logrado reducir sus niveles de deuda con mayor rapidez que los hogares. Al mismo tiempo, en algunos países, el elevado endeudamiento público y privado se refleja en considerables niveles de deuda externa, lo que subraya la necesidad de asegurar la consecución de suficientes superávits por cuenta corriente.

**Para facilitar el proceso de reequilibrio y evitar la aparición de nuevos desequilibrios en la competitividad en términos de costes en la UE, se ha de realizar un estrecho seguimiento de la aceleración de los costes laborales unitarios observada en algunos países.** En concreto, en los países que actualmente registran superávits por cuenta corriente y que la Comisión considera que están experimentando falta de demanda interna y escasez de mano de obra, un crecimiento de los costes laborales unitarios superior a la media de la zona del euro podría facilitar el reequilibrio entre los países de la zona. Al mismo tiempo, un

deterioro relativo de la competitividad en términos de costes en los países más vulnerables con niveles de desempleo comparativamente elevados debería ser objeto de atenta vigilancia para evitar una reversión del ajuste positivo alcanzado en los últimos años.

## Avances en las reformas

**Las reformas siguen siendo esenciales para abordar los desequilibrios, y los avances respecto a las recomendaciones de reforma son evaluados cada año por la Comisión.** En concreto, la Comisión ha examinado la aplicación de las recomendaciones específicas por país (REP) adoptadas por el Consejo en julio de 2018. Cada recomendación proporciona orientaciones a los Estados miembros sobre un área de política específica.

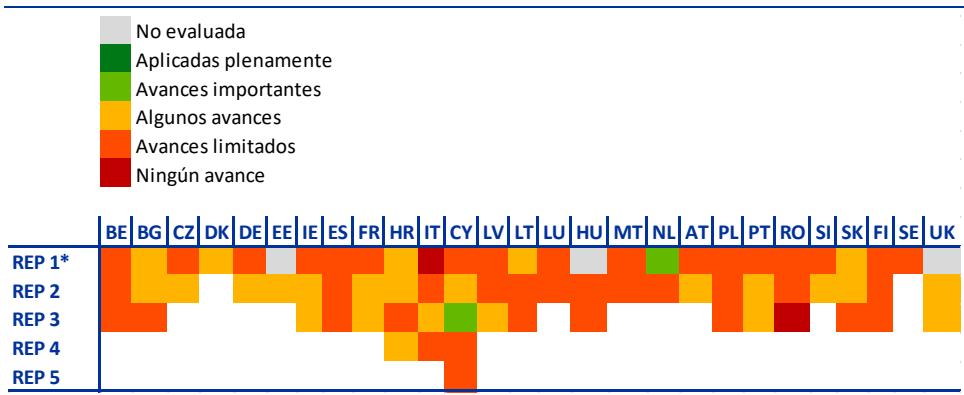
**Una vez más, la Comisión ha concluido que solo se han realizado avances limitados en relación con las recomendaciones de reforma.** Los avances realizados se evalúan utilizando cinco categorías: «ningún avance», «avances limitados», «algunos avances», «avances importantes» y «aplicadas plenamente»<sup>43</sup>. En el cuadro B se presenta un esquema de las evaluaciones llevadas a cabo este año. De las 73 recomendaciones específicas por país formuladas, ninguna se había aplicado plenamente, y solo se observaron avances importantes en relación con dos casos. En la aplicación de la inmensa mayoría (más del 90 %) de las recomendaciones de reforma, la Comisión consideró que los Estados miembros solo habían realizado algunos avances o avances limitados, en el mejor de los casos, y que no habían hecho ningún avance en relación con dos recomendaciones. Según la metodología de la Comisión, «ningún avance» significa que el Estado miembro en cuestión ni siquiera «ha anunciado de forma creíble» la adopción de medidas para seguir la recomendación. Por último, lo más preocupante es que, pese a que los países con desequilibrios excesivos son muy vulnerables, su progreso en la aplicación de reformas en el transcurso del año pasado no fue más sustancial que la media de la UE, y lo mismo sucede en los países que presentan desequilibrios. En general, los avances en las reformas fueron tan escasos como en el año anterior<sup>44</sup>.

<sup>43</sup> «Aplicadas plenamente»: el Estado miembro ha aplicado todas las medidas necesarias para seguir adecuadamente la REP. «Avances importantes»: el Estado miembro ha adoptado medidas que están decididamente orientadas al cumplimiento de la REP y que se han aplicado en su mayoría. «Algunos avances»: el Estado miembro ha adoptado medidas que responden en parte a la REP y/o ha adoptado medidas que responden a la REP, pero aún son necesarios esfuerzos considerables para su pleno cumplimiento, dado que solo se ha aplicado un número reducido de las medidas adoptadas. «Avances limitados»: el Estado miembro ha anunciado la adopción de ciertas medidas, aunque estas solo tienen en cuenta la REP de forma limitada, y/o ha presentado actos no legislativos, sin que se les haya dado el seguimiento necesario, en términos de puesta en práctica. «Ningún avance»: el Estado miembro no ha anunciado ni adoptado de forma creíble medidas para seguir la REP.

<sup>44</sup> Véase el recuadro titulado «La evaluación de 2018 de los desequilibrios macroeconómicos y de los avances en las reformas efectuada por la Comisión Europea», *Boletín Económico*, número 2, BCE, 2018.

## Cuadro B

Evaluación de la aplicación de las recomendaciones específicas por país de 2018 por parte de la Comisión Europea



Fuente: Comisión Europea.

Notas: En la evaluación de la REP 1\* no se incluye el cumplimiento del Pacto de Estabilidad y Crecimiento, que será evaluado por la Comisión en la primavera de 2019. «No evaluada» se aplica a los casos en los que la REP 1 se refiere en su mayor parte o exclusivamente al Pacto de Estabilidad y Crecimiento.

**Los avances en la aplicación de reformas han sido desiguales, y particularmente insuficientes en las áreas de los mercados de productos y las finanzas públicas.** Se ha realizado algún esfuerzo adicional en aspectos relativos al sector financiero y a los mercados de trabajo. Al mismo tiempo, la Comisión incluso ha encontrado casos en los que se ha producido un retroceso en las reformas, por ejemplo en lo que respecta a la sostenibilidad de las finanzas públicas (incluidas las pensiones) en el largo plazo.

**Es esencial acometer más reformas para mejorar el entorno de inversión, con el fin de estimular inversiones adecuadamente orientadas que aumenten la productividad, el crecimiento potencial y la capacidad de resistencia.** La Comisión considera que las mayores barreras a la inversión son la baja calidad de las instituciones y la carga regulatoria. La creación de un entorno favorable a la inversión ayudará a aumentar las inversiones enfocadas en la productividad y el crecimiento, que son fundamentales en este momento del ciclo económico. A su vez, la inversión debe estar bien orientada para que sea tan efectiva como sea posible. Aunque la mayoría de los países de la UE necesitan invertir en educación, investigación, desarrollo e innovación, es importante que la inversión se destine a los sectores que más contribuirán a incrementar el crecimiento de la productividad y la competitividad. A tal fin, la Comisión ha dado un paso positivo añadiendo un nuevo anexo a los informes por países en el que se identifican necesidades de inversión y cuellos de botella específicos de los distintos países, y que también pretende acompañar mejor el uso de los fondos de la UE con el análisis realizado en el Semestre Europeo.