

EVOLUCIÓN ECONÓMICA Y MONETARIA

I ENTORNO EXTERIOR DE LA ZONA DEL EURO

En un contexto de mejora de la situación de los mercados financieros, los indicadores de opinión confirman la existencia de nuevas señales de estabilización de la actividad económica mundial. Aunque en las economías avanzadas el crecimiento se ha visto atenuado por dificultades estructurales, en las economías emergentes continúa siendo sólido. La dinámica de la inflación en las economías avanzadas ha seguido siendo relativamente moderada en los últimos meses. En las economías emergentes, las tasas de inflación han descendido últimamente, aunque persisten las presiones inflacionistas.

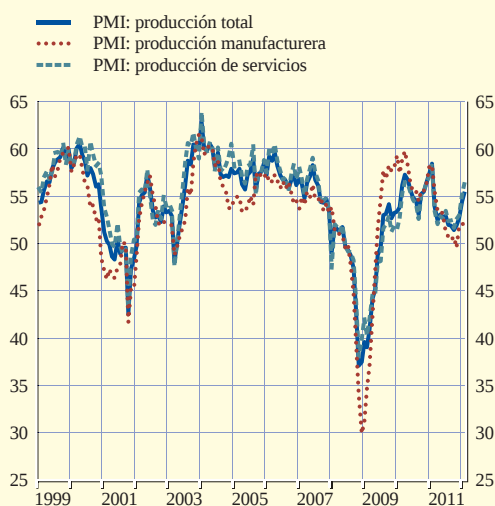
I.1 EVOLUCIÓN DE LA ECONOMÍA MUNDIAL

En el cuarto trimestre de 2011, el crecimiento del PIB en el área de la OCDE experimentó una desaceleración hasta el 0,1 %, en tasa intertrimestral, desde el 0,6 % registrado en el tercer trimestre, observándose divergencias considerables en los patrones de crecimiento entre unos países y otros. Hacia finales de 2011 comenzaron a vislumbrarse señales de estabilización de la actividad económica mundial, y los datos más recientes sugieren que esta tendencia ha continuado en el primer trimestre de 2012. No obstante, se prevé que las dificultades estructurales continúen frenando el ritmo de crecimiento de la economía mundial en el medio plazo. Estas dificultades guardan relación, principalmente, con la debilidad de los mercados de trabajo y de la vivienda, así como con la necesidad de seguir saneando los balances tanto del sector público como del sector privado. En relación con estos últimos, aunque se han logrado algunos avances en la reestructuración, los niveles de endeudamiento de los hogares siguen siendo elevados en varias de las principales economías avanzadas.

En un clima de mejora de los mercados financieros, también se observan señales de mejoría de la confianza tanto empresarial como de los consumidores. El índice PMI global de producción de manufacturas y servicios continuó aumentando, situándose en 55,5 en febrero (véase gráfico 1). La mejora de la

Gráfico 1 PMI: producción mundial

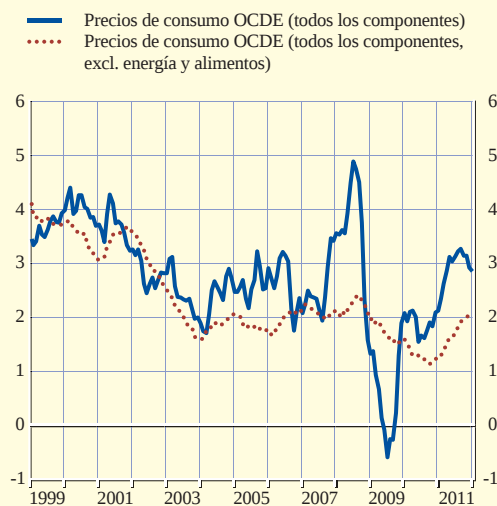
(índice de difusión; datos mensuales desestacionalizados)



Fuente: Markit.

Gráfico 2 Evolución internacional de los precios

(datos mensuales; tasas de variación interanual)



Fuente: OCDE.

situación económica fue generalizada en todos los sectores y países. Además, el índice PMI de nuevos pedidos, que es un indicador más adelantado, ha dado señales positivas respecto a las perspectivas económicas mundiales a corto plazo. Por lo que se refiere a los consumidores, los indicadores de confianza también han tendido a mejorar en todos los países. No obstante, en las economías avanzadas se mantienen por debajo de las medias históricas.

Los datos sobre el comercio mundial correspondientes al último trimestre de 2011 apuntan a una dinámica débil, acorde en general con la moderación de la actividad mundial. Según indican los datos del CPB Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis, el comercio mundial de bienes creció un 0,3 % en comparación con el trimestre anterior. La debilidad de las importaciones mundiales refleja, en gran medida, un acusado descenso de las importaciones de la zona del euro y de otras economías europeas, mientras que las importaciones de Estados Unidos, Japón y las economías emergentes han resistido mejor. En cuanto a las perspectivas a corto plazo, el índice PMI global de nuevos pedidos exteriores aumentó en enero y febrero de 2012 por encima del umbral de 50 que separa la expansión de la contracción y, aunque se mantiene por debajo de la media de largo plazo, apunta a una gradual recuperación del ritmo de crecimiento del comercio mundial.

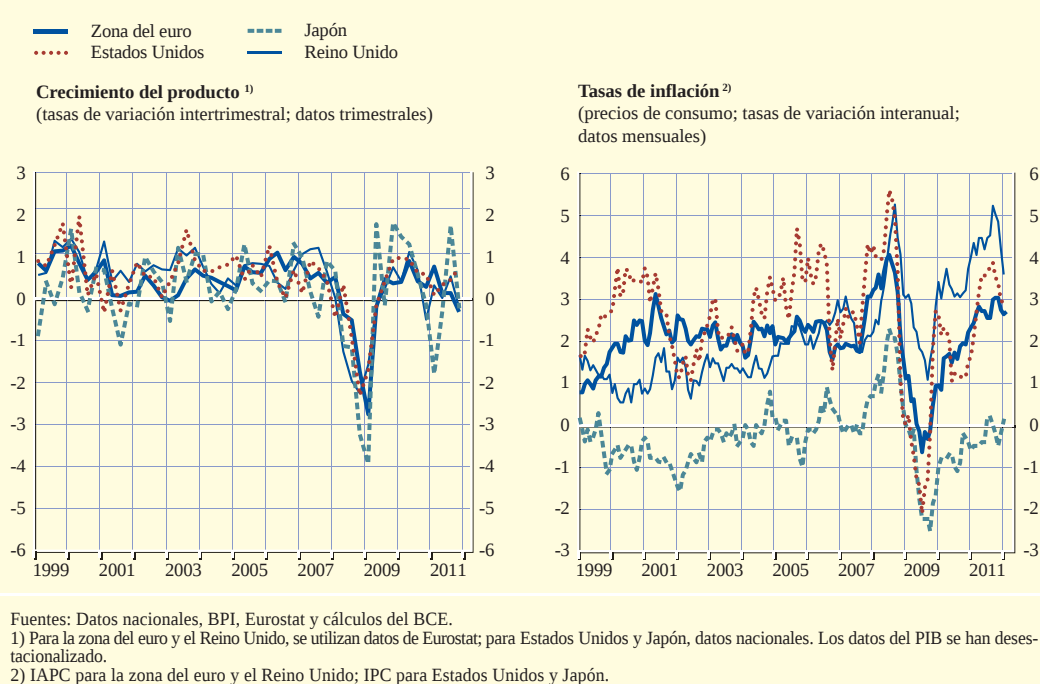
Tras marcar un máximo del 3,3 % en septiembre, la inflación se redujo moderadamente en los países de la OCDE, hasta el 2,8 %, en enero, principalmente como consecuencia del menor crecimiento de los precios de la energía (véase gráfico 2). Excluidos la energía y los alimentos, la inflación descendió ligeramente, hasta el 1,9 %, en enero, en comparación con el 2 % registrado en diciembre. En las economías avanzadas, la abundante capacidad productiva sin utilizar y el hecho de que las expectativas de inflación se encuentren bien ancladas contribuyeron a atenuar las presiones inflacionistas. En las economías emergentes también se redujeron las tasas de inflación. No obstante, debido a la limitada capacidad excedente de producción, a las políticas de indiciación de los salarios, así como a los niveles más bien bajos de los tipos de interés reales, persisten las presiones inflacionistas subyacentes. Las tasas de inflación interanual se mantuvieron por encima del 6 % en Brasil y del 4 % en China.

ESTADOS UNIDOS

En Estados Unidos, la actividad económica siguió cobrando impulso gradualmente en el cuarto trimestre de 2011, tras el lento crecimiento observado en el primer semestre del año (véase gráfico 3). La segunda estimación de la oficina de análisis económico (Bureau of Economic Analysis) indica que el PIB real creció a una tasa anualizada del 3 % en el cuarto trimestre de 2011 (0,7 % en tasa intertrimestral), frente al 1,8 % registrado en el trimestre anterior. La expansión en el cuarto trimestre tuvo su origen, principalmente, en el gasto de consumo y en la variación de las existencias privadas. La inversión residencial experimentó una fuerte recuperación, mientras que la demanda exterior neta y el gasto público contribuyeron negativamente al crecimiento. El crecimiento de la renta personal disponible real fue mayor en el segundo semestre de 2011, aunque se mantuvo por debajo del crecimiento del consumo privado real.

Por lo que respecta a la evolución de los precios, la inflación interanual medida por el IPC se redujo hasta 2,9 % en enero de 2012, desde el 3 % registrado en el mes anterior y desde el máximo del 3,9 % observado en septiembre de 2011. El descenso de la inflación de precios de la energía y los alimentos contribuyó a esta reducción. No obstante, la inflación medida por el IPC, excluidos la energía y los alimentos, ha sido más persistente, aumentando a una tasa interanual del 2,3 % en enero de 2012, frente al 2,2 % del mes anterior. La persistencia de la inflación subyacente se ha visto favorecida últimamente por el incremento de los precios de la atención sanitaria, los servicios recreativos, la educación y las comunicaciones, a pesar de la moderación del coste del transporte y de la vivienda.

Gráfico 3 Evolución del producto y de la inflación en las principales economías industrializadas



De cara al futuro, se espera que en 2012 la recuperación continúe a un ritmo más vigoroso de lo previsto anteriormente, dado que los datos mensuales más recientes han sorprendido principalmente al alza y apuntan a que se mantendrá la expansión económica en el primer trimestre de 2012. Los datos de empleo del sector no agrícola fueron mejores de lo esperado en enero y el crecimiento del empleo fue generalizado en el sector privado, incluida la construcción. Además, las solicitudes de prestaciones por desempleo siguieron reduciéndose en febrero, lo que indica una mayor capacidad de resistencia del mercado de trabajo en el primer trimestre. De acuerdo con varios indicadores del mercado de la vivienda, la actividad en este sector, que se había desplomado durante la recesión, parece estar tocando fondo. En febrero de 2012, el Congreso de Estados Unidos aprobó un proyecto de ley, consensuado por ambos partidos, por un importe total de 150 mm de dólares estadounidenses para prorrogar, hasta el final de 2012, las reducciones de las cotizaciones sociales y la percepción, durante un mayor número de semanas, de las prestaciones por desempleo. Se espera que esta medida favorezca el crecimiento del consumo privado en 2012, pero su supresión el próximo año afectará negativamente al crecimiento. Por lo que respecta a los precios, aunque los precios de las materias primas han vuelto a repuntar en las últimas semanas, la atonía imperante en los mercados de productos y de trabajo debería limitar las presiones alcistas sobre los precios y contribuir a reducir aún más la inflación en 2012.

El 25 de enero de 2012, el Comité de Operaciones de Mercado Abierto de la Reserva Federal indicó que, pese a registrarse cierta desaceleración del crecimiento mundial, los indicadores recientes apuntan a una moderada expansión de la actividad económica y a una nueva mejora de las condiciones generales del mercado de trabajo. El Comité decidió mantener en una banda del 0 % al 0,25 % el objetivo fijado para el tipo de interés de los fondos federales y siguió previendo que la situación económica probablemente justificará que dicho tipo se mantenga en niveles excepcionalmente bajos como mínimo hasta finales de 2014.

JAPÓN

En Japón, los últimos datos publicados confirman la relativa debilidad de la actividad económica a finales de 2011, tras el repunte observado en el tercer trimestre. La segunda estimación preliminar publicada por la Oficina Económica del Gobierno indica que el PIB real experimentó una contracción del 0,2 % en tasa intertrimestral en el último trimestre de 2011, frente a un aumento del 1,7 % en el trimestre anterior. Esta contracción tuvo su origen, en gran medida, en las contribuciones negativas de la demanda exterior neta y de las existencias privadas. El debilitamiento de la demanda exterior, la persistente fortaleza del yen japonés y las distorsiones de oferta asociadas a las inundaciones en Tailandia contribuyeron a una pronunciada caída de las exportaciones japonesas de bienes y servicios, mientras que las importaciones de bienes y servicios siguieron aumentando. La inversión pública se redujo inesperadamente por segundo trimestre consecutivo, lo que podría indicar cierto retraso en la puesta en práctica de los planes de reconstrucción. Por otro lado, la inversión empresarial registró una notable expansión en el último trimestre de 2011, mientras que el consumo privado creció a un ritmo más lento. En conjunto, esto supone que el PIB real se redujo un 0,7 %, en tasa interanual, en 2011, frente a un crecimiento del 4,4 % en 2010. El aumento de las importaciones de energía, sumado a un comportamiento más tímido de las exportaciones, se tradujo en la reaparición de un déficit comercial en 2011. De cara al futuro, se prevé que la actividad económica vuelva a registrar un crecimiento moderado en 2012, en particular como resultado del gasto relacionado con la reconstrucción.

En cuanto a la evolución de los precios, la inflación general, medida por el IPC, se situó en el 0,1 % en enero de 2012, frente al -0,2 % registrado en el mes anterior, debido, en parte, a los aumentos de los precios de los alimentos. Excluidos los alimentos frescos, la inflación interanual medida por el IPC se mantuvo estable en el -0,1 % en enero, mientras que, excluyendo la energía y los alimentos, la tasa se redujo a un ritmo más lento (-0,8 %) que en diciembre de 2011 (-1,1 %). En su reunión más reciente sobre política monetaria, celebrada el 14 de febrero de 2012, el Banco de Japón decidió mantener el objetivo fijado para el tipo de interés de los préstamos a un día sin garantía entre el 0 % y el 0,1 %. Anunció, además, que ampliaría el Programa de Compras de Activos en 10 billones de yenes incrementando las compras de deuda pública japonesa. Por último, decidió también introducir un objetivo de estabilidad de precios en el medio a largo plazo, que (de momento) se ha fijado en una variación interanual del IPC del 1 %.

REINO UNIDO

En el Reino Unido, la actividad económica parece estar tocando fondo. En el cuarto trimestre de 2011, el crecimiento del PIB real se redujo un 0,2 %, en tasa intertrimestral, pero, desde noviembre de 2011, los datos mensuales han sido, en general, favorables. La producción industrial y el volumen de ventas del comercio al por menor, así como la mayoría de los indicadores de opinión, apuntan a una mejora de la actividad económica en el primer trimestre de 2012. La situación del mercado de trabajo ha seguido siendo precaria en un contexto de incipiente estabilización, mientras que los principales agregados monetarios y crediticios experimentaron una contracción de alrededor del 2 % al 3 %, en tasa interanual, en diciembre y enero. De cara al futuro, se prevé que el crecimiento de la demanda interna seguirá estando limitado por las restrictivas condiciones de concesión de crédito, el ajuste de los balances de los hogares y un notable endurecimiento de la política fiscal, mientras que las perspectivas de la demanda externa probablemente moderarán el crecimiento de las exportaciones.

La tasa de inflación ha seguido reduciéndose como resultado de la progresiva pérdida de intensidad de algunos factores transitorios (las anteriores subidas de los precios de la energía y el aumento del tipo impositivo del IVA en enero de 2011), pero sigue siendo relativamente elevada. La inflación interanual medida por el IPC descendió hasta el 3,6 % en enero de 2012, desde el 4,2 % registrado en diciembre de

2011, mientras que, si se excluyen la energía y los alimentos no elaborados, el descenso es de 0,5 puntos porcentuales, hasta el 2,9%. La inflación continuará moderándose, probablemente, en el corto plazo, mientras que la existencia de una holgada capacidad productiva sin utilizar, sumada a la lenta recuperación de la actividad económica, debería ayudar a contener las presiones inflacionistas a más largo plazo. El 9 de febrero de 2012, el Comité de Política Monetaria del Bank of England mantuvo en el 0,5% el tipo de interés oficial al que se remuneran las reservas de las entidades de crédito, pero decidió incrementar en 50 mm de libras esterlinas el volumen de compras de activos financiadas mediante la emisión de reservas del banco central, hasta un total de 325 mm de libras esterlinas.

OTROS ESTADOS MIEMBROS DE LA UE

En los otros Estados miembros de la UE no pertenecientes a la zona del euro se espera que el crecimiento agregado sea relativamente lento a corto plazo, con algunos países en riesgo de recesión. Sin embargo, algunos todavía registraron sólidas tasas de crecimiento del PIB en el tercer trimestre de 2011.

En Suecia y Dinamarca, las perspectivas de la actividad económica se han tornado algo menos optimistas. Con todo, en el cuarto trimestre de 2011, ambas economías presentaban grandes divergencias en la dinámica del crecimiento y, especialmente, del comercio exterior. En Dinamarca, la solidez de las exportaciones y del consumo de los hogares contribuyó a que el PIB real creciera un 0,2% en tasa intertrimestral, mientras que, en Suecia, el PIB real se redujo un 1,1%, debido a la debilidad de las exportaciones. En enero de 2012, la inflación interanual medida por el IAPC se situaba en el 2,8% en Dinamarca y en el 0,7% en Suecia.

En los países más grandes de Europa Central y Oriental, la recuperación económica ha experimentado una desaceleración. De cara al futuro, las perspectivas se han deteriorado como resultado del debilitamiento de la demanda exterior, pero también de la caída de la demanda interna. Ello refleja, en parte, las necesidades de desapalancamiento del sector financiero en muchos países de la UE, que probablemente tendrán un efecto negativo en el crecimiento del crédito y en las condiciones de financiación externa en muchos países de la región. En el cuarto trimestre de 2011, el PIB real se redujo, con respecto al trimestre anterior, un 0,2% y un 0,3%, en tasa intertrimestral, en Rumanía y la República Checa, respectivamente, mientras que en Hungría aumentó un 0,3%, debido, en gran medida, a factores transitorios. En Polonia, el PIB real siguió creciendo a una tasa intertrimestral relativamente robusta, del 1,1%, en el cuarto trimestre de 2011. En general, los indicadores de opinión a corto plazo apuntan a un debilitamiento de la confianza empresarial y de los consumidores en esos países.

La inflación interanual, medida por el IAPC, siguió moderándose en Polonia y en Rumanía (hasta el 4,1% y el 2,8%, respectivamente, en enero), debido, en parte, a efectos de base favorables asociados a los precios de la energía. Por el contrario, aumentó considerablemente en Hungría y en la República Checa (hasta el 5,6% y el 3,8%, respectivamente), principalmente como consecuencia de la subida de los impuestos indirectos y de los precios administrados.

En los países más pequeños de Europa Central y Oriental, ha continuado la recuperación de la actividad económica, pero se han deteriorado las perspectivas, debido, principalmente, a las condiciones menos favorables del entorno exterior. La tasa de crecimiento intertrimestral del PIB real se redujo al 0,8% en Letonia y al 1% en Lituania en el cuarto trimestre de 2011. En Lituania, los indicadores de opinión apuntan a un deterioro de la confianza, mientras que en Bulgaria y Letonia han mostrado una mayor capacidad de resistencia. En los países bálticos el desempleo ha seguido siendo elevado, pese a haberse observado algunas señales de mejora. La inflación continuó reduciéndose en enero de 2012, situándose en el 3,4%, tanto en Letonia como en Lituania, y en el 1,9% en Bulgaria.

OTROS PAÍSES EUROPEOS

En Turquía, la actividad económica siguió siendo vigorosa, con un crecimiento del PIB real del 8,2 %, en tasa interanual, en el tercer trimestre de 2011. Los datos de ese trimestre indican un moderado reequilibrio, de la demanda interna hacia la demanda exterior neta, que contribuyó positivamente al crecimiento por primera vez en los dos últimos años. La inflación continuó aumentando, situándose en el 10,4 %, en tasa interanual, en febrero de 2012, impulsada por la repercusión de la depreciación de la lira turca en 2011 y las subidas de los precios de los alimentos sin elaborar y de los impuestos sobre el tabaco. Desde agosto de 2011, el banco central ha mantenido sin variación el tipo de interés oficial y ha intervenido en el mercado de divisas para limitar las presiones de depreciación de la lira turca. De cara al futuro, se prevé que las condiciones de financiación externa más restrictivas, unidas al debilitamiento de la demanda de la zona del euro, se traduzcan en una moderación del crecimiento del PIB a lo largo de 2012.

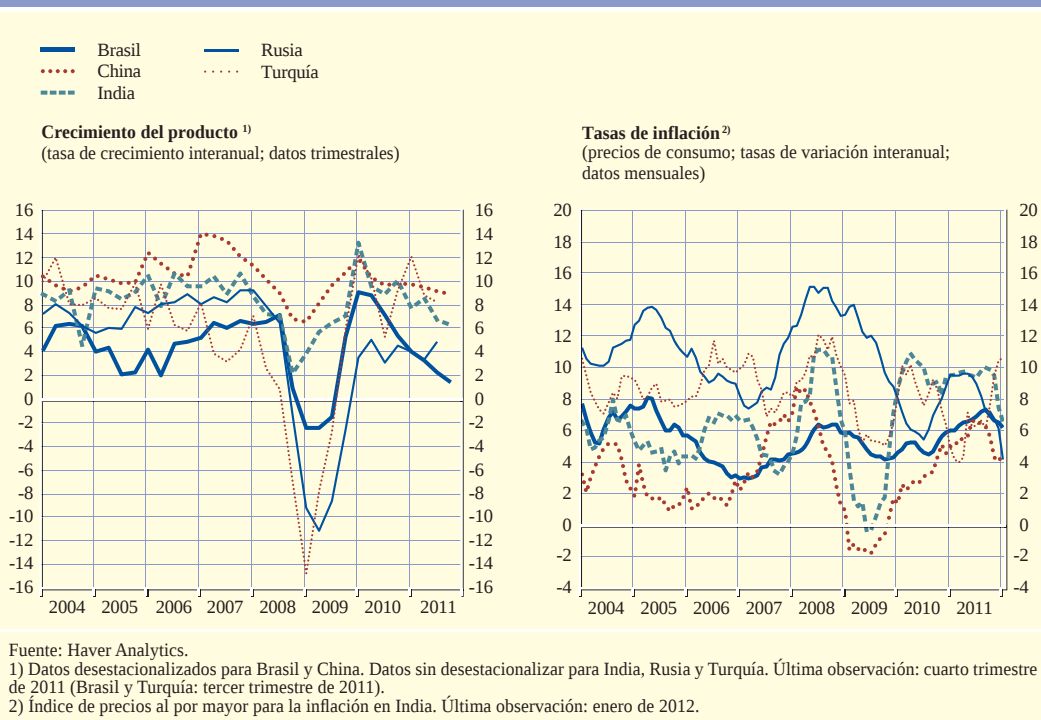
En Rusia, según la estimación anual provisional, el PIB real creció un 4,3 % en 2011, sin variación con respecto a la cifra revisada de 2010. La demanda interna fue el principal motor del crecimiento. La producción industrial siguió aumentando moderadamente a comienzos del año, a una tasa interanual del 3,8 % en enero de 2012. Gracias, entre otras cosas, al retraso hasta mediados de año de la habitual subida de enero de los precios administrados, la inflación interanual registró una rápida desaceleración, hasta el 3,8 %, en febrero, desde el 4,2 % de enero de 2012, alcanzando el nivel más bajo registrado en el período posterior a la transición. A finales de 2011, el Banco de Rusia elevó el tipo de interés de sus operaciones de depósito en 25 puntos básicos (hasta el 4 %) y redujo el tipo principal de refinanciación en 25 puntos básicos (hasta el 8 %), con lo que estrechó aún más el corredor, a fin de limitar la volatilidad de los tipos de interés del mercado interbancario. Además, adoptó otras medidas para aumentar la flexibilidad del tipo de cambio. De cara al futuro, se prevé que los precios de las materias primas seguirán favoreciendo la actividad económica, manteniendo la tasa de crecimiento del PIB en niveles próximos a los del año pasado.

ECONOMÍAS EMERGENTES DE ASIA

En las economías emergentes de Asia, el crecimiento económico resistió bien en el cuarto trimestre de 2011, a pesar del deterioro de la situación económica mundial. El crecimiento de las exportaciones experimentó una significativa desaceleración en el último trimestre de 2011, debido, en parte, a una caída de la demanda mundial, mientras que la inversión siguió siendo débil, como resultado de un aumento de la volatilidad de los flujos de capital y de los efectos retardados de un endurecimiento de las políticas monetarias nacionales. En cambio, el consumo privado siguió siendo sólido. Las tasas de inflación interanual se moderaron aún más en el último trimestre, dado que los precios de las principales materias primas, en particular los alimentos, siguieron mostrando una tendencia descendente. En vista de la moderación de las presiones inflacionistas y de los riesgos a la baja para las perspectivas económicas, algunos bancos centrales de la región adoptaron medidas de política acomodaticias.

En China, el crecimiento económico ha seguido ralentizándose en los últimos meses. El debilitamiento de la demanda exterior hizo que el crecimiento de las exportaciones descendiera hasta el 13 %, en tasa interanual, a finales de 2011. Se redujeron los desequilibrios externos y el superávit por cuenta corriente descendió hasta el 2,7 % del PIB en 2011, frente al 5,1 % registrado en 2010. Las reservas internacionales continuaron siendo muy elevadas, pero se redujeron ligeramente en el cuarto trimestre de 2011, y a finales del año ascendían a 3,2 billones de dólares estadounidenses. Así pues, la demanda interna ha seguido resistiendo, en gran medida, frente a las perturbaciones exteriores. El sector inmobiliario se está enfriando, aunque de manera gradual, dado que la actividad en la construcción sigue estando respaldada por los programas de viviendas sociales del Gobierno. Las presiones inflacionistas se han moderado

Gráfico 4 Evolución del producto y de la inflación en las principales economías emergentes



significativamente desde mediados de 2011, como consecuencia de una desaceleración de la actividad económica y de la anterior estabilización de los precios mundiales de las materias primas. Aunque la inflación interanual medida por el IPC aumentó hasta el 4,5% en enero de 2012, desde el 4,1% registrado el mes anterior, este aumento se debió, principalmente, a un incremento transitorio de los precios de los alimentos durante el Año Nuevo chino. En un contexto de moderación de los riesgos de recalentamiento, el Banco Central de la República Popular China redujo el coeficiente de reservas obligatorias en 50 puntos básicos en febrero, situando la media en el 20%.

En India, en el cuarto trimestre de 2011, el crecimiento del PIB real se redujo hasta el 6,3%, en tasa interanual (desde el 6,7% del tercer trimestre), debido, principalmente, a una caída de la inversión y del crecimiento de las exportaciones. La inflación interanual medida por los precios al por mayor —la medida de la inflación que utiliza preferentemente el Banco de Reserva de India— descendió hasta el 7,5% en diciembre de 2011 y hasta el 6,6% en enero de 2012, debido a los moderados incrementos de los precios, tanto de las manufacturas como de las materias primas. Por consiguiente, en enero de 2012, el banco central rebajó en 50 puntos básicos el coeficiente de caja, manteniendo su principal tipo de interés oficial en el 8,5%.

En Corea, el crecimiento del PIB real se moderó ligeramente, hasta el 3,4%, en tasa interanual, en el cuarto trimestre de 2011, en comparación con el 3,5% del tercer trimestre. La contribución del consumo privado fue menor que en el trimestre anterior, mientras que el crecimiento de la inversión repuntó hasta el 3% en tasa interanual. La inflación interanual medida por el IPC descendió desde el 4,2% de diciembre de 2011 hasta el 3% de febrero de 2012, es decir, se situó dentro de la banda del 2% al 4% fijada como objetivo por el Banco de Corea, que ha mantenido el tipo de interés oficial en el 3,25% desde junio de 2011.

Dentro del grupo de países de la ASEAN-5 (Indonesia, Malasia, Filipinas, Singapur y Tailandia), la economía de Indonesia siguió registrando un sólido crecimiento (6,5%, en tasa interanual, en el cuarto trimestre de 2011), impulsada por la inversión y el consumo privado. En Malasia, el crecimiento del PIB repuntó en el cuarto trimestre, principalmente como consecuencia de la fuerte demanda interna, mientras que, en Singapur, el crecimiento del PIB se redujo como resultado del debilitamiento de la actividad en la industria manufacturera, especialmente en el sector biomédico. Tailandia sufrió las peores inundaciones en más de 50 años, que tuvieron un notable impacto negativo sobre la actividad económica. El PIB real experimentó una contracción del 9%, en tasa interanual, en el cuarto trimestre de 2011.

De cara al futuro, se prevé que el crecimiento en las economías emergentes de Asia siga mostrando resistencia y que la debilidad de la demanda exterior se compense con la relativa solidez del consumo privado. Las presiones inflacionistas probablemente se reducirán aún más, debido a la moderación de los riesgos de recalentamiento. Los principales riesgos a la baja para la actividad económica tienen relación con una intensificación de los riesgos de contagio de las principales economías avanzadas y con una rápida corrección de los desequilibrios en algunos sectores de la región.

ORIENTE MEDIO Y ÁFRICA

En el cuarto trimestre de 2011, los países exportadores de petróleo de Oriente Medio y de África siguieron beneficiándose de los elevados precios del crudo y de la capacidad de resistencia de la demanda, en particular, de las economías emergentes. La inflación medida por los precios de consumo se mantuvo, en gran medida, estable en el último trimestre de 2011 en comparación con la registrada en el anterior período de tres meses.

Arabia Saudita mantuvo la abundante producción de petróleo en el último trimestre de 2011, mientras que la producción de petróleo de Libia se fue restableciendo con rapidez. Aunque hay indicios de que el crecimiento del gasto en consumo en Arabia Saudita se redujo una vez que se corrigió el impacto de las retribuciones extraordinarias a los trabajadores del sector público, el comportamiento general de la economía siguió siendo sólido. En el cuarto trimestre de 2011, la inflación medida por los precios de consumo aumentó hasta el 5,2%, en tasa interanual, desde el 5% del trimestre anterior, principalmente como resultado de factores internos.

La inestabilidad política y los riesgos para la seguridad siguen siendo un obstáculo para el crecimiento económico en varios países importadores de petróleo de Oriente Medio y del Norte de África. En la mayoría de los países importadores de petróleo, las fuertes presiones inflacionistas remitieron hacia finales de 2011. De cara al futuro, se prevé que la desaceleración de la demanda exterior tendrá un efecto negativo en las perspectivas económicas tanto de Oriente Medio como de África, principalmente a través del canal del comercio. Al mismo tiempo, se espera que los precios de las materias primas sigan respaldando el crecimiento en los países exportadores de productos básicos de la región.

AMÉRICA LATINA

En América Latina, la expansión de la actividad económica siguió moderándose en la mayoría de los países en el cuarto trimestre de 2011. El ritmo de crecimiento se ralentizó como consecuencia de los efectos retardados de la aplicación de políticas más restrictivas y del deterioro del entorno exterior. Al mismo tiempo, las presiones inflacionistas perdieron intensidad en la mayoría de los países de la región, aunque se mantuvieron en niveles más bien elevados.

En Brasil, la actividad económica registró un enfriamiento en el segundo semestre de 2011. La desaceleración fue especialmente pronunciada en el sector manufacturero, con una contracción de la producción

industrial del 1,7%, en promedio, en el último trimestre de 2011. Aunque se aprecian señales claras de una ralentización del ritmo de crecimiento, las presiones inflacionistas siguen siendo elevadas: en el cuarto trimestre de 2011, la inflación interanual se situaba en el 6,7%. En Argentina, los indicadores de actividad económica también mostraron cada vez más signos de desaceleración, tras las tasas de crecimiento excepcionalmente altas observadas en los dos últimos años. La producción industrial registró una expansión del 3,2%, en tasa interanual, en el cuarto trimestre de 2011, tras haber aumentado a una tasa del 8% y del 5,8%, en el segundo y tercer trimestre, respectivamente. Al mismo tiempo, la inflación interanual, medida por el IPC, se mantuvo en niveles próximos a los dos dígitos. En México, el crecimiento económico siguió dando muestras de relativa resistencia, con una expansión del PIB real del 4,7% en el cuarto trimestre de 2011, frente al 3,2% del trimestre anterior. El crecimiento en el cuarto trimestre se vio favorecido por la demanda externa proveniente de Estados Unidos y la limitada exposición del sistema financiero nacional al riesgo mundial. La inflación interanual medida por los precios de consumo se situó ligeramente por encima de los niveles observados en los trimestres anteriores, registrando, en el cuarto trimestre de 2011, una tasa del 3,5% en promedio.

De cara al futuro, una mejora del entorno mundial, a la que se sumarían los efectos retardados de la aplicación de políticas más acomodaticias, debería favorecer la dinámica de crecimiento. Se prevé que la demanda interna siga siendo el principal motor del crecimiento, mientras que la fortaleza de la demanda en otras economías emergentes debería favorecer el crecimiento de las exportaciones.

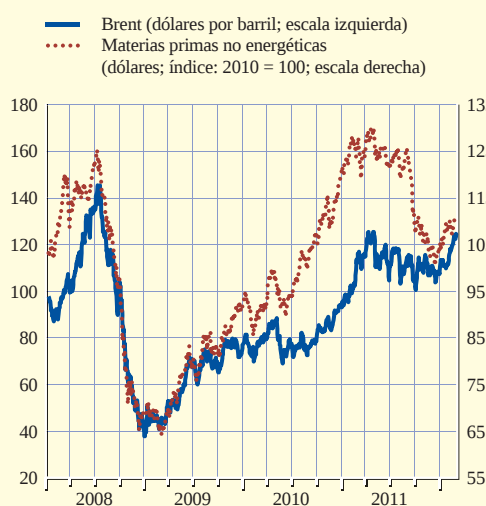
1.2 MERCADOS DE MATERIAS PRIMAS

Los precios del petróleo registraron una fuerte subida en enero y febrero de 2012, revirtiendo así la tendencia a la baja observada durante el segundo semestre de 2011 (véase gráfico 5). El 7 de marzo de 2012, el precio del barril de Brent se situaba en 122,7 dólares estadounidenses, es decir, un 32% por encima del nivel de principios de 2011 y un 14% por encima del observado a comienzos de 2012. De cara al futuro, los participantes en los mercados prevén que los precios del crudo sean más bajos en el medio plazo, y los futuros con entrega en diciembre de 2013 se negocian actualmente a 111 dólares estadounidenses el barril.

En los dos últimos meses, los precios del petróleo se han sostenido gracias a una combinación de factores: la inquietud respecto a los suministros de crudo, las temperaturas inusualmente frías registradas en el norte de Europa a principios de febrero y las percepciones más favorables respecto a la situación macroeconómica. En particular, la rápida escalada de las tensiones entre Irán y los países occidentales, incluidos el acuerdo alcanzado sobre la imposición, por parte de la UE, de un embargo a las importaciones de petróleo y las consiguientes amenazas como represalia por parte de Irán, ha impulsado al alza los precios desde finales de diciembre. Por lo que se refiere a las variables fundamentales, pese a que la Agencia Internacional de la Energía no solo ha revisado a la baja en repetidas ocasiones sus datos respecto a la demanda real

Gráfico 5 Evolución de los precios de las materias primas

(datos diarios)



Fuentes: Bloomberg y HWWI.

y proyectada para 2011 y 2012, sino que, además ha revisado al alza sus datos respecto a la oferta, las existencias de la OCDE se mantienen muy por debajo de la media histórica de los últimos cinco años. Ello, sumado a la preocupación ante una fuerte distorsión del suministro como resultado de las tensiones con Irán, hará que probablemente se mantenga la presión al alza sobre los precios.

Los precios de las materias primas no energéticas también subieron en los dos últimos meses, revirtiendo en parte las fuertes caídas registradas desde septiembre de 2011. Como en el caso del petróleo, estas subidas recientes son, en parte, atribuibles a una mejora general del clima de los mercados. Además, los precios de los metales se vieron impulsados, adicionalmente, por las sólidas importaciones de las economías emergentes, mientras que el tiempo seco, especialmente en América del Sur, respaldó los precios de los cereales y la soja. En cifras agregadas, el índice de precios de las materias primas no energéticas (denominado en dólares estadounidenses) se situaba, a principios de marzo de 2012, un 9 % por debajo del nivel de comienzos de 2011 y un 7 % por encima del observado al inicio del año.

1.3 TIPOS DE CAMBIO

TIPO DE CAMBIO EFECTIVO DEL EURO

Desde finales de noviembre de 2011, el euro se ha depreciado, en general, en un entorno de volatilidad decreciente. El 7 de marzo de 2012, el tipo de cambio del euro —expresado en términos efectivos nominales, medido frente a las monedas de 20 de los socios comerciales más importantes de la zona del euro— se situaba un 2,5 % por debajo del nivel registrado a finales de noviembre de 2011 y alrededor de un 3,7 % por debajo de la media del año pasado (véanse cuadro 1 y gráfico 6).

Desde finales de noviembre de 2011, los movimientos del tipo de cambio del euro han seguido estando relacionados, en gran medida, con los cambios en las percepciones de los mercados respecto a las perspectivas fiscales y económicas de los países de la zona del euro en relación con las de otras grandes economías, así como a la evolución de los diferenciales de rendimiento esperados entre la zona del euro y otras economías avanzadas. Entre comienzos de diciembre de 2011 y mediados de enero de este año, la depreciación del euro en términos efectivos nominales siguió reflejando la persistencia de la inquietud

Cuadro 1 Evolución del tipo de cambio del euro¹⁾

(datos diarios; unidades de moneda nacional por euro; tasas de variación)

	Ponderación en el TCE-20	Nivel a 7 de marzo de 2012	Apreciación (+)/depreciación (–) del euro a 7 de marzo de 2012 desde:		
			30 de noviembre de 2011	3 de enero de 2011	en comparación con: media de 2011
Dólar estadounidense	19,4	1,312	-2,2	-1,7	-5,7
Libra esterlina	17,8	0,835	-2,4	-3,1	-3,8
Renminbi chino	13,6	8,286	-3,2	-5,8	-7,9
Yen japonés	8,3	106,0	1,9	-2,5	-4,5
Franco suizo	6,4	1,205	-1,7	-3,3	-2,2
Zloty polaco	4,9	4,164	-7,6	5,2	1,1
Corona sueca	4,9	8,924	-2,4	-0,1	-1,2
Corona checa	4,1	24,87	-1,8	-0,9	1,1
Won coreano	3,9	1.477	-3,5	-1,6	-4,2
Forint húngaro	3,1	296,3	-3,7	6,4	6,1
TCEN ²⁾		99,5	-2,5	-2,0	-3,7

Fuente: BCE.

1) Tipos de cambio bilaterales en orden descendente basados en las ponderaciones por el comercio de las monedas correspondientes en el índice TCE-20.

2) Tipo de cambio efectivo nominal del euro frente a las monedas de 20 de los socios comerciales más importantes de la zona del euro (TCE-20).

respecto a las perspectivas fiscales de algunos países de la zona del euro. Esta tendencia comenzó a invertirse en un contexto de mejora del clima de los mercados financieros a mediados de enero. Como resultado, entre mediados de enero y principios de marzo, la moneda única se apreció de forma acusada frente al dólar estadounidense y frente al yen japonés, al tiempo que se depreció, principalmente, frente a otras monedas europeas.

Por lo que respecta a los indicadores de competitividad internacional en términos de precios y costes

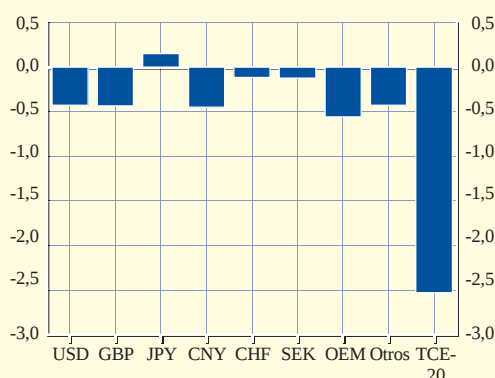
de la zona del euro, en febrero de 2012, el tipo de cambio efectivo real del euro, basado en los precios de consumo (medido frente a las monedas de 20 de los socios comerciales más importantes de la zona) se situaba un 3,6% por debajo de la media de 2011 (véase gráfico 7). Esta evolución refleja, en gran medida, la depreciación nominal del euro, mientras que la inflación de precios de consumo en la zona del euro fue comparable a la registrada en los principales países con los que comercia la zona. Como consecuencia de la integración económica mundial y del cambio en los patrones de comercio de la zona del euro, se examinan, en el recuadro 1, las ponderaciones revisadas por el comercio de los tipos de cambio efectivos del euro.

Gráfico 6 Tipo de cambio efectivo del euro (TCE-20) y sus componentes¹⁾

(datos diarios)



Contribuciones a las variaciones del TCE-20²⁾
Del 30 de noviembre al 7 de marzo de 2012
(en puntos porcentuales)



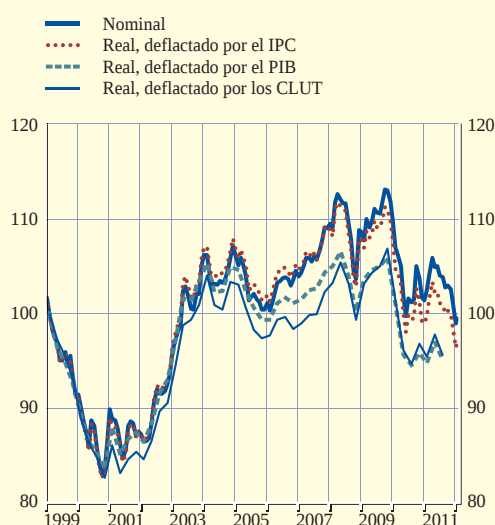
Fuente: BCE.

1) Un aumento del índice supone una apreciación del euro frente a las monedas de 20 de los socios comerciales más importantes de la zona del euro (incluidos todos los Estados miembros de la UE que no pertenecen a la zona del euro).

2) Se muestran las contribuciones a las variaciones del TCE-20 correspondientes a cada una de las monedas de los seis principales socios comerciales de la zona del euro. La categoría «Otros Estados miembros (OEM)» se refiere a la contribución agregada de las monedas de los Estados miembros que no pertenecen a la zona del euro (excepto la libra esterlina y la corona sueca). La categoría «Otros» se refiere a la contribución agregada al índice TCE-20 de los otros seis socios comerciales de la zona del euro. Las variaciones se calculan aplicando a este índice las correspondientes ponderaciones basadas en el comercio.

Gráfico 7 Tipos de cambio efectivos nominal y real del euro (TCE-20)¹⁾

(datos mensuales/trimestrales; índice: I 1999 = 100)



Fuente: BCE.

1) Un aumento de los índices de los TCE-20 supone una apreciación del euro. Las observaciones mensuales más recientes corresponden a febrero de 2012. En el caso de los TCE-20 reales basados en el PIB y en los CLUT, la última observación, basada en parte en estimaciones, corresponde al tercer trimestre de 2011.

TIPOS DE CAMBIO BILATERALES

Desde principios de diciembre, la moneda única se ha depreciado frente al dólar estadounidense. Entre el 30 de noviembre de 2011 y el 7 de marzo de 2012, el euro se depreció un 2,2% frente al dólar, cotizando un 5,7% por debajo de la media de 2011 (véase cuadro 1). Esta evolución es consecuencia de la acusada depreciación registrada entre principios de diciembre y mediados de enero, que se revirtió, en gran medida, posteriormente. Como se mencionó anteriormente, los principales factores determinantes fueron los cambios de percepción respecto a la sostenibilidad de las finanzas públicas en algunos países de la zona del euro, así como los movimientos en los diferenciales de rendimiento entre la zona del euro y Estados Unidos.

Durante el período considerado, el euro se apreció, en general, frente al yen japonés. El 7 de marzo de 2012, el euro cotizaba un 1,9% por encima del nivel registrado a finales de noviembre y un 4,5% por debajo de la media de 2011. Entre comienzos de diciembre de 2011 y mediados de enero de 2012, la moneda única se depreció frente al yen, para situarse, el 16 de enero, en el nivel más bajo registrado en once años, aunque posteriormente recuperó con creces el terreno perdido, en un contexto de mejora del clima de los mercados financieros respecto a la situación fiscal de algunos países de la zona del euro y con el compromiso firme de las autoridades japonesas de frenar la apreciación del yen.

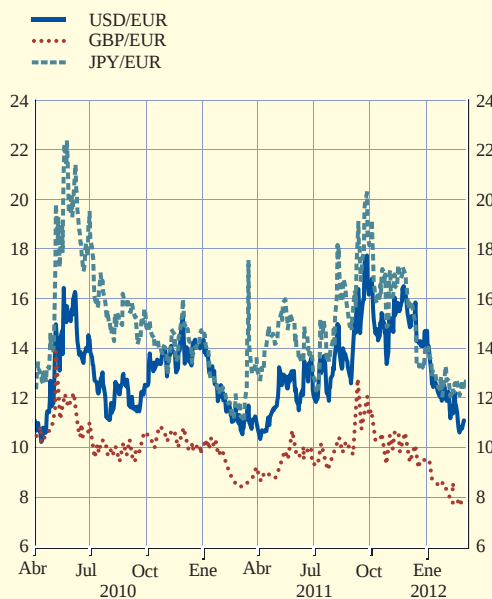
Por lo que respecta a otras monedas, el tipo de cambio del euro frente a la libra esterlina siguió una trayectoria similar a la observada frente a otras principales monedas, depreciándose hasta mediados de enero y recuperando, posteriormente, parte del terreno perdido. El 7 de marzo de 2012, el tipo de cambio del euro frente a la libra esterlina se situaba un 2,4% por debajo del nivel registrado a finales de noviembre de 2011 y un 3,8% por debajo de la media de 2011 (véase cuadro 1). Durante el período considerado, el euro también se depreció un 1,7% frente al franco suizo y, el 7 de marzo de 2012, cotizaba un 2,2% por debajo de la media de 2011. La moneda única se depreció, asimismo, frente a algunas otras monedas europeas, especialmente frente a la corona checa (un 1,8%), el forint húngaro (un 3,7%) y el zloty polaco (un 7,6%), en un clima de mejora de las percepciones de los mercados financieros respecto a la región desde comienzos del año.

La volatilidad del mercado de divisas del euro siguió reduciéndose y, por consiguiente, se situó de nuevo en la media histórica. La volatilidad implícita de los tipos de cambio bilaterales del euro frente al dólar estadounidense y el yen japonés, y también frente a la libra esterlina, se redujo de forma acusada en todos los plazos en diciembre de 2011 y a comienzos de enero de 2012, y se estabilizó en torno a las respectivas medias históricas (véase gráfico 8).

Durante el período considerado, las monedas que participan en el MTC II se han mantenido, en general, estables frente al euro, cotizando al tipo de cambio correspondiente a las respectivas paridades centrales o en torno a dichas paridades. El lats letón cotizó en la zona más fuerte de su paridad central dentro de la banda de fluctuación de $\pm 1\%$ establecida unilateralmente.

Gráfico 8 Volatilidades implícitas de algunos tipos de cambio bilaterales

(datos diarios)



Fuente: Bloomberg.

Recuadro I

LOS TIPOS DE CAMBIO EFECTIVOS DEL EURO: REVISIÓN DE LAS PONDERACIONES POR EL COMERCIO TRAS LA INTEGRACIÓN ECONÓMICA MUNDIAL

En los últimos años, la composición geográfica del comercio de la zona del euro ha experimentado un cambio significativo, que se refleja también en las ponderaciones, por el comercio exterior, de los tipos de cambio efectivos (TCE) del euro que calcula el BCE. En particular, la creciente importancia de las economías emergentes y la integración cada vez más estrecha de las economías de Europa están configurando, en mayor medida, los lazos comerciales de la zona del euro. A continuación, se resume esta evolución en el contexto de la reciente actualización de las ponderaciones por el comercio en las que se basan los TCE de la zona del euro.

Las ponderaciones por el comercio se revisan y se actualizan cada tres años, a fin de reflejar, de la forma más exacta posible, la evolución del comercio exterior. Debido a limitaciones en cuanto a la disponibilidad de los datos, los cálculos se realizan con cierto desfase. En la actualización más reciente, efectuada en enero de 2012, se añadieron ponderaciones por el comercio correspondientes al período comprendido entre 2007 y 2009¹.

Los TCE se construyen aplicando las ponderaciones a los tipos de cambio nominales bilaterales del euro frente a las monedas de algunos socios comerciales. Los índices de los TCE reales se obtienen ajustando los índices nominales en función de la evolución de los costes y los precios relativos entre la zona del euro y los países con los que esta comercia². Las ponderaciones por el comercio combinan información sobre las exportaciones y las importaciones, excluido el comercio entre los países que integran la zona del euro. Las ponderaciones de las importaciones corresponden a la participación simple de cada uno de los socios comerciales en las importaciones totales de la zona del euro. Por otro lado, para las ponderaciones de las exportaciones se realiza un doble cálculo, a fin de tener en cuenta los «efectos de terceros mercados». Concretamente, recogen el efecto de la competencia que sufren los exportadores de la zona del euro en los mercados extranjeros no solo frente a los productores nacionales, sino también frente a los exportadores de terceros países. La ponderación total de cada socio comercial se obtiene como media ponderada de las ponderaciones de las exportaciones y las importaciones³.

En el cuadro se presentan las ponderaciones por el comercio, para todos los períodos disponibles, correspondientes a cada uno de los países incluidos en el índice amplio TCE-40 (enumerados en el orden que corresponde a su ponderación media por el comercio en todos los períodos)⁴. Las economías avanzadas siguen representando un porcentaje significativo del comercio exterior de la zona del

1 Las ponderaciones se basan en los datos del comercio bilateral de manufacturas, conforme a lo definido en las secciones 5-8 de la Clasificación Uniforme para el Comercio Internacional, correspondientes a los períodos 1995-1997, 1998-2000, 2001-2003, 2004-2006 y 2007-2009. Los bienes manufacturados elegidos como base para el comercio a efectos de las ponderaciones son los más sensibles, normalmente, a las variaciones de la competitividad.

2 Los TCE reales se calculan a partir de los índices de precios de consumo, los índices de precios industriales, los deflatores del PIB y los índices de costes laborales unitarios, estos últimos tanto para el total de la economía como para el sector manufacturero.

3 Véase L. Buldorini, S. Makrydakís y C. Thimann, «The effective exchange rates of the euro», *Occasional Paper Series*, n.º 2, BCE, 2002.

4 El BCE publica TCE nominales y reales del euro frente a tres grupos de socios comerciales: el TCE-12, que incluye Australia, Canadá, Dinamarca, Hong Kong, Japón, Noruega, Singapur, Corea del Sur, Suecia, Suiza, Reino Unido y Estados Unidos; el TCE-20, que comprende el TCE-12 más China y los siete Estados miembros de la UE no pertenecientes a la zona del euro no incluidos en el TCE-12, y el TCE-40, que comprende el TCE-20 más otros 20 socios comerciales importantes (véase lista completa en el cuadro). Las ponderaciones por el comercio se calculan para el grupo de socios comerciales del TCE-40. Para los grupos TCE-12 y TCE-20, se obtienen recalculando en forma proporcional las ponderaciones por el comercio de los respectivos países de forma que sumen 100.

Ponderaciones por el comercio para el TCE-40

(porcentajes)

Países	Período					Media
	1995-1997	1998-2000	2001-2003	2004-2006	2007-2009	
Estados Unidos	16,9	19,4	18,6	15,5	13,5	16,8
Reino Unido	18,3	17,7	16,7	14,2	11,9	15,8
China	4,4	5,3	7,6	11,4	15,0	8,7
Japón	9,7	8,8	7,6	6,7	5,8	7,7
Suiza	6,6	5,9	5,7	5,2	5,2	5,7
Suecia	4,7	4,3	3,8	4,0	3,7	4,1
Polonia	2,4	2,8	3,3	3,9	4,9	3,4
República Checa	2,2	2,4	3,0	3,4	4,0	3,0
Corea	2,9	2,7	2,8	3,2	3,1	2,9
Turquía	2,1	2,2	2,3	3,0	3,1	2,6
Rusia	2,4	1,8	2,2	2,9	3,4	2,6
Dinamarca	2,6	2,3	2,3	2,2	2,1	2,3
Hungría	1,5	2,2	2,5	2,6	2,6	2,3
Taiwán	2,3	2,4	2,1	1,8	1,4	2,0
India	1,5	1,3	1,5	1,8	2,1	1,6
Hong Kong	2,0	1,7	1,5	1,5	1,3	1,6
Canadá	1,5	1,6	1,6	1,4	1,3	1,5
Singapur	1,8	1,6	1,4	1,4	1,2	1,5
Brasil	1,5	1,4	1,2	1,2	1,4	1,3
México	0,9	1,2	1,3	1,2	1,2	1,2
Malasia	1,2	1,1	1,2	1,1	1,0	1,1
Noruega	1,3	1,2	1,0	1,1	1,1	1,1
Rumanía	0,7	0,8	1,1	1,4	1,6	1,1
Tailandia	1,2	1,0	1,0	1,0	1,1	1,1
Sudáfrica	0,9	0,9	0,9	1,0	1,0	0,9
Israel	1,0	1,0	0,9	0,7	0,7	0,9
Australia	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8
Indonesia	1,0	0,8	0,7	0,6	0,6	0,7
Maruecos	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6
Croacia	0,5	0,4	0,5	0,5	0,5	0,5
Filipinas	0,4	0,5	0,5	0,4	0,3	0,4
Bulgaria	0,3	0,3	0,4	0,4	0,5	0,4
Argentina	0,6	0,5	0,3	0,3	0,3	0,4
Chile	0,3	0,3	0,3	0,4	0,4	0,4
Argelia	0,3	0,3	0,3	0,3	0,4	0,3
Lituania	0,2	0,2	0,2	0,3	0,3	0,2
Venezuela	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
Letonia	0,1	0,1	0,1	0,2	0,2	0,1
Nueva Zelanda	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Islandia	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Total	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0

Fuente: BCE.

Nota: Las ponderaciones por el comercio para el TCE-20 y el TCE-12 pueden obtenerse recalculando en forma proporcional las ponderaciones por el comercio de los respectivos países de forma que sumen 100.

euro, aunque el peso específico de las economías más grandes de este grupo en el TCE-40 del euro se ha ido reduciendo con el tiempo. Entre 1995 y 2009, los dos países que presentaban ponderaciones más altas en el índice eran, en promedio, Estados Unidos y el Reino Unido, que sumaban entre los dos casi una tercera parte del TCE-40. Estos dos países, junto con Japón, fueron también los tres principales socios comerciales individuales de la zona del euro en el período 1995-2000, con una ponderación agregada de alrededor del 45 %, en promedio, en la cesta del TCE-40. Sin embargo, en el período 2007-2009, su participación agregada en el índice se redujo hasta el 30 %, aproximadamente.

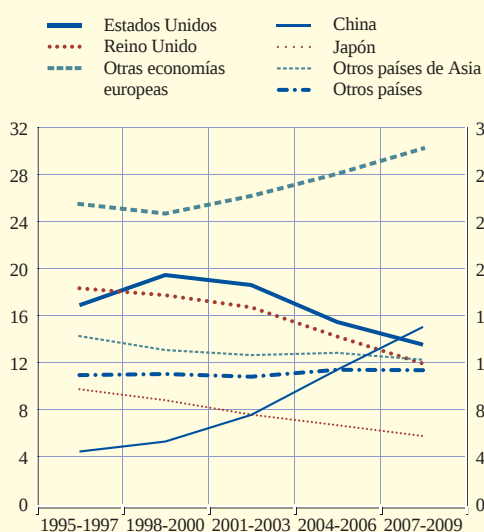
El descenso en la participación de las mayores economías avanzadas en la cesta del TCE-40 no se debe a una caída de los intercambios comerciales con la zona del euro, sino que refleja la creciente importancia de otras regiones, especialmente las economías emergentes, en la economía mundial. En consecuencia, la ponderación agregada de las economías emergentes de Asia en el TCE-40 aumentó desde menos del 19 % en el período 1995-1997 hasta más del 27 % en el período 2007-2009. Este aumento tuvo su origen, principalmente, en un incremento sustancial de la ponderación de China, que se convirtió en el principal socio comercial, a título individual, de la zona del euro entre 2007 y 2009. La participación de otras economías emergentes de Asia prácticamente no ha variado con el tiempo, como puede observarse en el gráfico A, en el que se presenta la evolución de las ponderaciones por el comercio de las principales regiones económicas, así como las de algunos de los principales socios comerciales de la zona del euro.

Históricamente, el principal grupo de socios comerciales en función de su ponderación agregada en el TCE-40 de la zona del euro es el integrado por las «otras economías europeas»⁵, cuya ponderación en el índice aumentó en forma sostenida desde algo más del 25 % en el período 1995-1997 hasta más del 30 % en el período 2007-2009. La creciente importancia de las otras economías europeas como principales socios comerciales de la zona del euro refleja la proximidad geográfica y la integración cada vez mayor dentro de Europa. De hecho, el aumento de la ponderación de este grupo de países corresponde en gran medida a los Estados miembros de la UE no pertenecientes a

5 El grupo de otras economías europeas a las que se hace referencia incluye las siguientes: Croacia, Islandia, Noruega, Rusia, Suiza y los Estados miembros de la UE no pertenecientes a la zona del euro con la excepción del Reino Unido; los otros países de Asia incluyen Hong Kong, India, Indonesia, Corea, Malasia, Filipinas, Singapur, Taiwán y Tailandia; el grupo de otros países incluye Argelia, Argentina, Australia, Brasil, Canadá, Chile, Israel, México, Marruecos, Nueva Zelanda, Sudáfrica, Turquía y Venezuela.

Gráfico A Evolución de las ponderaciones por el comercio en el TCE-40

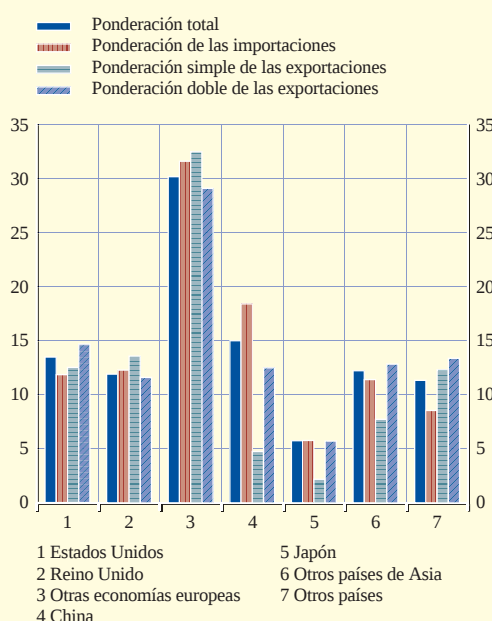
(porcentajes)



Fuente: BCE.
Nota: Los grupos de países se definen en la nota 5 al pie.

Gráfico B Comparación de las ponderaciones por el comercio para el grupo TCE-40 de socios comerciales

(porcentajes)



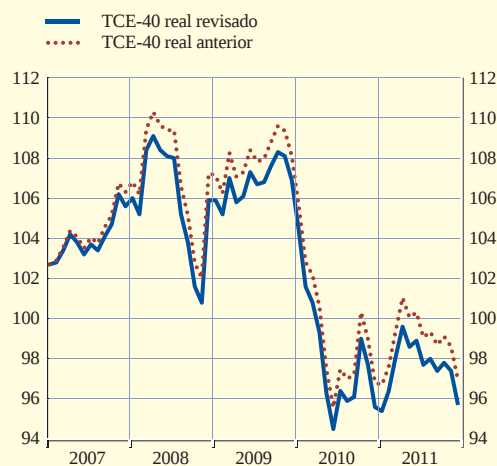
Fuente: BCE.
Nota: Los grupos de países se definen en la nota 5 al pie.

la zona del euro que se han incorporado a la Unión Europea a partir del año 2004. Desde el período 1995-1997, su ponderación agregada se ha duplicado hasta más del 14 % de la cesta del TCE-40, lo que representa un aumento de más de ocho veces su participación conjunta en el PIB mundial y subraya, además, la especial importancia de los lazos comerciales entre estos países y la zona del euro.

Las características geográficas también se reflejan en la composición de las ponderaciones por el comercio en lo que respecta a la contribución de las ponderaciones tanto de las importaciones como de las exportaciones. El gráfico B muestra una comparación de las ponderaciones totales por el comercio con las correspondientes a las importaciones, así como las ponderaciones dobles y las ponderaciones simples de las exportaciones de los principales socios comerciales de la zona del euro. En el caso de las principales economías avanzadas y de las otras economías europeas, la ponderación simple de las exportaciones suele ser mayor que la ponderación de las importaciones, debido a los superávits comerciales bilaterales que registra la zona del euro frente a esos países. Lo contrario ocurre con las economías emergentes de Asia, frente a las que la zona del euro registra un déficit comercial bilateral agregado como consecuencia de la fuerte orientación de estas economías hacia la exportación. Al mismo tiempo, si se tienen en cuenta los efectos de terceros mercados, se produce cierto ajuste en las ponderaciones totales a través de la doble ponderación de las exportaciones. Concretamente, en el caso de China, y también de Japón y de otras economías de Asia, la competencia en terceros países entre los exportadores de la zona del euro y los de Asia se traduce en un notable incremento de la ponderación total por el comercio, por encima de los niveles que cabría esperar en función de las relaciones directas de exportación.

La reciente actualización de las ponderaciones por el comercio conduce a una revisión de los TCE nominales y reales del euro a partir de 2007. El gráfico C muestra los índices del TCE-40 real anteriores y revisados (deflactados por los precios de consumo). En diciembre de 2011, el TCE-40 revisado tenía un valor de 95,7 y, por lo tanto, se situaba un 6,8 % por debajo del nivel registrado a comienzos de 2007. Conforme al sistema de ponderaciones anterior, el índice habría alcanzado un valor de 96,9 y se habría situado un 5,6 % por debajo del nivel de enero de 2007. Por consiguiente, la actualización de las ponderaciones por el comercio revela que el aumento de la competitividad de la zona del euro como consecuencia de la depreciación real de la moneda única a partir de 2007 fue ligeramente más pronunciado si se tienen en cuenta los cambios en la composición geográfica del comercio de la zona.

Gráfico C TCE-40 real anterior y revisado (deflactado por el IPC; índice I 1999 = 100)



Fuente: BCE.

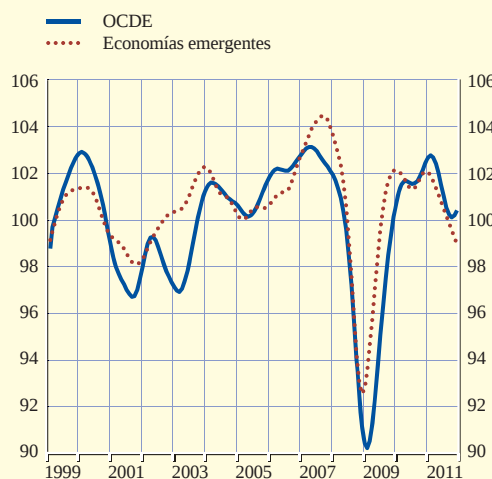
I.4 PERSPECTIVAS DEL ENTORNO EXTERIOR

De cara al futuro, y pese a la mejora de las perspectivas a corto plazo, se prevé que las perspectivas de crecimiento global a medio plazo seguirán siendo moderadas, dado que las economías avanzadas continuarán enfrentándose a importantes obstáculos para el crecimiento. En diciembre de 2011, el indicador sintético adelantado de la OCDE aumentó por segundo mes consecutivo, lo que sugiere un cambio positivo de dinámica en el conjunto de la OCDE (véase gráfico 9). El impulso tiene su origen, principalmente, en Estados Unidos y Japón, aunque comienzan a vislumbrarse indicios similares en otras economías desarrolladas. Tras descender durante dos trimestres consecutivos, el indicador Ifo de clima económico mundial experimentó una mejora muy ligera en el primer trimestre del año.

En este contexto, las proyecciones económicas de los expertos del BCE de marzo de 2012 confirman, en general, el perfil de crecimiento mundial descrito en las proyecciones de diciembre de 2011, en las que se preveía una gradual recuperación (véase recuadro 10). Los riesgos a la baja para las perspectivas de la actividad económica mundial están relacionados con la posibilidad de que se reintensifiquen las tensiones en los mercados financieros mundiales y aumenten de nuevo los precios de las materias primas.

Gráfico 9 Indicadores sintéticos adelantados de la OCDE

(datos mensuales; ajustados a la amplitud del ciclo)



Fuente: OCDE.

Nota: El indicador de los mercados emergentes es una media ponderada de los indicadores sintéticos adelantados de Brasil, Rusia y China.

2 EVOLUCIÓN MONETARIA Y FINANCIERA

2.1 DINERO Y CRÉDITO DE LAS IFM

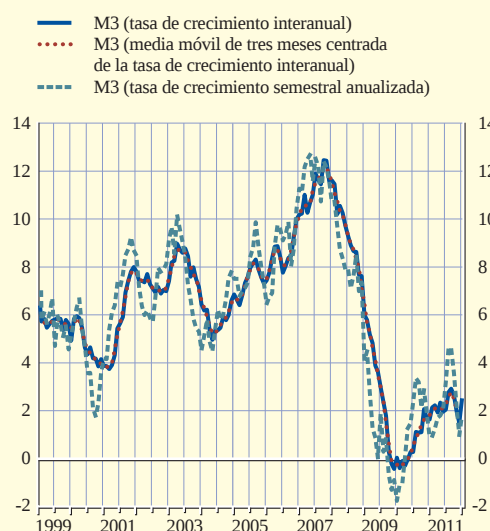
La tasa de crecimiento interanual de M3 aumentó sustancialmente en enero de 2012 como consecuencia de las significativas entradas mensuales, que compensaron con creces la acusada disminución observada en diciembre de 2011. Este fortalecimiento del crecimiento del agregado monetario amplio fue visible en todos sus componentes principales y en todos los sectores. La tasa de crecimiento interanual de los préstamos al sector privado, ajustados de ventas y titulizaciones, también se incrementó considerablemente en enero de 2012, reflejando no solo la intensa actividad de préstamo a los intermediarios financieros no monetarios distintos de las empresas de seguros y fondos de pensiones (OIF), sino también unos flujos de entrada moderados en los préstamos al sector privado no financiero, y dando así, en parte, un giro al descenso observado en diciembre de 2011. Sin embargo, la tasa subyacente de expansión monetaria y crediticia sigue siendo débil. El conjunto de esta evolución sugiere que las medidas no convencionales adoptadas el 8 de diciembre de 2011 —en particular las operaciones de financiación a plazo más largo (OFPML) con vencimiento a tres años— han aliviado las presiones de financiación de las entidades de crédito de la zona del euro, ayudando con ello a reducir el riesgo de desapalancamiento desordenado en el sector bancario. Al mismo tiempo, no puede esperarse que estas medidas tengan ya un impacto visible en los préstamos al sector privado, ya que dicho impacto se materializará con retardo.

EL AGREGADO MONETARIO AMPLIO M3

La tasa de crecimiento interanual de M3 se situó en el 2,5% en enero de 2012, prácticamente sin variación con respecto a los niveles observados en el segundo semestre de 2011 (véase gráfico 10). Sin embargo, este resultado enmascara un descenso sustancial de la tasa de crecimiento interanual de este agregado monetario amplio entre septiembre y diciembre de 2011, cuando cayó desde el 2,9% hasta el 1,5%, como consecuencia de tres significativas salidas mensuales de instrumentos monetarios. Estas salidas se revirtieron en gran medida en enero de 2012, dando lugar a una fuerte recuperación de la tasa de crecimiento interanual de M3. Tanto en el cuarto trimestre como en enero, el grueso de estos flujos tuvo su origen en las operaciones interbancarias con garantías realizadas a través de entidades de contrapartida central ubicadas en la zona del euro. Asimismo, el perfil de los flujos, ajustados por el impacto de estas operaciones, es similar, aunque la disminución y la recuperación de la tasa de crecimiento interanual de M3 resultan menos pronunciadas (1,8% en septiembre, 1,5% en diciembre y 2% en enero). En conjunto, esta evolución fue atribuible al recrudecimiento de la crisis de la deuda soberana en el segundo semestre de 2011, que intensificó la incertidumbre en la economía y en los mercados financieros, así como a las presiones de financiación sobre las entidades de crédito en el cuarto trimestre de 2011. La posterior recuperación observada en los datos monetarios de enero obedece a la corrección de las operaciones de fin de año, reflejando, en parte, el impacto inicial de la primera OFPML a tres años llevada a cabo por el Eurosistema en diciembre.

Gráfico 10 Crecimiento de M3

(tasas de variación interanual; datos ajustados de efectos estacionales y de calendario)



Fuente: BCE.

Por lo que respecta a los componentes, el cambio que registraron los flujos en el cuarto trimestre de 2011 y en enero de 2012 fue bastante generalizado y reflejó la evolución de todos los componentes principales de M3 y de todos los sectores tenedores de dinero, por lo que no se limitó a la citada variación en las cesiones temporales llevadas a cabo a través de entidades de contrapartida central. De hecho, los hogares y las sociedades no financieras —y, en menor medida, los intermediarios financieros no monetarios— redujeron significativamente sus tenencias de depósitos a la vista o de otros depósitos a corto plazo en el cuarto trimestre de 2011, debido, en parte, a que los sectores tenedores de dinero desplazaron sus fondos hacia fuera de la zona del euro y posiblemente adquirieron deuda pública considerada un refugio seguro. A su vez, los flujos de entrada de activos monetarios en enero obedecieron, sobre todo, a que el sector privado no financiero incrementó considerablemente sus tenencias de depósitos a corto plazo distintos de los depósitos a la vista.

En cuanto a las contrapartidas, los flujos de salida registrados en M3 en el cuarto trimestre de 2011 fueron reflejo, principalmente, del deterioro observado en la posición acreedora neta frente al exterior de las IFM de la zona del euro en octubre y noviembre (atribuible, en gran medida, al citado desplazamiento de fondos hacia el exterior). Las salidas contabilizadas en diciembre estuvieron impulsadas, básicamente, por las considerables amortizaciones netas de préstamos al sector privado no financiero, sobre todo de préstamos a las sociedades no financieras. A su vez, las intensas entradas de fondos observadas en M3 en enero fueron consecuencia, fundamentalmente, del aumento de la deuda pública en poder de las IFM distintas de los bancos centrales.

Los principales activos mantenidos por las IFM de la zona del euro (excluido el Eurosistema) se redujeron sustancialmente en los tres meses transcurridos hasta diciembre de 2011, antes de registrar una fuerte recuperación en enero de 2012. El descenso inicial estuvo determinado, sobre todo, por la notable contracción de los préstamos interbancarios y de los activos exteriores y, en menor medida, por la disminución de los préstamos al sector privado no financiero. A este respecto, el proceso de desapalancamiento de las entidades de crédito en el cuarto trimestre de 2011 ha seguido una «jerarquía financiera» (*pecking order*) según la cual los bancos se despojan antes de sus activos más líquidos y de los menos relevantes para sus actividades primordiales que de aquellos que forman parte de su negocio principal. El incremento observado en enero en los activos principales de las IFM fue reflejo, fundamentalmente, del aumento tanto de las tenencias de valores emitidos por el sector público de la zona del euro y por el sector privado excluidas las IFM como de los préstamos a OIF. Estas adquisiciones se realizaron, en parte, utilizando los fondos obtenidos de la primera OFPML a tres años.

En conjunto, los datos correspondientes al período transcurrido hasta enero sugieren que es probable que la primera OFPML a tres años y las demás medidas no convencionales anunciadas en diciembre hayan ayudado a evitar el riesgo de desapalancamiento desordenado de las entidades de crédito de la zona del euro. De hecho, en enero se registró una reducción solo moderada de los préstamos a las sociedades no financieras y un aumento de los préstamos a los hogares, tras las significativas caídas observadas el mes anterior en ambas categorías. Sin embargo, el volumen de préstamos al sector privado no financiero continuó siendo escaso. Es probable que el impacto pleno de estas medidas no convencionales sobre la actividad crediticia se materialice con retardo.

PRINCIPALES COMPONENTES DE M3

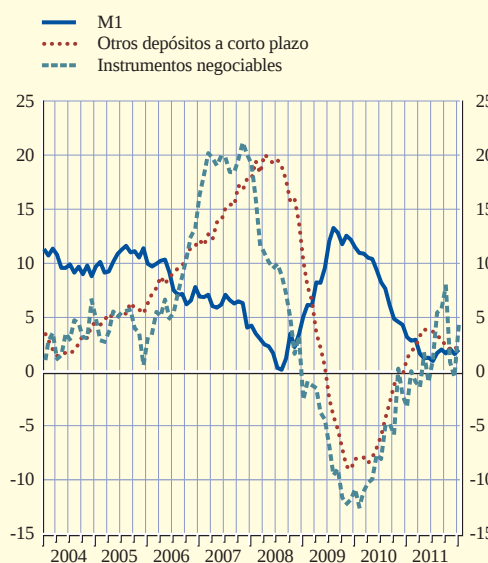
La débil evolución observada en la tasa de crecimiento interanual de M3 en el cuarto trimestre de 2011 enmascara el hecho de que las evoluciones de las tasas de crecimiento interanual de los principales componentes de M3 se compensaron, en gran medida, entre sí (véase gráfico 11). Sin embargo, todos los componentes principales de M3 registraron salidas en el cuarto trimestre, siendo las más significativas las observadas en instrumentos negociables. De igual modo, los flujos de entrada en M3 en enero

de 2012 reflejaron también la evolución de todos los componentes principales. Este patrón apunta a la existencia de un factor común que ha ejercido una influencia dominante en la reciente dinámica a corto plazo de los instrumentos monetarios. Este factor común guarda relación con las tensiones en los mercados financieros, que han tenido un impacto notable en las actitudes de los sectores tenedores de dinero frente a los pasivos de las IFM de la zona del euro.

La tasa de crecimiento interanual de M1 aumentó hasta el 1,9 % en el cuarto trimestre de 2011 y hasta el 2 % en enero de 2012, frente al 1,4 % del tercer trimestre de 2011 (véase cuadro 2). En el cuarto trimestre de 2011 el efectivo en circulación registró entradas trimestrales, aunque no tuvieron un volumen extraordinario y, por tanto, no apuntan a que exista una inquietud generalizada sobre el sector bancario de la zona del euro. En cambio, los depósitos a la vista se redujeron en el cuarto trimestre de 2011, principalmente como consecuencia del descenso de las tenencias de estos depósitos por parte de los hogares. Esta evolución continuó en enero de 2012, cuando los OIF se unieron a los hogares en la retirada de depósitos a la vista. En el caso de los hogares, esta dinámica obedece, en

Gráfico I Principales componentes de M3

(tasas de variación interanual; datos ajustados de efectos estacionales y de calendario)



Fuente: BCE.

Cuadro 2 Cuadro resumen de variables monetarias

(los datos trimestrales son medias; datos ajustados de efectos estacionales y de calendario)

	Saldo vivo en porcentaje de M3 ¹⁾	Tasas de crecimiento interanual					
		2011 I	2011 II	2011 III	2011 IV	2011 Dic	2012 Ene
M1	49,0	3,2	1,7	1,4	1,9	1,6	2,0
Efectivo en circulación	8,7	4,9	4,2	4,5	6,2	6,1	6,2
Depósitos a la vista	40,3	2,9	1,2	0,8	1,0	0,7	1,2
M2 - M1 (= otros depósitos a corto plazo)	39,3	1,3	3,4	3,4	2,3	1,	92,6
Depósitos a plazo hasta dos años	19,2	-2,7	2,3	3,2	2,0	2,0	3,4
Depósitos disponibles con preaviso hasta tres meses	20,1	5,4	4,5	3,7	2,6	1,9	1,9
M2	88,3	2,4	2,4	2,3	2,1	1,8	2,3
M3 - M2 (= instrumentos negociables)	11,7	-1,6	-0,3	3,0	3,7	-0,5	4,3
M3	100,0	1,9	2,1	2,4	2,3	1,5	2,5
Crédito a residentes en la zona del euro		3,7	3,1	2,4	1,3	1,0	1,4
Crédito a las Administraciones Públicas		10,9	6,5	5,1	1,4	3,5	4,8
Préstamos a las Administraciones Públicas		17,7	10,7	7,0	-2,2	-4,7	-4,7
Crédito al sector privado		2,1	2,3	1,7	1,3	0,4	0,7
Préstamos al sector privado		2,4	2,6	2,5	2,0	1,0	1,1
Préstamos al sector privado ajustados de ventas y titulizaciones ²⁾		2,8	2,8	2,7	2,3	1,2	1,5
Pasivos financieros a más largo plazo (excluidos capital y reservas)		2,8	3,4	3,6	2,7	1,6	1,1

Fuente: BCE.

1) A fin del último mes disponible. Pueden producirse discrepancias, debido al redondeo.

2) Ajustados de préstamos dados de baja del balance estadístico de las IFM por venta o titulización.

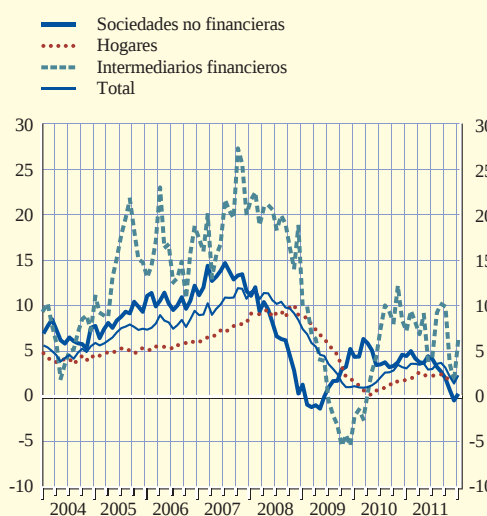
parte, a las reestructuraciones de cartera dentro de M3, con desplazamientos de fondos sobre todo hacia los depósitos a plazo hasta dos años y, en menor medida, hacia los depósitos de ahorro a corto plazo (es decir, depósitos disponibles con preaviso hasta tres meses). Estos desplazamientos se produjeron en un entorno de aumento de los diferenciales entre la remuneración de estos depósitos y la de los depósitos a la vista. El incremento observado en estos diferenciales desde principios de 2011 es reflejo, a su vez, de la mayor remuneración ofrecida por estos tipos de depósito menos líquidos, que son más estables que los depósitos a la vista como fuente de financiación bancaria. La ampliación de los diferenciales hacia finales de año se debió, en parte, a que las IFM de algunos países de la zona del euro intentaron atraer y retener los citados depósitos.

Pese a que los hogares reestructuraron su cartera durante el cuarto trimestre de 2011, favoreciendo los depósitos a corto plazo distintos de los depósitos a la vista, el flujo trimestral total de este componente fue negativo, ya que tanto las sociedades financieras como las no financieras redujeron sustancialmente sus tenencias de estos depósitos. Por consiguiente, la tasa de crecimiento interanual de los depósitos a corto plazo distintos de los depósitos a la vista cayó hasta el 2,3% en el cuarto trimestre de 2011, desde el 3,4% del trimestre anterior. En el caso de las sociedades no financieras, este descenso podría reflejar el uso de colchones de efectivo previamente acumulados para financiar el capital circulante ante el endurecimiento de las condiciones de financiación. En el caso de las sociedades financieras, las salidas estuvieron relacionadas, fundamentalmente, con los OIF, lo que sugiere que la contracción de las carteras de fondos de inversión determinó de forma importante la disminución de los depósitos a corto plazo distintos de los depósitos a la vista. Sin embargo, en enero de 2012, el sector empresarial actuó como los hogares y aumentó sus tenencias de estos depósitos —sobre todo de depósitos a plazo hasta dos años—, con el resultado de que la tasa de crecimiento interanual de este componente se elevó hasta el 2,6%.

La tasa de crecimiento interanual de los instrumentos negociables registró un nuevo avance en el cuarto trimestre de 2011 —hasta el 3,7%, frente al 3% del tercer trimestre—, lo que enmascara los significativos flujos de salida que se observaron a lo largo del trimestre. Como en trimestres anteriores, la evolución de estos instrumentos estuvo determinada, principalmente, por la evolución de las cesiones temporales realizadas a través de entidades de contrapartida central, que reflejan, en gran medida, operaciones interbancarias con garantías. En marcada contraposición con el trimestre anterior, cuando estas operaciones experimentaron un aumento sustancial, en el cuarto trimestre se observaron importantes salidas. Existen indicios de que estas salidas se debieron al creciente recelo en torno a los activos de garantía específicos contenidos en las cestas estandarizadas, lo que redujo la oferta de fondos mediante cesiones temporales e incrementó el coste de recurrir a ellas para obtener liquidez. La entrada registrada en enero puede apuntar a una inversión de este patrón. La evolución de otros instrumentos negociables fue débil y, en general, reflejó el patrón de las cesiones temporales. Las tenencias de valores distintos de

Gráfico 12 Depósitos a corto plazo y cesiones temporales

(tasas de variación interanual; sin ajustar de efectos estacionales o de calendario)



Fuente: BCE.

Nota: Sector IFM, excluido el Eurosistema.

acciones a corto plazo de las IFM (es decir, con vencimiento hasta dos años) y de las participaciones en fondos del mercado monetario registraron flujos positivos en el cuarto trimestre de 2011, que después se revirtieron parcialmente en enero de 2012.

La tasa de crecimiento interanual de los depósitos de M3, que incluyen los depósitos a corto plazo y las cesiones temporales, y que constituyen el agregado monetario más amplio para el que se dispone de información fiable por sectores, disminuyó hasta el 2,5 % en el cuarto trimestre de 2011, frente al 3,2 % del trimestre anterior (véase gráfico 12). Este resultado es consecuencia de las significativas salidas registradas en dicho trimestre, que fueron generalizadas en todos los sectores, pero más acusadas en el caso de los OIF. Mientras que la contracción de los depósitos de M3 de los OIF refleja, en gran medida, la evolución de las cesiones temporales negociadas a través de entidades de contrapartida central, incluso abstraído de este factor, las OFI redujeron sus depósitos de M3 en el contexto del recorte del tamaño de los balances de los fondos de inversión, para afrontar el considerable volumen de reembolsos. Las tenencias de depósitos de M3 aumentaron sustancialmente en enero de 2012, revirtiendo, en parte, las salidas observadas en el cuarto trimestre de 2011. Este incremento también fue generalizado en todos los sectores, pero, en este caso, los sectores privados no financieros fueron los principales impulsores.

PRINCIPALES CONTRAPARTIDAS DE M3

En cuanto a las contrapartidas de M3, la tasa de crecimiento interanual del crédito total concedido por las IFM a residentes en la zona del euro cayó significativamente en el cuarto trimestre de 2011 —hasta el 1,3 %, frente al 2,4 % del trimestre anterior—, antes de aumentar ligeramente y situarse en el 1,4 % en enero de 2012 (véase cuadro 2). Tanto el descenso inicial como el incremento posterior estuvieron determinados, en gran medida, por la evolución de la tasa de crecimiento interanual del crédito a las Administraciones Públicas.

El descenso observado en los préstamos otorgados por las IFM a las Administraciones Públicas en el cuarto trimestre de 2011 fue atribuible a un efecto de base relacionado con las transferencias de activos de las IFM a estructuras de «bancos malos» en el cuarto trimestre de 2010. Sin embargo, las IFM han aumentado recientemente el crédito a las Administraciones Públicas mediante la adquisición de valores distintos de acciones, tendencia que continuó en enero. Mientras que en el cuarto trimestre de 2011 era el Eurosistema quien realizaba estas adquisiciones en el marco del programa para los mercados de valores, en enero de 2012 las efectuaban las IFM distintas de los bancos centrales, lo que refleja, probablemente, la abundancia de liquidez de estas instituciones tras la primera OFPML a tres años ejecutada en diciembre.

La tasa de crecimiento interanual del crédito otorgado por las IFM al sector privado cayó hasta el 1,3 % en el cuarto trimestre de 2011 debido a una salida trimestral considerable, en comparación con el 1,7 % del trimestre anterior. Esta tasa se situó en el 0,7 % en enero de 2012. Sin embargo, en dicho mes se observó una significativa entrada mensual, que compensó en gran parte la cuantiosa salida mensual registrada en diciembre. La evolución del crédito al sector privado oculta una dinámica dispar de las tasas de crecimiento interanual de sus dos componentes —es decir, préstamos y valores distintos de acciones—, a pesar de que ambos registraron flujos mensuales similares.

La tasa de crecimiento interanual de los préstamos al sector privado (ajustados de ventas y titulizaciones) descendió hasta el 2,3 % en el cuarto trimestre de 2011, frente al 2,7 % del trimestre anterior (véase cuadro 2). Esta evolución fue reflejo del significativo volumen de amortizaciones netas, que se concentraron sobre todo en diciembre de 2011 y que afectaron particularmente a los préstamos concedidos a las sociedades no financieras. En enero de 2012, la tasa de crecimiento interanual de los préstamos al sector privado registró un incremento con respecto a diciembre de 2011, el cual estuvo impulsado,

fundamentalmente, por el avance de las operaciones de préstamos interbancarios con garantías (realizadas a través de entidades de contrapartida central), tras la primera OFPML a tres años ejecutada en diciembre. Esta actividad crediticia había experimentado una contracción considerable en el cuarto trimestre, como consecuencia del aumento de los recortes y del deterioro de los activos de garantía disponibles para los participantes en el mercado.

La tasa de crecimiento interanual de los préstamos concedidos por las IFM a los hogares, ajustados de ventas y titulizaciones, disminuyó hasta el 2,3% en el cuarto trimestre de 2011, frente al 2,7% del trimestre anterior. Es probable que este descenso fuera reflejo, principalmente, del deterioro de las perspectivas económicas y del mercado de la vivienda, así como de la necesidad de ajustar los balances en algunos países. La tasa de crecimiento interanual de los préstamos a hogares se incrementó ligeramente en enero de 2012 (y se situó en el 2,1%, frente al 1,9% de diciembre de 2011), debido a una significativa entrada mensual. Los préstamos para adquisición de vivienda continúan siendo el principal impulsor de los préstamos de las IFM a los hogares. Los datos ajustados de titulizaciones apuntan a un leve aumento del flujo trimestral de préstamos para adquisición de vivienda en el cuarto trimestre de 2011, mientras que el flujo trimestral del crédito al consumo siguió siendo algo negativo. En enero de 2012 se registraron entradas mensuales en todos los tipos de préstamos a los hogares (para más detalles, véase la sección 2.7).

La tasa de crecimiento interanual de los préstamos concedidos por las IFM a las sociedades no financieras (ajustados de ventas y titulizaciones) disminuyó hasta el 1,9% en el cuarto trimestre de 2011, frente al 2,2% del trimestre anterior, lo que reflejó el significativo volumen de amortizaciones netas, que se concentraron principalmente en dos grandes países de la zona del euro hacia el final del trimestre. La tasa de crecimiento interanual de los préstamos a las sociedades no financieras volvió a caer en enero y se situó en el 0,8%. El hecho de que las cuantiosas amortizaciones netas observadas en diciembre no se repitieran en enero es coherente con la opinión de que la amenaza de un recorte del crédito se ha reducido en el entorno de las medidas no convencionales adoptadas por el Eurosistema.

En conjunto, los datos sobre préstamos en la zona del euro siguen presentando disparidades significativas entre países, tanto en términos de nivel como de evolución de las tasas de crecimiento interanual de los préstamos a hogares y a las sociedades no financieras. Es probable que estos datos reflejen, principalmente, las diferencias en las perspectivas económicas y del mercado de la vivienda de los distintos países, así como sus niveles de deuda sectoriales.

En cuanto a las demás contrapartidas de M3, la tasa de crecimiento interanual de los pasivos financieros a más largo plazo de las IFM (excluidos capital y reservas) descendió hasta el 1,1% en enero de 2012, frente al 2,7% del cuarto trimestre de 2011 y al 3,6% del tercer trimestre (véase gráfico 13). Esta evolución fue consecuencia, principalmente, de la moderación observada en la tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones a largo

Gráfico 13 M3 y pasivos financieros a más largo plazo de las IFM

(tasas de variación interanual; datos ajustados de efectos estacionales y de calendario)



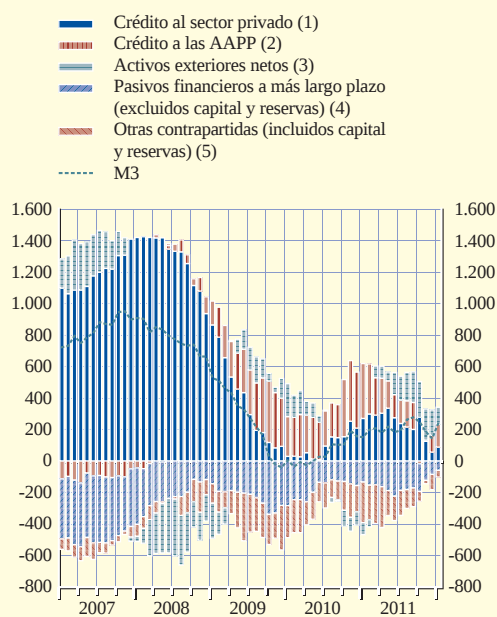
Fuente: BCE.

plazo emitidos por las IFM (es decir, aquellos con un vencimiento inicial superior a dos años), que registraron salidas considerables en el cuarto trimestre de 2011 y en enero de 2012. Este resultado obedeció a las significativas amortizaciones netas, así como a incrementos de las tenencias de estos instrumentos por parte de las IFM. Todo ello sugiere que la financiación de las IFM en los mercados de renta fija a largo plazo continúa estando deteriorada, lo que se asocia a las dificultades que están experimentando la mayoría de las IFM para acceder a la financiación en los mercados. La tasa de crecimiento interanual de los depósitos a largo plazo (es decir, depósitos a más de dos años) reflejó, en gran medida, las operaciones de titulización no dadas de baja del balance, por lo que registró un notable avance en octubre de 2011 (hasta el 4,5 %), antes de disminuir posteriormente (y situarse en el 2,5 % en enero de 2012), ante la escasa actividad de titulizaciones.

El deterioro de la posición acreedora neta frente al exterior de las IFM de la zona del euro explicó una parte significativa de las salidas de fondos observadas en M3 en el cuarto trimestre de 2011 y frenó las entradas mensuales registradas en este agregado monetario amplio en enero de 2012 (véase gráfico 14). Esta evolución fue reflejo de las adquisiciones netas de activos extranjeros por parte del sector tenedor de dinero, que se financiaron con fondos que se habían colocado en instrumentos de M3, lo cual también es coherente con la reducción de la emisión neta de participaciones en fondos de inversión observada desde el tercer trimestre de 2011. (Para más detalles, véase el recuadro 2 que figura a continuación).

Gráfico 14 Contrapartidas de M3

(flujos interanuales; mm de euros; datos ajustados de efectos estacionales y de calendario)



Fuente: BCE.

Notas: M3 figura solo como referencia ($M3 = 1 + 2 + 3 - 4 + 5$). Los pasivos financieros a más largo plazo (excluidos capital y reservas) figuran con signo invertido, porque son pasivos del sector IFM.

Recuadro 2

EVOLUCIÓN RECIENTE DE LA CUENTA FINANCIERA DE LA BALANZA DE PAGOS DE LA ZONA DEL EURO

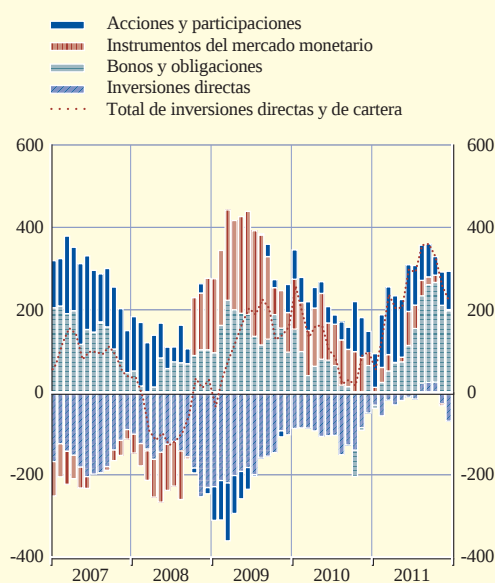
En este recuadro se analiza la evolución reciente de la cuenta financiera de la balanza de pagos de la zona del euro. Las entradas netas en el total de inversiones directas y de cartera netas se incrementaron hasta los 223,7 mm de euros en 2011, frente a los 98,1 mm de euros contabilizados un año antes, y se vieron contrarrestadas, en gran parte, por el aumento de las salidas netas de otras inversiones (véanse cuadro y gráfico). Las entradas netas de inversiones de cartera fueron extraordinariamente cuantiosas en el primer semestre de 2011 y disminuyeron sustancialmente en la segunda mitad del año. Al mismo tiempo, se inició un proceso de repatriación de fondos bidireccional, en el que los inversores extranjeros retiraron los fondos previamente invertidos en valores de la zona del euro, mientras que los inversores de la zona del euro se convirtieron en vendedores netos de

valores extranjeros. Sin embargo, más recientemente, en diciembre, han aparecido algunos signos de normalización de los patrones de las inversiones de cartera.

Las entradas netas en el total de inversiones directas y de cartera netas experimentaron un ascenso en 2011, principalmente impulsadas por el aumento de las entradas netas de inversiones de cartera. A pesar del incremento total con respecto al año anterior, la evolución de estas últimas inversiones fue bastante volátil, con variaciones acusadas en los patrones de inversión que siguieron los cambios en el clima de los mercados y en el comportamiento de los inversores. En el primer semestre de 2011, las entradas netas de inversiones de cartera se elevaron sustancialmente, como consecuencia, sobre todo, de las significativas compras realizadas por los inversores extranjeros de valores de la zona del euro emitidos por el sector de IFM y por los otros sectores residentes distintos de IFM. En cuanto a este último sector, la demanda exterior de valores distintos de acciones más líquidos y de elevada calificación crediticia fue particularmente intensa en el segundo trimestre de 2011, lo que parece reflejar la existencia de desplazamientos de fondos hacia activos más seguros en un contexto de

Principales partidas de la cuenta financiera

(mm de euros; flujos netos acumulados de 12 meses; datos mensuales)



Fuente: BCE.

Principales partidas de la cuenta financiera de la balanza de pagos de la zona del euro

(mm de euros; datos sin desestacionalizar)

	2011		Cifras acumuladas de tres meses				Cifras acumuladas de doce meses	
	Nov	Dic	Mar	Jun	Sep	Dic	2010 Dic	2011 Dic
Cuenta financiera ¹⁾	-6,7	-23,0	15,7	18,4	9,8	-34,7	44,1	9,3
Total de inversiones directas y de cartera netas	-6,5	3,2	118,7	121,2	21,1	-37,4	98,1	223,7
Inversiones directas netas	-8,0	1,3	-9,9	-29,0	-16,5	-14,4	-49,9	-69,8
Inversiones de cartera netas	1,5	2,0	128,5	150,2	37,7	-23,0	148,0	293,4
Acciones y participaciones	8,3	14,9	89,2	-38,1	22,0	19,7	52,4	92,9
Valores distintos de acciones	-6,8	-12,9	39,3	188,3	15,6	-42,6	95,7	200,5
Bonos y obligaciones	9,6	20,1	16,8	147,2	30,9	3,1	64,9	198,0
Instrumentos del mercado monetario	-16,5	-33,1	22,5	41,1	-15,3	-45,8	30,7	2,5
Otras inversiones netas	-0,5	-13,7	-89,1	-108,9	0,3	16,8	-61,2	-180,9
De las cuales: sector tenedor de dinero ²⁾								
Inversiones directas netas	-9,2	2,1	-5,3	-22,4	-16,4	-14,5	-35,8	-58,6
Inversiones de cartera netas	-26,3	12,5	61,5	77,7	18,4	-46,2	-98,4	111,5
Acciones y participaciones	-2,2	18,0	82,3	-27,5	20,5	6,8	72,2	82,1
Valores distintos de acciones	-24,1	-5,5	-20,8	105,3	-2,0	-53,0	-170,6	29,4
Otras inversiones netas	-9,7	19,6	31,1	-32,8	29,0	6,3	-53,8	33,6

Fuente: BCE.

Nota: Las sumas pueden no coincidir, debido al redondeo.

1) Las cifras corresponden a saldos (flujos netos). Un signo positivo (negativo) indica una entrada (salida) neta.

2) Administraciones Públicas y otros sectores de la balanza de pagos.

elevada volatilidad y de recrudecimiento de las tensiones en los mercados financieros. En cambio, en el tercer trimestre de 2011, las entradas netas de valores distintos de acciones disminuyeron considerablemente, mientras que los valores de renta variable pasaron de registrar salidas netas a reflejar entradas netas. Esta evolución enmascaró un proceso de liquidación, según el cual los inversores de la zona del euro repatriaron fondos que habían invertido previamente en valores extranjeros, y los inversores no residentes desinvertieron en valores de la zona del euro.

En el cuarto trimestre de 2011, los inversores extranjeros y de la zona del euro continuaron reduciendo sus carteras internacionales de valores. Las inversiones de cartera registraron salidas netas, ya que las desinversiones de residentes extranjeros fueron más elevadas que las de los residentes en la zona del euro. Mientras que en la zona del euro tanto las IFM como el sector privado distinto de IFM repatriaron fondos, la repatriación por parte de los inversores extranjeros se centró principalmente en valores emitidos por el sector privado distinto de IFM. En cuanto a los valores emitidos por el sector de Administraciones Públicas de la zona del euro, en el tercer trimestre de 2011 se registraron compras netas, pese al acusado descenso de las entradas extranjeras. La aparición de este proceso de repatriación bidireccional debe considerarse en un contexto de intensificación de las tensiones en los mercados financieros, y de volatilidad y caída de las cotizaciones a escala mundial. Estos factores parecen haber influido en el clima de los mercados, afectado por la creciente inquietud acerca de las perspectivas de la economía mundial y por el aumento de la aversión al riesgo. Además, la disminución de las entradas de inversiones de cartera netas en los otros sectores residentes distintos de IFM de la zona del euro contribuyó negativamente a la liquidez disponible en la zona del euro y se refleja, parcialmente, en la evolución del agregado monetario amplio M3. De hecho, como puede observarse en la presentación monetaria de la balanza de pagos, estas transacciones en las que participa el sector tenedor de dinero son un espejo del descenso total observado en la posición acreedora neta frente al exterior de las IFM en octubre y noviembre de 2011¹.

No obstante, los datos más recientes correspondientes a diciembre muestran los primeros signos de aparente normalización de los patrones de las inversiones de cartera. Parece que tanto las inversiones de la zona del euro en valores extranjeros como las inversiones exteriores en valores de la zona del euro se reactivaron ligeramente, aunque permanecieron en niveles todavía bajos. Además, se registraron entradas de inversiones de cartera netas en los otros sectores residentes distintos de IFM, lo que también es coherente con la leve recuperación de las entradas observada en la posición acreedora neta frente al exterior de las IFM en dicho mes. Esta recuperación está relacionada, probablemente, con una cierta mejora del clima de los mercados casi a finales del año, como consecuencia, entre otros factores, no solo de la introducción de las medidas de liquidez no convencionales del BCE, sino también de las intervenciones coordinadas por el BCE y otros cinco bancos centrales —en forma de líneas *swap* recíprocas— destinadas a inyectar liquidez al sistema financiero mundial.

Por lo que respecta al sector de IFM, las entidades de crédito de la zona del euro incrementaron sus ventas netas de valores extranjeros en el cuarto trimestre de 2011. Este aumento se deriva, probablemente, de la combinación de dos factores. El primero es el actual proceso de reestructuración de balances debido al endurecimiento de los requerimientos de capital en la zona del euro. El necesario proceso de desapalancamiento suele afectar sobre todo a los activos no principales, en particular a

1 En la medida en que se liquidan a través de entidades de crédito residentes, las transacciones realizadas por el sector tenedor de dinero afectan a los activos y a los pasivos exteriores del sector bancario, que es una de las contrapartidas de M3. El sector tenedor de dinero comprende los hogares, las sociedades no financieras, los intermediarios financieros no monetarios y las Administraciones Públicas, excluida la Administración Central. Para más información sobre la presentación monetaria de la balanza de pagos, véase L. B. Duce, F. Mayarle y P. Sola, «The monetary presentation of the euro area balance of payments», *Occasional Paper Series*, n.º 96, BCE, 2008. Véase también el artículo titulado «La dimensión externa del análisis monetario», *Boletín Mensual*, BCE, agosto de 2008.

los valores extranjeros, como puede observarse claramente en el período objeto de análisis. El segundo es la necesidad de movilizar recursos en un entorno de presiones de financiación, que se reflejan no solo en las ventas exteriores de valores emitidos por bancos de la zona del euro en los dos últimos trimestres del año, sino también en la reducción de los pasivos de otras inversiones de las IFM, lo que indica dificultades para renovar los depósitos y los préstamos a corto plazo a su vencimiento, como consecuencia de los elevados costes de la financiación en moneda extranjera. La desinversión en valores de IFM de la zona del euro estuvo relacionada, en parte, con la preocupación existente entre los inversores extranjeros en torno a la estabilidad de los sistemas bancarios de determinados países de la zona del euro. Sin embargo, la disminución de los pasivos de otras inversiones de las IFM se vio parcialmente compensada por el aumento de los pasivos de otras inversiones del Eurosistema, propiciado por las citadas líneas *swap* entre el BCE y otros bancos centrales.

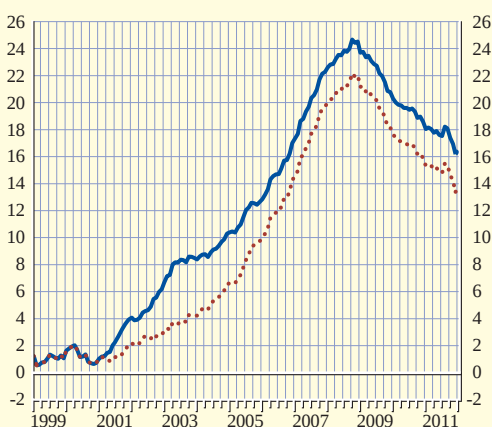
VALORACIÓN GENERAL DE LA SITUACIÓN DE LIQUIDEZ MONETARIA EN LA ZONA DEL EURO

Los significativos flujos de salida de instrumentos monetarios observados en el cuarto trimestre de 2011 se tradujeron en la continua absorción de la liquidez monetaria que se había acumulado con anterioridad a la crisis financiera (véanse gráficos 15 y 16). La aceleración del crecimiento de M3 en enero de 2012 puso freno a esta dinámica. Aunque el conjunto de indicadores del exceso de liquidez sigue apuntando, en general, a la presencia de un exceso de liquidez, algunas medidas señalan que

Gráfico 15 Estimaciones de la brecha monetaria nominal ¹⁾

(en porcentaje del saldo de M3; datos ajustados de efectos estacionales y de calendario; diciembre 1998 = 0)

— Brecha monetaria nominal basada en M3 oficial
 Brecha monetaria nominal basada en M3 corregido por el impacto estimado de los desplazamientos de cartera ²⁾



Fuente: BCE.

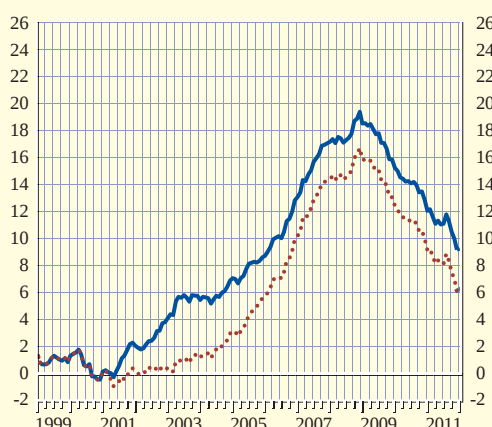
1) La brecha monetaria nominal se define como la diferencia existente entre el nivel efectivo de M3 y el nivel de M3 que correspondería a un crecimiento constante de este agregado monetario igual a su valor de referencia (4,5%), tomando diciembre de 1998 como período base.

2) Las estimaciones de la magnitud de los desplazamientos de cartera hacia M3 se obtienen utilizando el enfoque general que se analiza en la sección 4 del artículo titulado «Análisis monetario en tiempo real», *Boletín Mensual*, BCE, octubre de 2004.

Gráfico 16 Estimaciones de la brecha monetaria real ¹⁾

(en porcentaje del saldo de M3 real; datos ajustados de efectos estacionales y de calendario; diciembre 1998 = 0)

— Brecha monetaria real basada en M3 oficial
 Brecha monetaria real basada en M3 corregido por el impacto estimado de los desplazamientos de cartera ²⁾



Fuente: BCE.

1) La brecha monetaria real se define como la diferencia existente entre el nivel efectivo de M3, deflactado por el IAPC, y el nivel de M3, en términos reales, que habría resultado de un crecimiento nominal constante de este agregado monetario igual al valor de referencia (4,5%), y de una tasa de inflación, medida por el IAPC, compatible con la definición de estabilidad de precios del BCE, tomando diciembre de 1998 como período base.

2) Las estimaciones de la magnitud de los desplazamientos de cartera hacia M3 se obtienen utilizando el enfoque general que se analiza en la sección 4 del artículo titulado «Análisis monetario en tiempo real», *Boletín Mensual*, BCE, octubre de 2004.

dicho exceso se ha reducido en los tres últimos años hasta situarse en niveles bastante bajos. Sin embargo, conviene recordar que este tipo de medida de la liquidez debe interpretarse con cautela, ya que se basa en una evaluación de los saldos monetarios de equilibrio, que entraña una incertidumbre considerable.

En general, la tasa subyacente de expansión monetaria y crediticia sigue siendo débil. Al mismo tiempo, los últimos datos muestran que el considerable descenso del crecimiento monetario registrado en el cuarto trimestre de 2011 —especialmente en diciembre— se revirtió en enero. Asimismo, por lo que respecta a los préstamos, las significativas amortizaciones netas observadas hacia el final de 2011 no continuaron en enero. El conjunto de esta evolución sugiere que las medidas no convencionales adoptadas el 8 de diciembre de 2011 —en particular, las OFPML a tres años— han aliviado las presiones de financiación de las entidades de crédito de la zona del euro y han ayudado a reducir el riesgo de despalancamiento desordenado en el sector bancario. Al mismo tiempo, no puede esperarse que estas medidas no convencionales tengan ya un impacto visible en los préstamos al sector privado, ya que dicho impacto se materializará con retardo.

2.2 INVERSIÓN FINANCIERA DE LOS SECTORES NO FINANCIEROS E INVERSORES INSTITUCIONALES

La tasa de crecimiento interanual de la inversión financiera de los sectores no financieros se mantuvo sin variación en el tercer trimestre de 2011, en parte como consecuencia de la moderación del crecimiento de la renta de los hogares y de la baja tasa de ahorro en términos históricos. La tasa de crecimiento interanual de la inversión financiera de las empresas de seguros y los fondos de pensiones tampoco cambió, reflejando los modestos niveles de inversión de los hogares en reservas técnicas de seguro. La intensificación de las tensiones en los mercados financieros en el cuarto trimestre de 2011 generó nuevos y cuantiosos reembolsos netos en los principales tipos de fondos de inversión.

SECTORES NO FINANCIEROS

En el tercer trimestre de 2011 (el más reciente para el que se dispone de datos), la tasa de crecimiento interanual de la inversión financiera total de los sectores no financieros se mantuvo sin variación en el 3,4 %, estabilizándose así en un nivel relativamente bajo en términos históricos (véase cuadro 3). Si no fuera por el efecto de las transferencias de activos de las IFM a estructuras de «bancos malos» clasificadas dentro del sector de Administraciones Públicas, la tasa de crecimiento interanual de la inversión financiera de los sectores no financieros seguiría estando próxima a los niveles mínimos registrados entre finales de 2009 y principios de 2010. La moderada evolución observada en el tercer trimestre de 2011 enmascara la diferente dinámica de los distintos instrumentos. En particular, la contribución de la inversión en acciones cotizadas y otras cuentas pendientes de cobro (que incluye el crédito comercial) se incrementó con respecto al trimestre anterior. En cambio, la contribución de la inversión en efectivo y depósitos, reservas técnicas de seguro y participaciones en fondos de inversión descendió o pasó a ser más negativa. Las entradas trimestrales observadas en los instrumentos emitidos por las IFM fueron mayores que las registradas en otros instrumentos por primera vez desde finales de 2008, lo que apunta a determinados ajustes de cartera en favor de los pasivos bancarios. Sin embargo, la información disponible procedente de las estadísticas de los balances de las IFM sugiere que estos ajustes fueron temporales y se revirtieron, en cierta medida, en el cuarto trimestre.

Por sectores, el hecho de que la tasa de crecimiento interanual de la inversión financiera total de los sectores no financieros permaneciera sin variación en el tercer trimestre de 2011 reflejó nuevos y ligeros

Cuadro 3 Inversión financiera de los sectores no financieros de la zona del euro

	Saldo vivo, en porcentaje de los activos financieros ¹⁾	Tasas de crecimiento interanual									
		2009 II	2009 III	2009 IV	2010 I	2010 II	2010 III	2010 IV	2011 I	2011 II	2011 III
Inversión financiera	100	3,7	3,5	2,6	2,6	2,6	2,6	3,4	3,2	3,4	3,4
Efectivo y depósitos	24	6,9	6,0	3,3	1,9	1,5	2,1	3,0	3,4	3,8	3,1
Valores distintos de acciones, excluidos derivados financieros	6	0,6	-0,5	-2,6	-2,5	-2,6	-2,9	4,7	7,7	8,6	8,6
De los cuales: A corto plazo	0	-22,8	-33,0	-35,7	-27,2	-22,1	-7,0	-4,4	3,9	7,7	0,2
De los cuales: A largo plazo	5	4,2	4,4	2,6	0,8	-0,4	-2,5	5,5	8,1	8,7	9,4
Acciones y otras participaciones, excluidas participaciones en fondos de inversión	28	4,7	4,4	3,0	2,7	2,4	2,3	2,5	2,0	2,2	2,5
De las cuales: Acciones cotizadas	5	5,4	5,0	4,6	4,7	3,5	2,4	3,4	1,1	0,8	2,9
De las cuales: Acciones no cotizadas y otras participaciones	22	4,5	4,2	2,7	2,3	2,1	2,2	2,3	2,3	2,5	2,4
Participaciones en fondos de inversión	5	-3,9	-1,0	2,2	0,2	-1,4	-2,1	-2,8	-3,4	-2,5	-4,5
Reservas técnicas de seguro	16	3,1	3,6	4,4	5,0	4,7	4,6	4,2	3,5	3,2	2,7
Otros ²⁾	22	1,9	1,6	1,6	3,6	4,8	5,0	5,5	4,8	4,9	6,2
M3 ³⁾		3,6	1,8	-0,4	-0,1	0,3	1,1	1,7	2,2	2,0	2,9

Fuente: BCE.

1) A fin del último trimestre disponible. Pueden producirse discrepancias, debido al redondeo.

2) Otros activos financieros comprende préstamos y otras cuentas pendientes de cobro, que a su vez incluye el crédito comercial concedido por las sociedades no financieras.

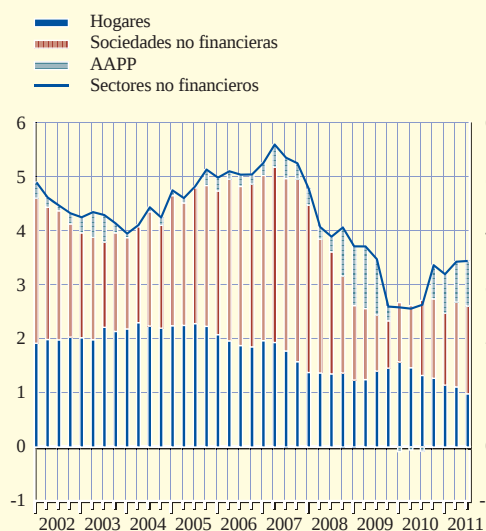
3) A fin de trimestre. El agregado monetario M3 incluye los instrumentos monetarios mantenidos por entidades de la zona del euro que no son IFM (es decir, los sectores no financieros y los intermediarios financieros no monetarios) en IFM de la zona del euro y Administración Central.

aumentos de la contribución de las sociedades no financieras y de las Administraciones Públicas, que se vieron contrarrestados por una inversión financiera algo más débil por parte de los hogares (véase gráfico 17). La acumulación más lenta de activos financieros por parte de los hogares obedece a la continua contracción de las participaciones en fondos de inversión y de la inversión en reservas técnicas de seguro, en un entorno de estancamiento del crecimiento de la renta nominal disponible y de baja tasa de ahorro en términos históricos. La información procedente de las estadísticas de los fondos de inversión sugiere que los hogares volvieron a reducir sus tenencias de participaciones en fondos de inversión, en particular de renta variable y mixtos, hacia el final del año.

La tasa de crecimiento interanual de la inversión financiera de las Administraciones Públicas se fortaleció considerablemente en el tercer trimestre, con respecto a unos niveles ya elevados. Esta aceleración obedeció al intenso crecimiento de otras cuentas pendientes de cobro, que se vio compensado, en gran parte, por la significativa reducción de los depósitos que obran en poder de las Administraciones Públicas. El incremento de otras cuentas pendientes de cobro en el tercer trimestre estuvo relacionado, probablemente, con el reconocimiento en los balances de atrasos fiscales de ejercicios anteriores.

Gráfico 17 Inversión financiera de los sectores no financieros

(tasas de variación interanual; contribución en puntos porcentuales)



Fuente: BCE.

El crecimiento especialmente acusado de la inversión financiera de las Administraciones Públicas siguió siendo atribuible, sobre todo, a la permanencia del impacto de las transferencias de activos de las IFM a estructuras de «bancos malos» en el cuarto trimestre de 2010.

La acumulación ligeramente más acelerada de activos financieros por parte de las sociedades no financieras en el tercer trimestre estuvo determinada, principalmente, por el aumento de las adquisiciones de acciones cotizadas y de otras cuentas pendientes de cobro. El ascenso de las primeras tuvo su origen, posiblemente, en las fusiones y adquisiciones, mientras que el de las segundas fue atribuible al incremento del crédito comercial. Es probable que este último refleje tanto el hecho de que las empresas y los organismos públicos aplazaron el pago de las adquisiciones de bienes y servicios en el contexto de la incertidumbre reinante y de las duras condiciones de financiación como el nuevo y robusto crecimiento de las exportaciones. Para obtener información más detallada sobre la evolución de los flujos de financiación y de los balances de los sectores privados no financieros, véanse las secciones 2.6 y 2.7. El recuadro titulado «Cuentas integradas de la zona del euro del tercer trimestre de 2011», del Boletín Mensual de febrero de 2012, también proporciona información relativa a todos los sectores institucionales.

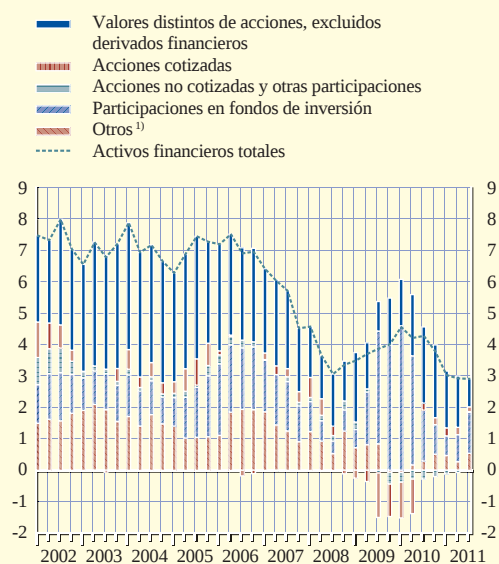
INVERSORES INSTITUCIONALES

La persistencia del lento ritmo de inversión en reservas técnicas de seguro por parte de los hogares, que es el principal factor determinante de los fondos que pueden invertir las empresas de seguros y los fondos de pensiones, hizo que la tasa de crecimiento interanual de la inversión financiera de las empresas de seguros y fondos de pensiones se mantuviera sin variación, en el 2,9%, en el tercer trimestre de 2011 (el más reciente para el que se dispone de datos de las cuentas integradas de la zona del euro; véase gráfico 18), registrando el nivel más bajo desde 1999. Por instrumentos, las participaciones en fondos de inversión pasaron a ser las que más contribuyeron a la tasa de crecimiento interanual de la inversión financiera de las empresas de seguros y los fondos de pensiones, lo que reflejó su preferencia por invertir sus recursos (obtenidos de la nueva inversión en productos de seguros de vida y pensiones por parte de los hogares, así como de la venta de las inversiones directas en valores distintos de acciones) principalmente en fondos de inversión, más que directamente en valores. Al mismo tiempo, las empresas de seguros y los fondos de pensiones también incrementaron considerablemente sus tenencias de efectivo y depósitos, posiblemente en respuesta a la incertidumbre imperante en los mercados financieros.

Las entradas interanuales en participaciones en fondos de inversión (excluidos los fondos del mercado monetario) disminuyeron hasta situarse en 43 mm de euros en el cuarto trimestre de 2011, frente a los

Gráfico 18 Inversión financiera de las empresas de seguros y los fondos de pensiones

(tasas de variación interanual; contribución en puntos porcentuales)



Fuente: BCE.

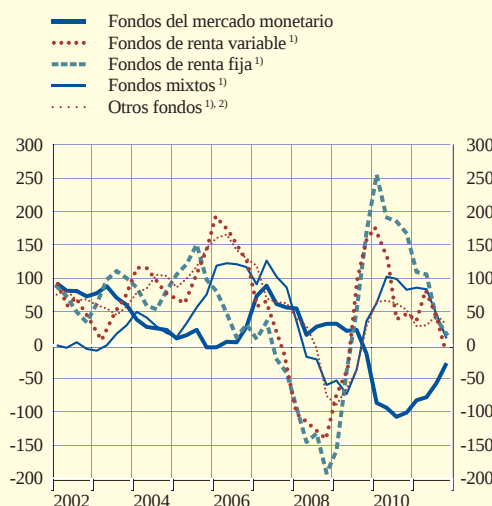
1) Incluye préstamos, depósitos, reservas técnicas de seguro y otras cuentas pendientes de cobro.

171 mm de euros del trimestre anterior. La tasa de crecimiento interanual volvió a registrar una fuerte moderación, colocándose en el 0,7%, frente al 3% del tercer trimestre. Los flujos de entrada interanuales experimentaron un retroceso en el caso de los tres tipos de fondos de inversión principales (es decir, renta variable, renta fija y mixtos), y los flujos interanuales de los fondos de renta variable pasaron a ser ligeramente negativos (véase gráfico 19). Esta evolución reflejó una tendencia general a evitar los activos de mayor riesgo en el contexto del recrudecimiento de la incertidumbre en la economía y en los mercados financieros y, en parte, el desplazamiento de fondos hacia fuera de la zona del euro en el cuarto trimestre. En cambio, los fondos del mercado monetario se beneficiaron del entorno de incertidumbre en los mercados financieros y registraron entradas moderadas en el cuarto trimestre, ya que estos instrumentos suelen utilizarse para albergar temporalmente los recursos retirados de otros tipos de fondos. Sin embargo, estas entradas no pudieron compensar las salidas observadas en trimestres anteriores (que se debieron, probablemente, a la remuneración relativamente escasa que ofrecían estos fondos), por lo que continuaron registrándose salidas interanuales de participaciones en fondos del mercado monetario en el trimestre analizado, aunque su volumen fue notablemente inferior al del trimestre anterior.

Si se analiza específicamente la evolución durante el cuarto trimestre de 2011, cuando se recrudecieron las tensiones en los mercados de deuda soberana, las participaciones en fondos de inversión (excluidos los fondos del mercado monetario) registraron salidas por valor de 47 mm de euros, sobre la base de datos sin desestacionalizar. Fue el segundo trimestre consecutivo en el que se produjeron flujos trimestrales de salida, pero en ambos casos su volumen fue considerablemente inferior a los registrados tras la quiebra de Lehman Brothers. En los tres tipos principales de fondos de inversión se observaron reembolsos netos, que se concentraron principalmente en octubre y noviembre. Los fondos de renta variable y los fondos mixtos contabilizaron las salidas más significativas, que representaron más de dos tercios de las salidas totales del trimestre. Sin embargo, en el cuarto trimestre de 2011, el saldo vivo de acciones y participaciones emitidas por fondos de inversión de la zona del euro distintos de los fondos del mercado monetario experimentó un incremento intertrimestral del 4,5%, a pesar de las nuevas y cuantiosas retiradas observadas en los últimos meses. Esta evolución fue atribuible, sobre todo, al aumento de los precios de los activos a partir de finales de noviembre y, en menor medida, a la reclasificación estadística de algunos fondos del mercado monetario como fondos de renta fija en diciembre (que afectó a un importe total de más de 100 mm de euros). Los reembolsos netos registrados por los fondos de inversión tuvieron su reflejo en el activo del balance, al producirse una venta generalizada de acciones y otras participaciones, de valores distintos de acciones y de participaciones en fondos de inversión, así como un descenso de las tenencias de depósitos.

Gráfico 19 Flujos de entrada netos anuales en fondos del mercado monetario y en fondos de inversión

(mm de euros)



Fuentes: BCE y EFAMA.

1) Con anterioridad al primer trimestre de 2009, las estimaciones de flujos trimestrales se obtuvieron de las estadísticas de fondos de inversión no armonizadas del BCE, de cálculos del BCE basados en datos nacionales proporcionados por EFAMA y de cálculos del BCE.

2) Incluye los fondos inmobiliarios, los fondos de inversión libre y los fondos no clasificados en otros fondos.

2.3 TIPOS DE INTERÉS DEL MERCADO MONETARIO

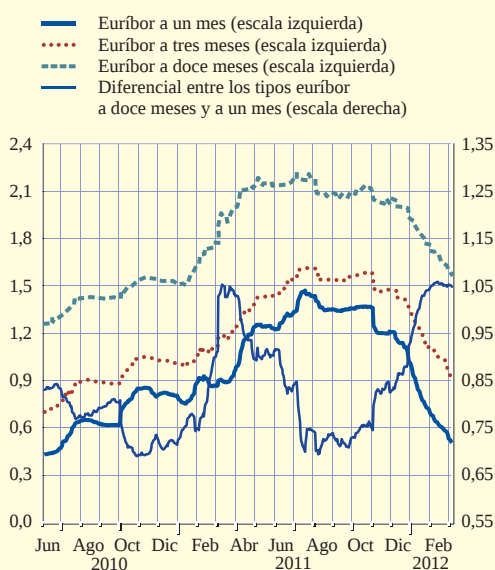
Los tipos de interés del mercado monetario descendieron con carácter general en el período comprendido entre el 7 de diciembre de 2011 y el 7 de marzo de 2012, debido a la revisión a la baja de las expectativas de tipos de interés a corto plazo y a la decisión adoptada por el Consejo de Gobierno el 8 de diciembre de 2011 de reducir los tipos de interés oficiales del BCE en 25 puntos básicos, decisión que se hizo efectiva en la operación principal de financiación liquidada el 14 de diciembre de 2011. La volatilidad de los tipos de interés del mercado monetario disminuyó y el eonia se estabilizó en niveles reducidos desde principios de año, siendo reflejo del abundante exceso de liquidez.

Los tipos de interés del mercado monetario sin garantías se redujeron en el período comprendido entre el 7 de diciembre de 2011 y el 7 de marzo de 2012. En esta última fecha, los tipos euríbor a un mes, a tres meses, a seis meses y a doce meses se situaron en el 0,50 %, el 0,91 %, el 1,22 % y el 1,55 %, respectivamente, esto es, 70, 56, 48 y 49 puntos básicos por debajo, respectivamente, de los niveles observados el 7 de diciembre de 2011. El diferencial entre el euríbor a doce meses y a un mes, un indicador de la pendiente de la curva de rendimientos del mercado monetario, aumentó 21 puntos básicos en dicho período y se situó en 105 puntos básicos el 7 de marzo (véase gráfico 20).

Los tipos de interés del mercado monetario con garantías se estabilizaron en niveles muy reducidos desde principios de año (véase gráfico 21). El tipo swap del eonia a tres meses se situó en el 0,34 % el 7 de marzo, alrededor de 13 puntos básicos por debajo del nivel registrado el 7 de diciembre. Dado que el correspondiente euríbor sin garantías disminuyó de forma incluso más marcada, el diferencial entre los dos tipos cayó desde 101 puntos básicos el 7 de diciembre hasta 57 puntos básicos el 7 de marzo.

Gráfico 20 Tipos de interés del mercado monetario

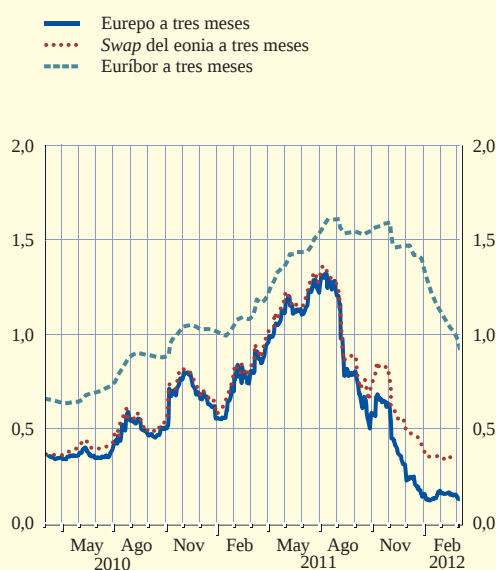
(porcentajes; diferencial en puntos porcentuales; datos diarios)



Fuentes: BCE y Thomson Reuters.

Gráfico 21 Eurepo, euríbor y swap del eonia a tres meses

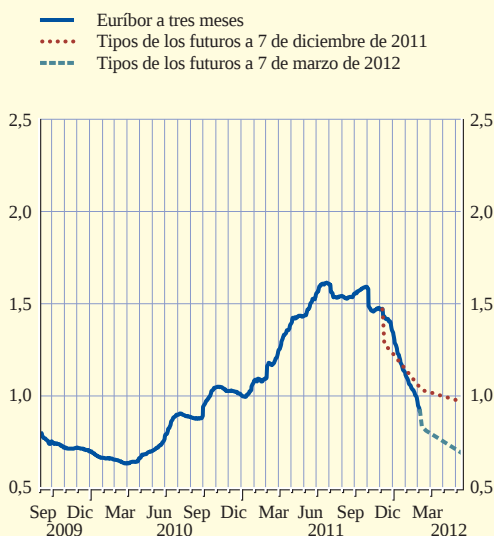
(porcentajes; datos diarios)



Fuentes: BCE, Bloomberg y Thomson Reuters.

Gráfico 22 Tipos de interés a tres meses y tipos de interés de los futuros en la zona del euro

(porcentajes; datos diarios)

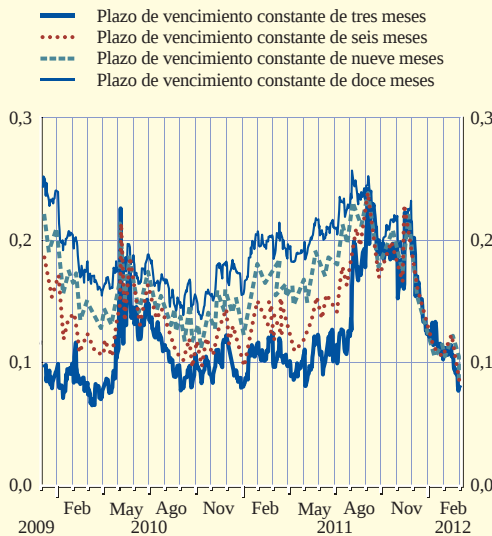


Fuente: Thomson Reuters.

Nota: Futuros a tres meses para entrega al final del trimestre en curso y de los tres siguientes, según cotizaciones de Liffe.

Gráfico 23 Volatilidad implícita de las opciones sobre futuros del euríbor a tres meses con plazo de vencimiento constante

(porcentajes; datos diarios)



Fuentes: Thomson Reuters y cálculos del BCE.

Nota: La medida se obtiene en dos etapas. En primer lugar, las volatilidades implícitas de las opciones sobre futuros del euríbor a tres meses se transforman expresándolas en términos de precios logarítmicos, en lugar de rentabilidades logarítmicas. En segundo lugar, las volatilidades implícitas resultantes, que tienen una fecha de vencimiento constante, se transforman expresándolas en términos de plazos de vencimiento constantes.

El 7 de marzo, los tipos de interés implícitos en los precios de los futuros del euríbor a tres meses con vencimiento en marzo, junio y septiembre de 2012 se situaron en el 0,83 %, el 0,69 % y el 0,67 %, respectivamente, lo que representa descensos de 21, 28 y 29 puntos básicos, respectivamente, en comparación con los niveles observados el 7 de diciembre, que obedecieron, en parte, a las expectativas de reducción de los tipos de interés oficiales del BCE (véase gráfico 22). Las volatilidades implícitas obtenidas de las opciones sobre futuros del euríbor a tres meses con plazo de vencimiento constante de tres, seis, nueve y doce meses disminuyeron notablemente en todos los casos en los tres últimos meses (véase gráfico 23).

Si se considera el vencimiento a un día, el eonia siguió caracterizándose por una volatilidad relativa hasta la primera semana de enero, pero después se estabilizó. Como consecuencia del recrudecimiento de las tensiones en los mercados financieros, las entidades de crédito aumentaron notablemente su recurso a las operaciones de liquidez del Eurosistema durante el período analizado y, por tanto, se incrementó el exceso de liquidez del sistema, como indicó el significativo recurso a la facilidad de depósito. Así pues, el diferencial entre el eonia y el tipo de interés de las operaciones principales de financiación se mantuvo en niveles negativos durante el período de referencia.

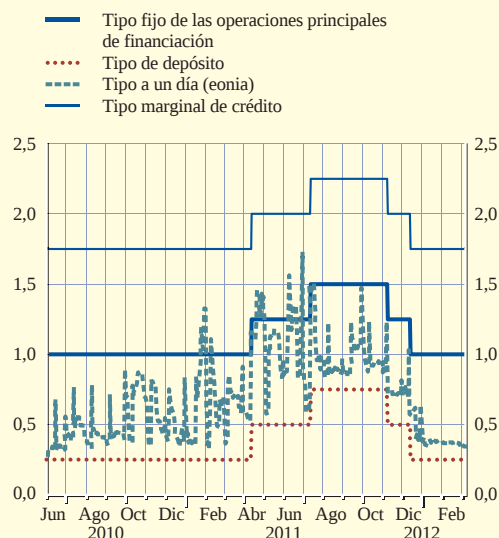
El 8 de diciembre, el Consejo de Gobierno recortó los tipos de interés oficiales del BCE en 25 puntos básicos, reduciendo el tipo de la facilidad de depósito al 0,25 % y los tipos de las operaciones principales de financiación y de la facilidad marginal de crédito al 1 % y al 1,75 %, respectivamente. El eonia reflejó esta bajada y se situó en el 0,355 % el 7 de marzo (véase gráfico 24).

En el período de referencia, el BCE siguió prestando apoyo a los mercados monetarios realizando algunas operaciones para inyectar liquidez con vencimiento a una semana, un período de mantenimiento y tres meses. Todas las operaciones se llevaron a cabo mediante el procedimiento de subasta a tipo de interés fijo con adjudicación plena. Ante las tensiones de los mercados financieros de la zona del euro, el Consejo de Gobierno decidió, asimismo, reducir el coeficiente de reservas del 2 % al 1 % e inyectar liquidez mediante dos operaciones de financiación a plazo más largo complementarias, con vencimiento aproximado de tres años, también llevadas a cabo mediante el procedimiento de subasta a tipo de interés fijo con adjudicación plena. La primera de estas dos operaciones se realizó el 21 de diciembre, y la segunda, el 29 de febrero (véase también el recuadro 3).

El BCE también ejecutó operaciones semanales de absorción de liquidez a una semana aplicando un procedimiento de subasta a tipo de interés variable y tipos máximos de puja del 1 % en el duodécimo período de mantenimiento de 2011 y en el primer y segundo período de mantenimiento de 2012. Con estas operaciones de drenaje, el BCE ofreció absorber un importe máximo equivalente al valor de las adquisiciones realizadas en el marco del programa para los mercados de valores, que ascendieron a un total de 217,8 mm de euros el 7 de marzo.

Gráfico 24 Tipos de interés del BCE y tipo de interés a un día

(porcentajes; datos diarios)



Fuentes: BCE y Thomson Reuters.

Recuadro 3

IMPACTO DE LAS DOS OPERACIONES DE FINANCIACIÓN A PLAZO MÁS LARGO A TRES AÑOS

El recrudecimiento de las tensiones en los mercados de deuda soberana en la segunda mitad de 2011, en un entorno de altos niveles de incertidumbre, dificultó cada vez más el acceso de las entidades de crédito de la zona del euro a la financiación en los mercados. Estas dificultades entrañaban el riesgo de que se restringiera el crédito bancario a los hogares y las sociedades no financieras de la zona. El gráfico A muestra el aumento de las tensiones en los mercados monetarios de la zona del euro desde julio de 2011, como quedó reflejado en los mayores niveles de volatilidad de estos mercados y en los incrementos de las primas de riesgo de crédito.

Para ayudar a evitar tales restricciones de crédito y asegurar que la política monetaria del BCE sigue transmitiéndose eficazmente a la economía real, y, con ello, preservar la estabilidad de precios en la zona del euro, el 8 de diciembre de 2011, el Consejo de Gobierno del BCE decidió aplicar medidas de política monetaria no convencionales adicionales. El paquete de medidas acordado incluía la realización de dos operaciones de financiación a plazo más largo (OFPML) con vencimiento a tres años y la opción de reembolso anticipado.

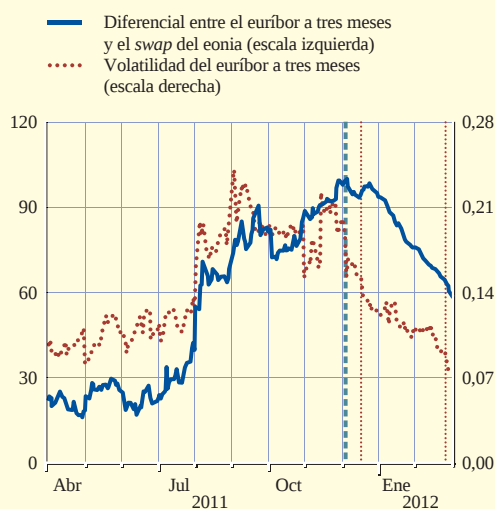
En la primera de esas operaciones, realizada el 21 de diciembre de 2011, se proporcionaron 489,2 mm de euros a 523 entidades de crédito. Este importe, que incluía 45,7 mm de euros traspasados de la OFPML a doce meses adjudicada en octubre de 2011, se tradujo en una inyección de liquidez en términos netos por un importe de 210 mm de euros esa semana. En la segunda operación, que se efectuó el 29 de febrero de 2012, se adjudicaron 529,5 mm de euros a 800 entidades de crédito, además de los 6,5 mm de euros adjudicados en la OFPML regular a tres meses llevada a cabo en esa misma fecha. Si también se tienen en cuenta los 29,5 mm de euros adjudicados en la OPF semanal, el Eurosistema proporcionó 565,5 mm de euros en estas tres operaciones de liquidez. Esto debe considerarse en el contexto de las operaciones que vencían esa semana, cuyo importe total ascendió a 254,9 mm de euros.

El análisis realizado, junto con la información anecdótica facilitada por las entidades de crédito, sugiere que las consideraciones de financiación desempeñaron un destacado papel en el comportamiento de las entidades al solicitar fondos en las OFPML a tres años¹. El gráfico B muestra una relación positiva entre los diferenciales de los bonos bancarios en el momento de la emisión (considerando tanto bonos garantizados como no garantizados) y los importes solicitados por las entidades de crédito en las dos OFPML a tres años en porcentaje de sus activos totales. No obstante, un número considerable de entidades que presentaron pujas en las OFPML mencionadas no emitieron valores de renta fija en 2011. El gráfico sugiere que incluso si una entidad hubiese logrado obtener financiación a más largo plazo en el mercado de renta fija podría haber seguido teniendo un fuerte incentivo para recurrir a la financiación del Eurosistema, ya que conlleva un coste más reducido. Al mismo tiempo, estas condiciones de financiación aumentan el atractivo para los bancos de las oportunidades de

1 Para un análisis de la primera operación, véase el recuadro 4, titulado «Efecto de la primera operación de financiación a plazo más largo con vencimiento a tres años», *Boletín Mensual*, BCE, enero de 2012.

Gráfico A Diferencial y volatilidad del mercado monetario de la zona del euro

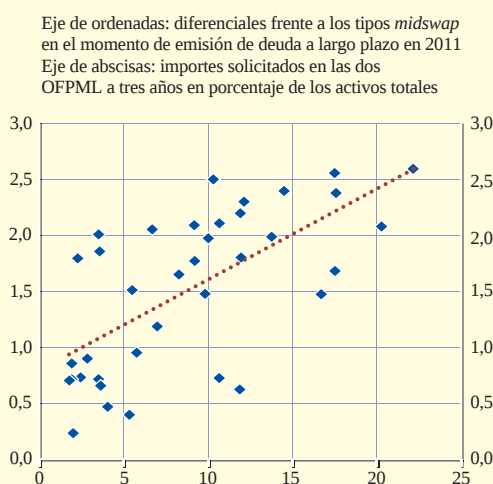
(puntos básicos; porcentajes)



Fuentes: BCE, Bloomberg y Thomson Reuters.
Notas: La línea vertical verde señala el anuncio de las dos OFPML a tres años el 8 de diciembre de 2011. Las dos líneas rojas indican la adjudicación de las dos OFPML a tres años el 21 de diciembre de 2011 y el 29 de febrero de 2012, respectivamente.

Gráfico B Primas de riesgo de las entidades de crédito y comportamiento de las entidades en las subastas (para las entidades con acceso a los mercados en 2011)

(porcentajes)



Fuentes: BCE, Fitch Ratings y DCM Dealogic.

inversión y de concesión de crédito. Esto corrobora la opinión del Consejo de Gobierno de que estas medidas contribuirán a que se eliminen los obstáculos de acceso a la financiación por parte de la economía real.

Al mejorar las condiciones de financiación de las entidades de crédito, el BCE puede haber evitado una venta desordenada de activos, lo que habría sometido a tensiones a determinados sectores de los mercados financieros. Las OFPML a tres años también pueden haber ayudado a limitar los efectos de contagio de la crisis de la deuda soberana a los mercados de crédito y a los mercados financieros en general. Además, han mejorado el clima de los mercados para una amplia gama de activos y han contribuido a la reapertura gradual de algunos segmentos del mercado anteriormente cerrados. El gráfico C muestra la reducción general de las primas de riesgo de crédito en los mercados de deuda, medidas por los diferenciales de los seguros de riesgo de crédito (CDS), después de las OFPML. No obstante, esto también debe considerarse en el contexto de los procesos de consolidación fiscal que se están llevando a cabo en la zona del euro y de las señales recientes de estabilización económica.

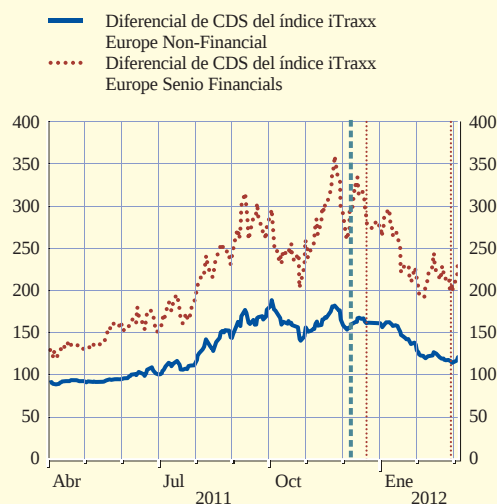
Es posible que transcurran varios meses para que el pleno efecto positivo en el crédito bancario concedido a los hogares y las sociedades no financieras sea evidente en los datos monetarios. Por tanto, el crecimiento monetario y crediticio podría seguir siendo moderado durante algún tiempo, antes de fortalecerse como consecuencia de estas OFPML a tres años (aunque los datos recientes sobre el crecimiento monetario y crediticio también han de considerarse en el contexto de la debilidad de la actividad económica en estos momentos).

El BCE tiene a su disposición todos los medios necesarios para asegurar que la orientación de su política monetaria conduce a la estabilidad de precios en la zona del euro. Además, para gestionar las repercusiones generadas, en términos de riesgo, por la expansión correspondiente de su balance, el Eurosistema revisa continuamente los criterios de admisión de los activos de garantía y su sistema de control de riesgos. Por otra parte, la aplicación de medidas conservadoras de control de riesgos, como recortes, en todas las operaciones de política monetaria, garantiza que la posición financiera del Eurosistema siga siendo sólida.

El período analizado se caracterizó por unos elevados niveles de exceso de liquidez, y el recurso medio diario a la facilidad de depósito en los tres períodos de mantenimiento de reservas abarcados (es decir, el duodécimo período de mantenimiento de 2011 y el primer y segundo período de mantenimiento de 2012) se situó en 462 mm de euros, frente a un total de 204 mm de euros en los tres períodos de mantenimiento anteriores (véase también el recuadro 4).

Gráfico C Diferenciales de los seguros de riesgo de crédito (CDS) de las sociedades financieras y no financieras

(puntos básicos)



Fuentes: JP Morgan y cálculos del BCE.

Notas: La línea vertical verde señala el anuncio de las dos OFPML a tres años el 8 de diciembre de 2011. Las dos líneas rojas verticales indican la adjudicación de las dos OFPML a tres años el 21 de diciembre de 2011 y el 29 de febrero de 2012, respectivamente. Los diferenciales de los seguros de riesgo de crédito se refieren a valores a cinco años de reciente emisión.

Recuadro 4

SITUACIÓN DE LIQUIDEZ Y OPERACIONES DE POLÍTICA MONETARIA EN EL PERÍODO COMPRENDIDO ENTRE EL 9 DE NOVIEMBRE DE 2011 Y EL 14 DE FEBRERO DE 2012

En este recuadro se describen las operaciones de mercado abierto realizadas por el BCE durante los períodos de mantenimiento de reservas que finalizaron el 13 de diciembre de 2011, el 17 de enero de 2012 y el 14 de febrero de 2012. Durante el período analizado, todas las operaciones de financiación en euros siguieron llevándose a cabo mediante procedimientos de subasta a tipo de interés fijo con adjudicación plena.

El 8 de diciembre de 2011, el Consejo de Gobierno decidió adoptar nuevas medidas de apoyo al crédito destinadas a dar respaldo al préstamo bancario y la liquidez en el mercado monetario de la zona del euro. En particular, decidió:

- realizar dos operaciones de financiación a plazo más largo (OFPML) complementarias, de inyección de liquidez, con vencimiento aproximado de tres años y con la opción de reembolso anticipado al cabo de un año —la primera de estas operaciones fue adjudicada el 21 de diciembre de 2011 (en sustitución de la OFPML a trece meses anunciada el 6 de octubre de 2011, cuya adjudicación estaba prevista para dicha fecha) y la segunda se adjudicó el 29 de febrero de 2012—;
- reducir el coeficiente de reservas del 2 % al 1 % a partir del período de mantenimiento de reservas que comenzaría el 18 de enero de 2012;
- interrumpir las operaciones de ajuste llevadas a cabo el último día de cada período de mantenimiento, a partir del período de mantenimiento que comenzaría el 14 de diciembre de 2011, y
- adoptar medidas para aumentar la disponibilidad de activos de garantía.

Además, dado que otras operaciones vencían cerca del comienzo de las dos OFPML a tres años, el Consejo de Gobierno decidió llevar a cabo dos operaciones de ajuste de provisión de liquidez a un día, los días 20 de diciembre de 2011 y 28 de febrero de 2012.

Por último, durante el período analizado, los tipos de interés oficiales del BCE se redujeron en 25 puntos básicos en dos ocasiones, tras las correspondientes decisiones adoptadas por el Consejo de Gobierno.

Necesidades de liquidez del sistema bancario

En el período considerado, las necesidades diarias agregadas de liquidez del sistema bancario —definidas como la suma de los factores autónomos, las exigencias de reservas y el exceso de reservas (es decir, los saldos en cuenta corriente por encima de las exigencias de reservas)— ascendieron, en promedio, a 433,5 mm de euros, lo que representa un descenso de 18,9 mm de euros con respecto a la media diaria de los tres períodos de mantenimiento anteriores (esto es, el período comprendido entre el 10 de agosto y el 8 de noviembre de 2011).

La disminución de las necesidades de liquidez se debió, principalmente, a un descenso de las reservas obligatorias. Hasta el 17 de enero de 2012, el nivel diario de las exigencias de reservas fue de 207 mm

de euros. En el último período de mantenimiento considerado, este nivel diario cayó hasta 103,3 mm de euros, como consecuencia de la citada decisión de reducir el coeficiente de reservas del 2 % al 1 %. Durante el período analizado, el valor medio de los factores autónomos aumentó 5,1 mm de euros, hasta situarse en 251 mm de euros. Además, el valor medio diario del exceso de reservas fue de 4,8 mm de euros, lo que representa un incremento con respecto a los 2,5 mm de euros de los tres períodos de mantenimiento anteriores (véase gráfico A)¹.

Oferta de liquidez

En el período analizado, la liquidez neta total proporcionada a través de operaciones de mercado abierto ascendió, en promedio, a 802 mm de euros, lo que supone un incremento de 186,7 mm de euros con respecto a los tres períodos de mantenimiento anteriores. Las operaciones de subasta² aportaron un promedio de 530,3 mm de euros, 121,8 mm de euros más que en el período de referencia anterior, principalmente como consecuencia del aumento de la liquidez inyectada mediante las operaciones de financiación a plazo más largo.

En comparación con el período de análisis anterior, la liquidez proporcionada, en promedio, en las operaciones de financiación especiales con plazo de un período de mantenimiento, y en las operaciones de financiación a plazo más largo con vencimiento a tres meses disminuyó en 18,4 mm de euros y 104,2 mm de euros, respectivamente. En cambio, la liquidez media inyectada en las operaciones principales de financiación a una semana aumentó en 8,3 mm de euros. Durante el período considerado, solo había una operación de financiación a plazo más largo con vencimiento a doce meses viva (11,2 mm de euros). Por último, a través de la operación de financiación a plazo más largo con vencimiento a tres años, que se liquidó el 22 de diciembre de 2011, se inyectó un volumen significativo de liquidez, por valor de 489,2 mm de euros (véase cuadro).

Gráfico A Saldos en cuentas corrientes de las entidades de crédito por encima de las exigencias de reservas

(mm de euros; nivel medio en cada período de mantenimiento)



Fuente BCE.

- 1 Para más información sobre los factores que influyen en el exceso de reservas, véase el recuadro titulado «Exceso de reservas e instrumentación de la política monetaria del BCE», *Boletín Mensual*, BCE, octubre de 2005.
- 2 Las operaciones de subasta comprenden las operaciones principales de financiación, las operaciones de financiación a plazo más largo y las operaciones de ajuste. Estas últimas pueden ser de inyección o de absorción de liquidez.

Operaciones de provisión de liquidez entre el 9 de noviembre de 2011 y el 14 de febrero de 2012

Operaciones de provisión de liquidez	Operaciones principales de financiación	Operaciones de financiación a plazo especial	Operaciones de financiación a plazo más largo a tres meses	Operaciones de financiación a plazo más largo a seis meses	Operaciones de financiación a plazo más largo a un año	Operaciones de financiación a plazo más largo a tres años
Media diaria (mm de euros)	179,9	45,6	157,4	49,4	11,2	489,2

Fuente: BCE.

En conjunto, los dos programas de adquisiciones de bonos garantizados (CBPP y CBPP2, en sus siglas en inglés) y el programa para los mercados de valores proporcionaron liquidez por un importe medio de 271,7 mm de euros en el período analizado, en comparación con un promedio de 206,7 mm de euros en los tres períodos de mantenimiento anteriores.

La liquidez proporcionada a través del CBPP, cuyas últimas adquisiciones se realizaron el 30 de junio de 2010, se situó en 57,6 mm de euros el 14 de febrero de 2012, ligeramente por debajo de los 59,4 mm de euros del período de referencia anterior, como consecuencia del vencimiento de importes. El 14 de febrero de 2012, las adquisiciones liquidadas en el marco del CBPP2 ascendieron a 5,8 mm de euros, mientras que el importe neto de las liquidadas al amparo del programa para los mercados de valores se situó en 219,3 mm de euros, frente a los 185,3 mm de euros registrados el 8 de noviembre de 2011. Paralelamente, las operaciones semanales neutralizaron toda la liquidez proporcionada mediante este último programa, absorbiendo 206,7 mm de euros, en promedio, en el período analizado.

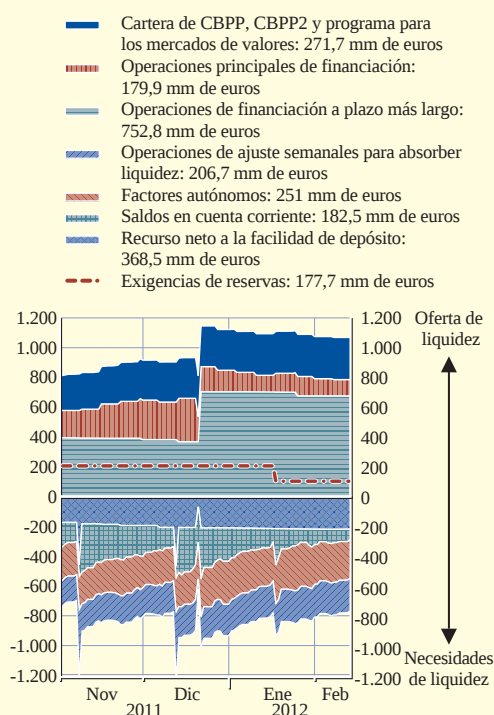
De acuerdo con la mencionada decisión de interrumpir las operaciones de ajuste llevadas a cabo el último día de cada período de mantenimiento, la última operación de este tipo se realizó el 13 de diciembre de 2011 y sirvió para absorber 258 mm de euros (véase gráfico B). Además, como se ha indicado anteriormente, el 20 de diciembre de 2011 se inyectaron 141,9 mm de euros mediante una operación de ajuste de provisión de liquidez a un día.

Uso de las facilidades permanentes

En general, el aumento de la oferta y la ligera disminución de las necesidades de liquidez se tradujeron en un exceso de liquidez que, en promedio, ascendió a 373,4 mm de euros en el período considerado (frente a 164,3 mm de euros en el período de referencia anterior). El recurso a la facilidad marginal de crédito se incrementó de 1,4 mm de euros, en promedio, en los tres períodos de mantenimiento anteriores a 4,4 mm de euros, en promedio, durante el período analizado. Este aumento fue más acusado durante el segundo de los tres períodos de mantenimiento analizados (en el que el promedio fue de 6 mm de euros). Al mismo tiempo, en consonancia con la situación de abundancia de liquidez imperante, el recurso medio a la facilidad de depósito pasó de 161,7 mm de euros en el período de referencia anterior a 372,9 mm de euros en el período analizado. El recurso neto medio a la facilidad de depósito³ ascendió a 368,5 mm de euros, siendo el incremento particularmente notable en el último de los períodos de mantenimiento analizados.

Gráfico B Necesidades de liquidez del sistema bancario y oferta de liquidez

(mm de euros; al lado de cada rúbrica se muestran las medias diarias para todo el período)



Fuente: BCE.

3 El recurso neto a la facilidad de depósito es igual a la diferencia entre el recurso a la facilidad de depósito y el recurso a la facilidad marginal de crédito a lo largo del período, incluidos los fines de semana.

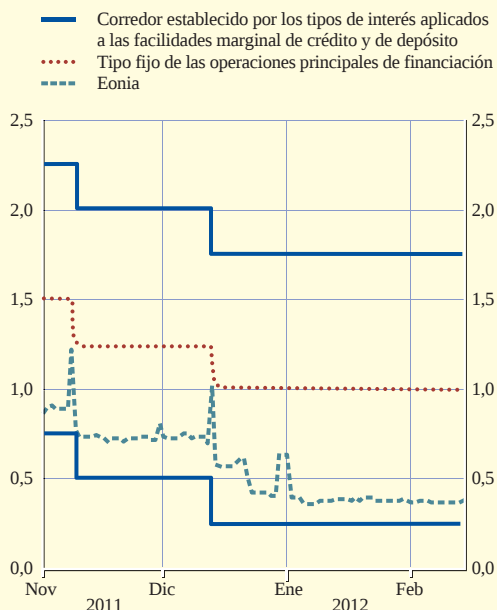
Tipos de interés

Durante el período analizado, los tipos de interés de las operaciones principales de financiación, de la facilidad de depósito y de la facilidad marginal de crédito se redujeron 25 puntos básicos el 9 de noviembre de 2011 y otro tanto el 14 de diciembre de 2011, situándose en el 1 %, el 1,75 % y el 0,25 %, respectivamente, al término del citado período.

Dado que la liquidez siguió siendo abundante en el período considerado, el eonia y otros tipos del mercado monetario a muy corto plazo se mantuvieron bastante estables y muy por debajo del tipo de interés de las operaciones principales de financiación (véase gráfico C). El eonia se situó en una media del 0,53 % en el período analizado, habiendo fluctuado entre el 0,35 % y el 1,01 %.

Gráfico C El eonia y los tipos de interés del BCE

(tipos de interés diarios, en porcentaje)



Fuente: BCE.

2.4 MERCADOS DE RENTA FIJA

Entre finales de noviembre de 2011 y principios de marzo de 2012, el rendimiento de la deuda pública a largo plazo de la zona del euro con calificación AAA experimentó un descenso considerable, mientras que el de la deuda pública correspondiente de Estados Unidos solo disminuyó ligeramente. La evolución de los mercados de deuda pública en este período parece haber reflejado diversos factores. En la zona del euro, el rendimiento de la deuda se redujo en un entorno de adopción de medidas de política económica positivas encaminadas a resolver la crisis de la deuda soberana. Las noticias económicas y financieras divergentes publicadas, entre las que se incluía la rebaja de la calificación crediticia de varios países de la zona del euro, no parecen haber afectado de manera significativa al clima de los mercados. En Estados Unidos, el clima favorable de los mercados se debió a la publicación de datos macroeconómicos, en general, mejores de lo esperado. La incertidumbre en torno a la evolución futura de los mercados de renta fija, medida por la volatilidad implícita de estos mercados, se moderó notablemente durante el período analizado, especialmente en la zona del euro. Los indicadores basados en los mercados sugieren que las expectativas de inflación siguen siendo plenamente acordes con la estabilidad de precios.

Entre finales de noviembre de 2011 y el 7 de marzo de 2012, el rendimiento de la deuda pública a largo plazo de la zona del euro con calificación AAA disminuyó 50 puntos básicos y se situó en el 2,5 % al final del período. Este descenso fue generalizado en todos los países de la zona con calificación AAA. En Estados Unidos, el rendimiento de los bonos a largo plazo se redujo ligeramente, 9 puntos básicos, en ese mismo período, situándose en el 2 % el 7 de marzo (véase gráfico 25). Por consiguiente, el diferencial de

tipos de interés nominales entre el rendimiento de la deuda pública a diez años de la zona del euro y el de la correspondiente deuda de Estados Unidos se redujo 41 puntos básicos durante el período analizado. En Japón, el rendimiento de la deuda pública a diez años cayó 9 puntos básicos en el mismo período, situándose en el 1 % el 7 de marzo.

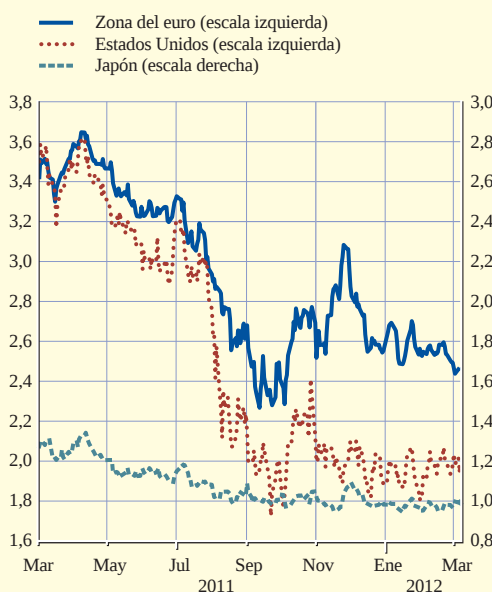
La evolución de los mercados de deuda pública durante este período parece reflejar diversos factores. En Estados Unidos, el clima favorable de los mercados fue consecuencia, en general, de la publicación de datos macroeconómicos mejores de lo esperado. Sin embargo, el anuncio del Comité de Operaciones de Mercado Abierto de la Reserva Federal de finales de enero de que es probable que la situación económica justifique unos niveles excepcionalmente reducidos de los tipos de interés de los fondos federales al menos hasta finales de 2014 puede haber moderado las presiones al alza sobre el rendimiento de la deuda pública a largo plazo. En la zona del euro, las noticias económicas y financieras divergentes publicadas, entre las que se incluía la rebaja de la calificación crediticia de varios países de la zona del euro, no parecen haber afectado sensiblemente al clima de los mercados de renta fija. Más bien, durante el período de referencia, los mercados de renta fija de la zona parecieron centrarse en lo que se percibió como medidas positivas de política económica encaminadas a resolver la crisis de la deuda soberana. A este respecto, las decisiones adoptadas en la reunión de jefes de Estado o de Gobierno de los países de la zona del euro del 30 de enero parecen haber sido determinantes, también en lo que se refiere al establecimiento de un «pacto presupuestario», el adelanto de la entrada en vigor del mecanismo permanente de gestión de crisis de la zona y el acuerdo sobre un nuevo programa multilateral de ajuste para Grecia que incluye la reestructuración de la deuda soberana de este país. El clima en los mercados de renta fija de la zona del euro durante el período considerado también parece haberse visto favorecido por las operaciones de financiación a plazo más largo a tres años del Eurosistema de diciembre de 2011 y febrero de 2012.

Como consecuencia de la evolución descrita anteriormente, la incertidumbre de los inversores acerca de la trayectoria a corto plazo de los mercados de renta fija, medida por la volatilidad implícita obtenida de las opciones, disminuyó considerablemente durante el período analizado, especialmente en el caso de la zona del euro, donde la citada volatilidad cayó en torno al 40 % en el período transcurrido entre finales de noviembre de 2011 y principios de marzo de 2012, descendiendo hasta niveles no observados desde mediados de 2011.

Durante el período analizado, los diferenciales de rendimiento de la deuda soberana de la zona del euro frente a Alemania mostraron una evolución dispar, debido, en parte, a que la demanda de activos «refugio» (aproximada por las elevadas primas de liquidez de la deuda pública alemana en relación con las de bonos de institutos públicos de financiación) siguió siendo intensa, ejerciendo significativas presiones a la baja sobre el

Gráfico 25 Rendimiento de la deuda pública a largo plazo

(porcentajes; datos diarios)



Fuentes: EuroMTS, BCE, Bloomberg y Thomson Reuters.

Notas: El rendimiento de la deuda pública a largo plazo se refiere a los bonos a diez años o con vencimiento más próximo a este plazo. «Zona euro» se refiere al rendimiento a la par de la deuda a diez años con calificación AAA de las Administraciones centrales de la zona del euro. Para más información, véase <http://www.ecb.europa.eu/stats/money/yc/html/index.en.html>.

rendimiento de la deuda soberana alemana durante el período (véase también el recuadro 5). La evolución de los diferenciales de rendimiento de otros emisores soberanos con calificación AAA frente a Alemania fue divergente. Los diferenciales de rendimiento de los países sin calificación AAA con respecto a Alemania mostraron un patrón más evidente, tendiendo a estrecharse para la mayoría de los países excepto Grecia. Durante el período de referencia, varios emisores soberanos de la zona del euro vieron reducida la solvencia percibida como consecuencia de la rebaja de la calificación crediticia por parte de una o más de las tres agencias de calificación más importantes. En este contexto, cabe destacar la pérdida de la calificación AAA por parte de Francia y Austria decidida por S&P, y el hecho de que, tras un recorte de la calificación de Portugal por esta agencia en enero, las tres agencias de calificación principales consideran ahora que la calificación de su deuda soberana es inferior al grado de inversión. La oferta de intercambio de deuda prevista por Grecia, destinada a reducir la carga de su deuda soberana, también provocó rebajas de la calificación de los bonos soberanos griegos por parte de las tres agencias de calificación más importantes. No obstante, salvo en Grecia, las diversas decisiones sobre las calificaciones crediticias no parecen haber causado un efecto al alza sostenido en los diferenciales de rendimiento de la deuda soberana. De hecho, los diferenciales de rendimiento de la deuda soberana de Italia registraron la mayor reducción entre los países de la zona del euro (-166 puntos básicos) pese a la rebaja acordada por las tres agencias de calificación principales. En cuanto a Portugal, el diferencial de rendimiento de la deuda soberana aumentó tras la decisión de S&P, lo que, unido a los efectos de contagio negativos procedentes de Grecia, hizo que el rendimiento de los bonos soberanos alcanzara máximos históricos a finales de enero de 2012. Sin embargo, la mayor parte de esta evolución al alza ha revertido desde entonces y, el 7 de marzo, los diferenciales de rendimiento de la deuda soberana portuguesa frente a Alemania se situaban solo ligeramente por encima de los registrados a finales de noviembre de 2011. Además, la información anecdótica procedente de los mercados sugiere que la demanda de deuda soberana de algunos países de la zona del euro fue elevada en previsión de la segunda operación de financiación a plazo más largo a tres años del Eurosistema, que también contribuyó a la evolución favorable de los mercados de renta fija en los países en cuestión.

Recuadro 5

EVOLUCIÓN DE LA EMISIÓN Y DE LOS DIFERENCIALES DE RENDIMIENTO DE LA DEUDA PÚBLICA DE LA ZONA DEL EURO

En este recuadro se examina brevemente la evolución de la emisión y de los diferenciales de rendimiento de la deuda pública de la zona del euro en 2011. La tasa de crecimiento interanual del saldo vivo de la deuda emitida por el sector de Administraciones Públicas de la zona del euro disminuyó hasta el 5,4 % en 2011, en comparación con el 7,5 % de 2010 y el 11,1 % de 2009 (véase cuadro A). La caída de esta tasa refleja los esfuerzos de saneamiento realizados en la zona del euro y las escasas

Cuadro A Tasas de crecimiento interanual de la deuda pública de la zona del euro

(porcentajes; fin de período)

	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Total Administraciones						
Públicas	2,5	2,8	8,1	11,1	7,5	5,4
Largo plazo	3,4	2,3	3,7	9,7	10,4	7,3
Tipo fijo	3,4	2,0	3,5	9,7	9,7	6,4
Tipo variable	3,4	5,4	5,1	6,4	17,8	17,7
Corto plazo	-8,8	9,6	61,9	23,0	-11,1	-9,1

Fuente: BCE.

Cuadro B Composición de los saldos vivos de la deuda pública de la zona del euro

(porcentaje de la deuda pública total; fin de período)

	2006	2007	2008	2009	2010	2011
<i>Largo plazo</i>	92,9	92,5	88,8	87,3	88,0	89,6
Tipo fijo	83,9	83,2	79,7	78,3	78,2	79,0
Tipo variable	8,0	8,2	8,1	7,8	8,5	9,5
<i>Corto plazo</i>	7,1	7,5	11,2	12,7	12,0	10,4
Total Administraciones Públicas (mm de euros)	4.710,7	4.841,8	5.266,2	5.887,1	6.485,5	6.840,6

Fuente: BCE.

emisiones a largo plazo llevadas a cabo por los países acogidos a los programas de ajuste de la UE y el FMI. En cuanto a la composición de la emisión, la tasa de crecimiento de la deuda pública a corto plazo continuó siendo negativa y se situó en el -9,1 % en 2011, frente al -11,1 % de 2010 y el 23 % de 2009. La tasa de crecimiento de la emisión de deuda pública a largo plazo a tipo de interés variable se mantuvo alta en 2011, en el 17,7 %, debido, principalmente, a factores especiales en Alemania.

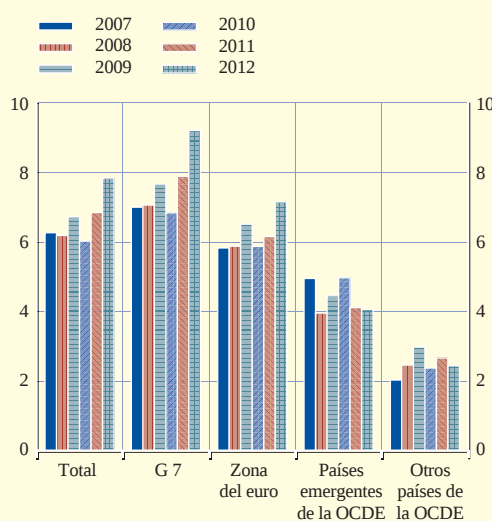
En 2011, los Gobiernos de la zona del euro afrontaron unas dificultades de financiación sin precedentes, y los tres países cubiertos por los programas de ajuste de la UE y el FMI tuvieron escaso acceso a la financiación en los mercados. A pesar de la complicada situación del mercado, los Gobiernos de la mayoría de los países de la zona consiguieron emitir valores a largo plazo sin fuertes presiones para aumentar su recurso a la financiación a corto plazo. Sin embargo, las emisiones a largo plazo se realizaron en condiciones muy diferentes en los distintos países. La proporción de deuda a largo plazo a tipo de interés fijo se mantuvo prácticamente sin cambio, situándose en el 79 % a finales de 2011. La proporción de deuda a corto plazo descendió y se colocó en el 10,4 % al cierre de 2011 (véase cuadro B). Los Gobiernos se han centrado más en reducir los riesgos de refinanciación durante la crisis, lo que supone alargar el plazo de las nuevas emisiones y limitar el uso de la deuda a corto plazo.

Las amortizaciones de deuda a medio y largo plazo se han mantenido en niveles bastante bajos y estables desde el comienzo de la crisis (véase gráfico A). En cuanto al futuro, las amortizaciones aumentarán en la zona del euro y en la mayoría de los países desarrollados en 2012. Se espera que la elevada actividad emisora observada desde 2008 prosiga, dada la creciente carga por refinanciación de la deuda a su vencimiento, a la que se suman déficits continuados. Por tanto, es importante que los Gobiernos sigan centrándose en reducir los riesgos de refinanciación y cumplan sus estrategias de saneamiento, con el fin de corregir de forma duradera los déficits excesivos y de recuperar la confianza de los mercados financieros.

Los diferenciales entre el rendimiento de la deuda pública a largo plazo de los países de la zona del euro y el de los bonos alemanes correspondientes se

Gráfico A Amortizaciones de deuda a medio y largo plazo emitida por las Administraciones centrales

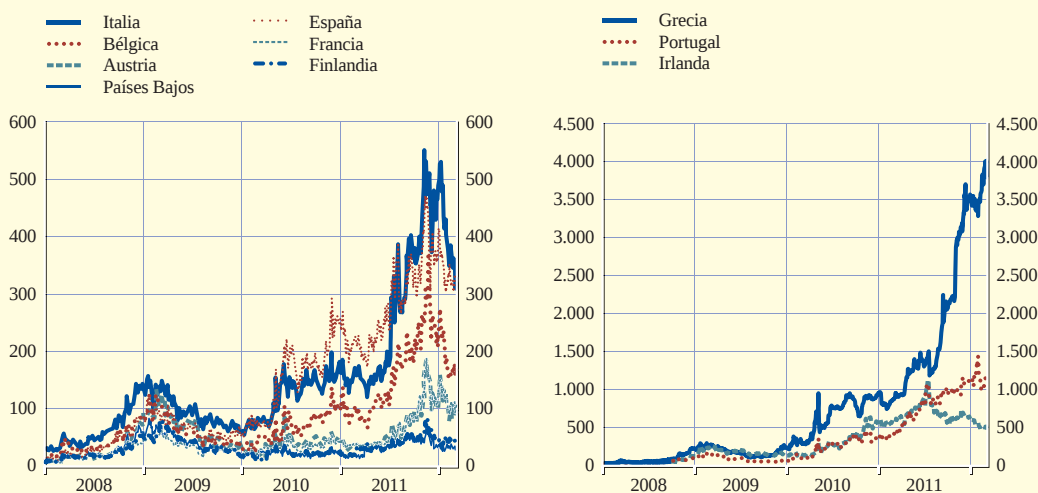
(en porcentaje del PIB)



Fuente: OECD Sovereign Borrowing Outlook 2012.
Nota: Datos basados en encuestas a las entidades gestoras de la deuda de las Administraciones centrales.

Gráfico B Diferenciales de rendimiento de la deuda pública frente a los bonos alemanes

(datos diarios; puntos básicos)



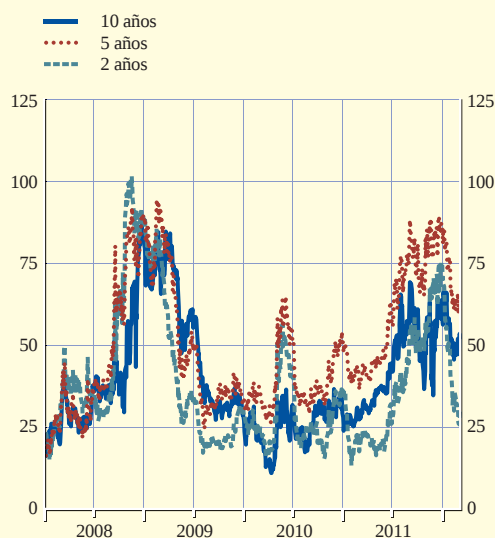
Fuentes: Bloomberg, Thomson Reuters y cálculos del BCE.
Nota: Los datos corresponden a la deuda pública a diez años.

ampliaron significativamente en 2011, como se ilustra en el gráfico B, que muestra los diferenciales frente a Alemania. Estos diferenciales registraron su nivel más elevado en noviembre de 2011, y desde entonces se han reducido en la mayoría de los países, aunque en algunos continúan siendo altos, lo que indica que se mantienen el riesgo y la incertidumbre.

Las diferencias entre el rendimiento de la deuda pública de los distintos países de la zona del euro reflejan, en última instancia, las diferencias en las primas de liquidez y de riesgo de crédito. Generalmente, se considera que los bonos alemanes son los más líquidos de toda la deuda pública de la zona del euro, por lo que atraen una demanda considerable por parte de los inversores que buscan activos líquidos de elevada calidad en épocas de intensificación de la incertidumbre y de las tensiones en los mercados. Esto explica, en parte, el motivo por el que los diferenciales de la deuda soberana frente a Alemania se han ampliado incluso en el caso de países que se percibe que tienen variables fiscales fundamentales similares. Este factor también se manifiesta en el aumento sustancial de las primas de liquidez, que reducen el rendimiento de la deuda pública alemana frente al rendimiento de la deuda emitida con garantías del Gobierno alemán (véase gráfico C). Desde principios de 2012, las primas de liquidez han comenzado a caer, en un entorno de disminución de las tensiones en los mercados.

Gráfico C Primas de liquidez de la deuda pública alemana

(datos diarios; puntos básicos)



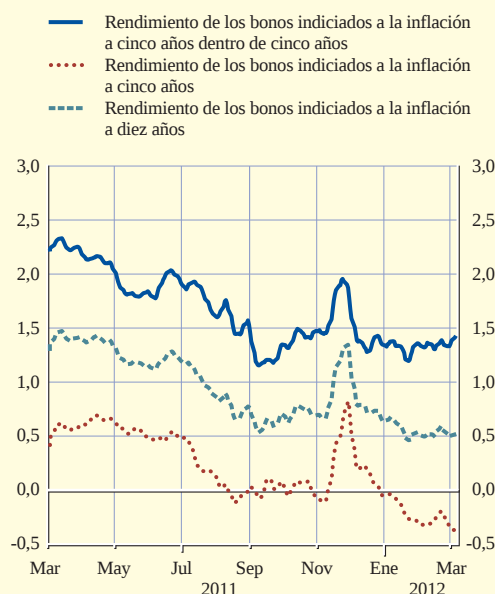
Fuentes: Bloomberg y cálculos del BCE.
Nota: Los datos corresponden a los diferenciales cupón cero entre el rendimiento de los bonos emitidos por un instituto público de financiación y garantizados por el Gobierno (Kreditanstalt für Wiederaufbau) y el rendimiento de la deuda pública alemana.

En síntesis, aunque los diferenciales de rendimiento de la deuda pública frente a Alemania se han estrechado recientemente, siguen siendo elevados en el caso de algunos países, lo que indica que continúan el riesgo y la incertidumbre en los mercados. La emisión de valores por parte de los Gobiernos de la zona del euro ha ido aumentando desde el estallido de la crisis financiera, especialmente en lo que respecta a las emisiones a corto plazo. En los dos últimos años, los Gobiernos han comenzado a sustituir la deuda a corto plazo por deuda a largo plazo. Sin embargo, el riesgo asociado a la refinanciación de la deuda todavía es alto, y es importante de los Gobiernos continúen cumpliendo sus estrategias de saneamiento con el fin de corregir firmemente los déficits excesivos y de recuperar la confianza de los mercados financieros.

En cuanto a las medidas de las expectativas de inflación basadas en los mercados, el rendimiento de la deuda pública de la zona del euro a cinco años indiciada a la inflación ha disminuido desde finales de noviembre de 2011, y a principios de marzo de 2012 se situaba en niveles negativos, mientras que el de la deuda a diez años correspondiente también mostró una tendencia a la baja en ese mismo período (véase gráfico 26). El 7 de marzo, el rendimiento real *spot* a cinco y diez años se situaba en torno al $-0,4\%$ y el $0,6\%$, respectivamente. En el período analizado, los tipos *swap* indiciados a la inflación implícita (a cinco años dentro de cinco años) de la zona del euro experimentaron un aumento moderado, de 8 puntos

Gráfico 26 Rendimiento de los bonos cupón cero indiciados a la inflación de la zona del euro

(porcentajes; datos diarios de medias móviles de cinco días; datos desestacionalizados)

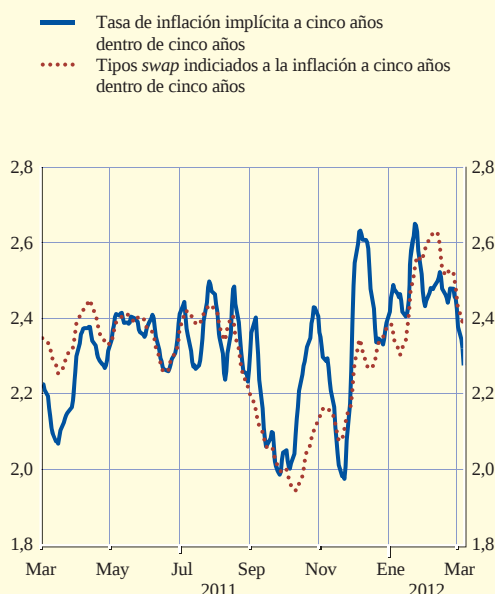


Fuentes: Thomson Reuters y cálculos del BCE.

Nota: Desde finales de agosto de 2011, los tipos reales se calculan como media ponderada por el PIB de los tipos reales de Francia y Alemania, estimados por separado. Antes de esa fecha, los tipos reales se calculaban estimando un curva combinada de rendimientos reales para Francia y Alemania.

Gráfico 27 Tasas de inflación implícitas en los bonos cupón cero de la zona del euro y tipos *swap* indiciados a la inflación

(porcentajes; datos diarios de medias móviles de cinco días; datos desestacionalizados)



Fuentes: Thomson Reuters y cálculos del BCE.

Nota: Desde finales de agosto de 2011, las tasas de inflación implícitas se calculan como media ponderada por el PIB de las tasas de inflación implícitas de Francia y Alemania, estimadas por separado. Antes de esa fecha, las tasas de inflación implícitas se calculaban comparando los rendimientos de la curva de rendimientos nominales de la deuda de la zona del euro con calificación AAA con una curva combinada de rendimientos reales obtenida a partir de la deuda pública indiciada a la inflación de Francia y Alemania.

básicos, situándose en el 2,4% el 7 de marzo (véase gráfico 27). En ese mismo período, las correspondientes tasas de inflación implícitas descendieron 38 puntos básicos y se situaron en el 2,2% el 7 de marzo.

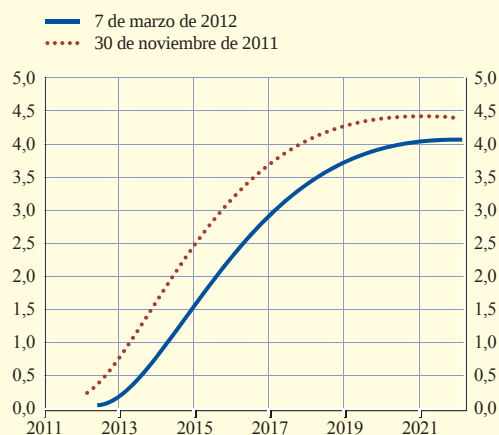
Las tasas de inflación implícitas han fluctuado considerablemente en los últimos meses, como consecuencia de la pronunciada volatilidad de los mercados de deuda pública y de las elevadas primas de liquidez. Por consiguiente, las expectativas de inflación obtenidas de los mercados de renta fija han sido menos fiables que las basadas en las señales procedentes de los mercados de *swaps* indicados a la inflación. Aunque los mercados de *swaps* indicados a la inflación son relativamente más estables, no han permanecido inmunes a las tensiones registradas en los mercados, y el aumento de los tipos *swap* indicados a la inflación observado en los últimos meses (especialmente en el segmento de cinco años dentro de cinco años) es reflejo, en cierta medida, del incremento de las primas de riesgo de inflación. En conjunto, teniendo en cuenta la volatilidad de los mercados y las distorsiones existentes en un entorno de primas de liquidez elevadas, pero también de altas primas de riesgo de inflación, los indicadores basados en los mercados indican que las expectativas de inflación siguen siendo plenamente acordes con la estabilidad de precios.

El patrón general de rendimiento de la deuda pública a largo plazo con calificación AAA de la zona del euro puede descomponerse en variaciones de las expectativas de tipos de interés (y de las primas de riesgo asociadas) en distintos horizontes (véase gráfico 28). En comparación con finales de noviembre, la estructura temporal de los tipos *forward* a corto plazo se ha desplazado a la baja para todos los vencimientos, lo que refleja ajustes a las expectativas de rendimiento y a las perspectivas relativas a la actividad económica y a la inflación.

Los diferenciales de los valores de renta fija privada con calificación de grado de inversión emitidos por las sociedades no financieras de la zona del euro disminuyeron moderadamente durante el período analizado. En comparación, los diferenciales de los valores de renta fija privada con la misma calificación emitidos por las instituciones financieras de la zona registraron un descenso mucho más pronunciado, especialmente en las categorías más bajas de la calificación de grado de inversión. Por ejemplo, el diferencial de los valores de renta fija privada de las instituciones financieras con calificación BBB se redujo a casi la mitad en el período considerado, con una caída de 558 puntos básicos, hasta situarse en 589 puntos básicos el 7 de marzo. El acusado estrechamiento de los diferenciales puede haber sido atribuible a una combinación de factores, entre los que se incluye la menor aversión al riesgo, aproximada por el diferencial de rendimiento de los valores de renta fija privada con calificación BBB frente a los valores correspondientes con calificación AAA, así como a la disminución de las presiones de financiación sobre las instituciones financieras tras las operaciones de financiación a plazo más largo del Euro-sistema. La perspectiva de unos efectos de contagio más limitados procedentes de emisores soberanos

Gráfico 28 Tipos de interés *forward* implícitos a un día en la zona del euro

(porcentajes; datos diarios)



Fuentes: BCE, EuroMTS (datos) y Fitch Ratings (calificaciones crediticias).

Nota: La curva de tipos *forward* implícitos que se obtiene a partir de la estructura temporal de los tipos de interés de mercado refleja las expectativas del mercado sobre los niveles de los tipos de interés a corto plazo en el futuro. El método utilizado para calcular las citadas curvas se explica en la sección «Euro area yield curve», del sitio web del BCE. Los datos utilizados para la estimación son los rendimientos de la deuda pública con calificación crediticia AAA de la zona del euro.

tras las decisiones adoptadas por los jefes de Estado o de Gobierno de la zona del euro en su reunión del 30 de enero puede haber sido otro factor coadyuvante a este respecto.

2.5 MERCADOS DE RENTA VARIABLE

Entre finales de noviembre de 2011 y principios de marzo de 2012, las cotizaciones bursátiles experimentaron un acusado aumento tanto en la zona del euro como en Estados Unidos. El clima positivo de los mercados parece haberse visto favorecido por la publicación de datos macroeconómicos generalmente mejores de lo esperado en Estados Unidos y por la renovada esperanza de encontrar una solución duradera a la crisis de la deuda soberana de la zona del euro. La mejora de las condiciones de financiación resultante de las operaciones de financiación a plazo más largo del Eurosistema también parece haber respaldado la evolución de los mercados de renta variable en la zona del euro, especialmente en lo que se refiere a los buenos resultados registrados por las cotizaciones del sector financiero. La incertidumbre de los mercados bursátiles, medida por la volatilidad implícita, disminuyó durante el período analizado hasta situarse en niveles no observados desde mediados de 2011.

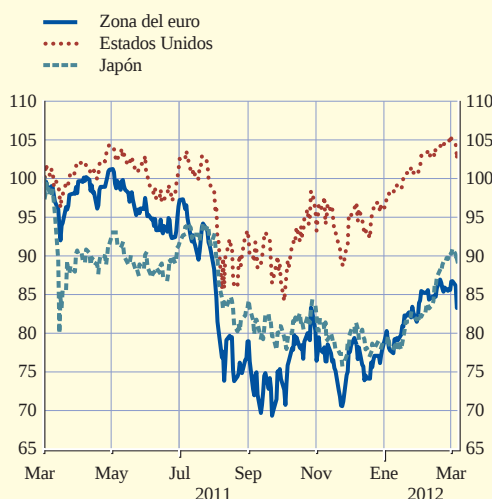
Entre finales de noviembre de 2011 y el 7 de marzo de 2012, las cotizaciones bursátiles experimentaron un acusado aumento tanto en la zona del euro como en Estados Unidos. Las cotizaciones de la zona del euro, medidas por el índice Dow Jones EURO STOXX amplio, se incrementaron un 7,3% durante el período considerado. En Estados Unidos, el índice Standard and Poor's 500 ascendió un 8,5% en el mismo período (véase gráfico 29). La evolución de las cotizaciones bursátiles en Japón también fue favorable y el índice Nikkei 225 registró un avance del 13,5%.

En Estados Unidos, el clima de los mercados de renta variable se vio favorecido por la publicación de datos macroeconómicos generalmente mejores de lo esperado, con señales incipientes de que la evolución positiva del crecimiento continuaría en los primeros meses de 2012. En comparación, los datos publicados en la zona del euro durante el período analizado fueron dispares, también en lo que respecta a las perspectivas a corto plazo de la actividad económica. Además, durante este período, las principales agencias de calificación crediticia rebajaron la solvencia de varios países de la zona y de instituciones financieras importantes, mientras que, en general, los informes sobre beneficios fueron desfavorables. No obstante, esta evolución no parece haber afectado sensiblemente al clima de los mercados.

En cambio, la evolución de los mercados de renta variable de la zona del euro mostró un tono positivo, en un contexto de renovada esperanza de que se encontraría una solución duradera a la crisis de la deuda soberana de la zona. A este respecto, la trayectoria de los mercados de renta variable de la zona del euro fue

Gráfico 29 Índices bursátiles

(índice: 1 de marzo de 2011 = 100; datos diarios)



Fuentes: Thomson Reuters.

Nota: Índice Dow Jones EURO STOXX amplio para la zona del euro, Standard & Poor's 500 para Estados Unidos y Nikkei 225 para Japón.

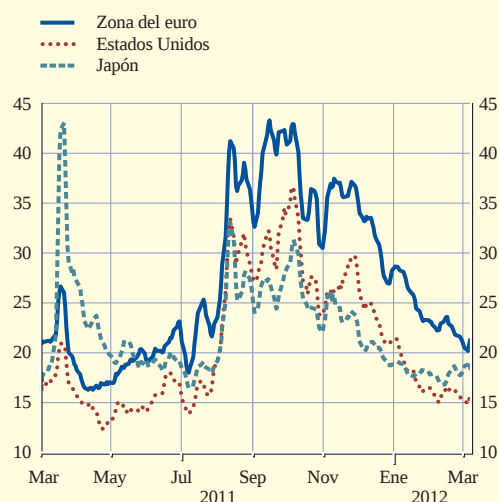
especialmente favorable en las vísperas de la reunión de jefes de Estado o de Gobierno de la zona celebrada el 30 de enero de 2012. Las decisiones adoptadas en la reunión para reforzar el marco presupuestario y de gestión de crisis de la zona, junto con la mejora de las perspectivas de que podría evitarse una reestructuración desordenada de la deuda griega, fueron acogidas positivamente, en general, por los participantes en el mercado. Además, la disminución de las presiones de financiación sobre las instituciones financieras de la zona tras las operaciones de financiación a tres años que llevó a cabo el Eurosistema en diciembre de 2011 y febrero de 2012 también parece haber respaldado a los mercados de renta variable de la zona durante el período analizado.

La incertidumbre de los mercados bursátiles se redujo considerablemente tanto en la zona del euro como en Estados Unidos durante el período de referencia, y la volatilidad implícita de estos mercados retrocedió hasta niveles no observados desde mediados de 2011 (véase gráfico 30), lo que es acorde con la evolución positiva anteriormente señalada, así como con la disminución asociada de la aversión al riesgo de los inversores.

A escala de sectores, la evolución de los mercados de renta variable de la zona del euro fue sólida, en general, durante el período de referencia, con la excepción de las cotizaciones del sector de telecomunicaciones y de agua, gas y electricidad (*utilities*) (véase cuadro 4). Los elevados beneficios registrados en los precios de las acciones del sector financiero parecieron verse respaldados por la disminución de

Gráfico 30 Volatilidad implícita de los mercados de renta variable

(porcentajes; media móvil de cinco días de datos diarios)



Fuente: Bloomberg.

Notas: Las series de volatilidad implícita representan la desviación típica esperada de las tasas de variación de las cotizaciones bursátiles en un período de hasta tres meses, implícitas en los precios de las opciones sobre índices de Bolsa. Los índices bursátiles a los que se refieren las volatilidades implícitas son el Dow Jones EURO STOXX 50 para la zona del euro, el Standard & Poor's 500 para Estados Unidos y el Nikkei 225 para Japón.

Cuadro 4 Variación de los precios del índice Dow Jones EURO STOXX, por sectores económicos

(porcentajes de los precios a fin de período)

	EURO STOXX	Materias primas	Servicios de consumo	Bienes de consumo	Petróleo y gas	Financiero	Sanidad	Industrial	Tecno- logía	Tele- comuni- caciones	Agua, gas, electric.
Participación del sector en la capitalización bursátil											
(datos a fin de período)	100,0	10,3	6,6	17,1	8,3	20,5	5,4	14,3	4,8	5,6	7,1
Variación de los precios											
(datos a fin de período)											
IV 2010	3,8	16,3	0,7	9,0	7,9	-7,0	-1,1	13,3	10,2	-4,7	2,9
I 2011	3,6	-0,3	-1,8	-3,2	8,4	8,5	4,8	4,4	5,0	6,0	3,5
II 2011	-1,7	3,0	-2,9	7,0	-6,2	-5,0	11,5	-1,3	-8,8	-6,5	-6,8
III 2011	-23,1	-28,9	-17,4	-20,0	-19,1	-30,9	-9,2	-27,4	-15,9	-14,4	-18,5
IV 2011	5,1	13,1	5,6	9,1	18,6	-1,8	11,3	6,5	1,9	-3,6	-4,3
Enero 2012	5,3	8,1	2,7	7,2	2,1	9,3	1,5	6,7	8,3	-3,5	-0,9
Febrero 2012	4,3	6,2	2,8	5,5	3,5	4,9	-1,1	5,7	8,7	-0,8	2,4
30 nov 11-07 mar 12	7,3	10,5	1,5	11,8	7,1	11,6	8,4	9,4	10,5	-10,6	-2,6

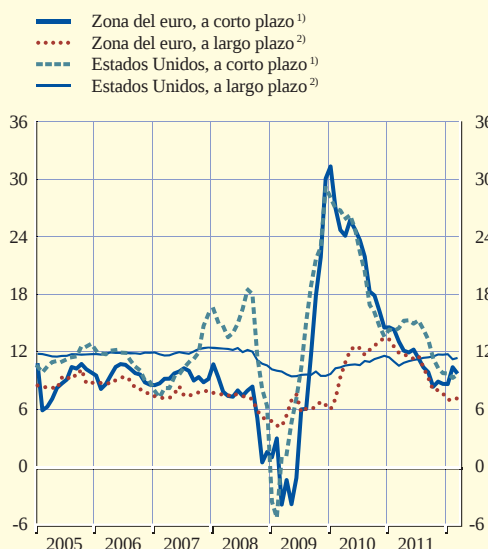
Fuentes: Thomson Reuters y cálculos del BCE.

las restricciones de financiación de las entidades de crédito, como consecuencia de las dos operaciones de financiación a tres años realizadas por el Eurosistema. La perspectiva de unos efectos de contagio más limitados de emisores soberanos a los balances del sector financiero tras el acuerdo sobre un pacto presupuestario en la zona del euro también parece haber desempeñado un papel a este respecto, mientras que las rebajas de la calificación crediticia de algunas entidades de crédito de la zona del euro y la publicación de informes sobre beneficios desfavorables, en general, no parecen haber afectado de manera significativa al clima de los mercados. En Estados Unidos, las cotizaciones bursátiles del sector financiero también registraron ganancias elevadas durante el período considerado, y el incremento relativo de este componente sectorial superó al del índice general.

Los datos sobre beneficios de las empresas de la zona del euro que integran el índice Dow Jones EURO STOXX muestran un aumento del crecimiento negativo de los beneficios efectivos anuales por acción durante el período, hasta el -7,4% en marzo de 2012, frente al -2,2% de diciembre de 2011. No obstante, el crecimiento de los beneficios por acción previsto por los participantes en el mercado para los próximos doce meses se incrementó hasta el 9,7% en marzo de 2012, desde el 8,7% de diciembre de 2011 (véase gráfico 31). En cambio, el crecimiento esperado a largo plazo de los beneficios por acción disminuyó ligeramente en ese período, hasta el 7,2% en marzo de 2012, frente al 7,7% de diciembre de 2011.

Gráfico 31 Crecimiento esperado de los beneficios empresariales por acción en Estados Unidos y en la zona del euro

(porcentajes; datos mensuales)



Fuentes: Thomson Reuters y cálculos del BCE.

Notas: Crecimiento esperado de los beneficios de las empresas del índice Dow Jones EURO STOXX para la zona del euro y del índice Standard & Poor's 500 para Estados Unidos.

1) «A corto plazo» se refiere a las expectativas de los analistas respecto a los beneficios en los próximos doce meses (tasas de crecimiento interanual).

2) «A largo plazo» se refiere a las expectativas de los analistas respecto a los beneficios en los próximos tres a cinco años (tasas de crecimiento interanual).

2.6 FLUJOS DE FINANCIACIÓN Y POSICIÓN FINANCIERA DE LAS SOCIEDADES NO FINANCIERAS

Entre octubre de 2011 y enero de 2012, el coste real de la financiación de las sociedades no financieras de la zona del euro se redujo, como consecuencia de los descensos generalizados registrados en la mayor parte de las subcategorías, pero principalmente en los tipos de interés aplicados a los préstamos a largo plazo. En cuanto a los flujos de financiación, el crecimiento interanual del crédito otorgado a este sector se moderó hasta situarse en el 1,1% en el cuarto trimestre de 2011. La tímida evolución de los préstamos parece ser acorde básicamente con la débil situación económica que aún persiste en la zona del euro. La emisión de valores de renta fija por parte de las sociedades no financieras aumentó ligeramente en el cuarto trimestre de 2011.

CONDICIONES DE FINANCIACIÓN

El coste real de la financiación externa de las sociedades no financieras de la zona del euro, calculado mediante la ponderación del coste de distintas fuentes de financiación a partir de sus saldos vivos,

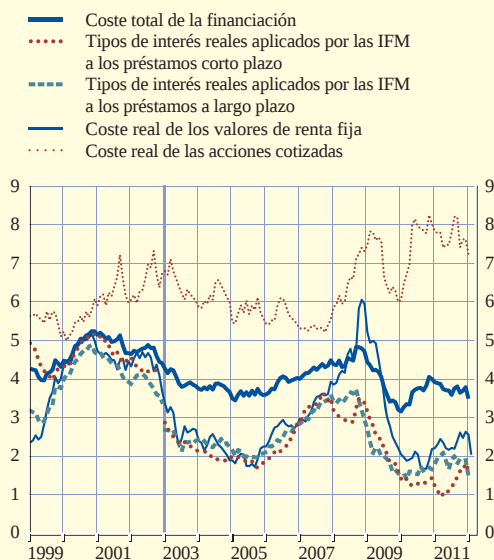
corregido de efectos de valoración, disminuyó 16 puntos básicos entre octubre de 2011 y enero de 2012, mes en que se situó en el 3,5 % (véase gráfico 32).

La caída del coste total de la financiación fue generalizada en la mayor parte de las subcategorías, aunque fue especialmente acusada en el caso del coste real de los préstamos a largo plazo. Los tipos de interés reales de estos préstamos se redujeron 44 puntos básicos durante el período analizado, hasta situarse en el 1,5 %, mientras que los tipos reales de los préstamos a corto plazo prácticamente no se modificaron y permanecieron en torno al 1,6 %. El coste real de los valores de renta fija y de las acciones cotizadas disminuyó 5 y 20 puntos básicos, respectivamente, hasta el 2,6 % y el 7,2 %. Los datos más recientes disponibles hasta principios de marzo indican que el coste real de los valores de renta fija experimentó un fuerte descenso, de unos 49 puntos básicos, debido a la reducción de los diferenciales de los valores de renta fija privada. En cambio, el coste real de las acciones cotizadas apenas registró variaciones. Desde una perspectiva de más largo plazo, en enero, el coste real total de la financiación de las sociedades no financieras de la zona del euro siguió manteniéndose por debajo de su media histórica para todas las fuentes de financiación, con la excepción del coste real de las acciones.

En el período comprendido entre octubre de 2011 y enero de 2012, los tipos de interés nominales que aplican las IFM a los nuevos préstamos concedidos a las sociedades no financieras tendieron a disminuir para la mayoría de importes y plazos de vencimiento (véase cuadro 5). Más concretamente, los tipos de interés a corto plazo se redujeron 25 puntos básicos en el caso de los préstamos por importe superior a un millón de euros, pero aumentaron 9 puntos básicos en el de los préstamos de hasta un millón de euros. Los tipos de interés a largo plazo aplicados por las IFM a los préstamos por importe superior a un millón de euros disminuyeron 68 puntos básicos, y los de los préstamos de hasta un millón de euros cayeron 3 puntos básicos. El descenso general de los tipos de interés de los préstamos concedidos a las sociedades no financieras refleja, en cierta medida, la transmisión de los recortes recientes de los tipos de interés oficiales del BCE y la efectividad de las medidas no convencionales adoptadas más recientemente para hacer frente a las restricciones de financiación de las entidades de crédito. Sin embargo, la creciente divergencia observada entre los tipos de interés aplicados a los préstamos por importe superior a un millón de euros y los correspondientes a los préstamos de hasta un millón de euros puede apuntar a cierto grado de discriminación por parte de las entidades en perjuicio de las pequeñas empresas, en particular en algunas jurisdicciones. Durante el período de referencia, los rendimientos de la deuda pública a siete años descendieron 20 puntos básicos en la zona del euro en su conjunto.

Gráfico 32 Coste real de la financiación externa de las sociedades no financieras de la zona del euro

(porcentajes; datos mensuales)



Fuentes: BCE, Thomson Reuters, Merrill Lynch y Consensus Economics Forecasts.

Notas: El coste real de la financiación externa de las sociedades no financieras se calcula como la media ponderada del coste de los préstamos bancarios, el coste de los valores distintos de acciones y el coste de las acciones, basados en sus respectivos saldos vivos y deflactados por las expectativas de inflación (véase el recuadro 4 del Boletín Mensual de marzo de 2005). La armonización de los tipos de interés aplicados por las IFM a los préstamos introducida a principios de 2003 provocó una ruptura en las series estadísticas. Es posible que los datos a partir de junio de 2010 no sean totalmente comparables con los anteriores a esa fecha, debido a los cambios metodológicos resultantes de la aplicación de los Reglamentos BCE/2008/32 y BCE/2009/7 (por el que se modifica el Reglamento BCE/2001/18).

Cuadro 5 Tipos de interés aplicados por las IFM a los nuevos préstamos a sociedades no financieras

(porcentajes; puntos básicos)

							Variaciones en puntos básicos hasta enero de 2012 ¹⁾		
	IV 2010	I 2011	II 2011	III 2011	Dic 2011	Ene 2012	Oct 2010	Oct 2011	Dic 2011
Tipos de interés aplicados por las IFM									
Descubiertos en cuenta de las sociedades no financieras	3,86	4,01	4,27	4,40	4,47	4,46	63	0	-1
Préstamos a las sociedades no financieras hasta un millón de euros									
A tipo flexible y hasta un año de fijación del tipo inicial	3,50	3,69	3,94	4,18	4,47	4,36	91	9	-11
Más de cinco años de fijación del tipo inicial	3,86	4,19	4,39	4,19	4,17	4,20	38	-3	3
Préstamos a las sociedades no financieras por importe superior a un millón de euros									
A tipo flexible y hasta un año de fijación del tipo inicial	2,59	2,63	2,92	2,92	3,15	2,80	48	-25	-35
Más de cinco años de fijación del tipo inicial	3,50	3,84	3,29	3,69	3,74	2,97	-49	-68	-77
Pro memoria									
Tipo de interés a tres meses del mercado monetario	1,01	1,24	1,55	1,55	1,36	1,13	8	-46	-23
Rendimiento de la deuda pública a dos años	2,25	2,91	3,61	5,47	10,98	12,65	1091	599	167
Rendimiento de la deuda pública a siete años	2,71	3,19	2,89	1,96	2,08	1,98	-34	-19	-10

Fuente: BCE.

1) Pueden producirse discrepancias, debido al redondeo.

La evolución de los diferenciales entre los rendimientos de los valores de renta fija de las sociedades no financieras y los de la deuda pública fue volátil entre octubre de 2011 y enero de 2012. Los diferenciales de los valores de renta fija privada aumentaron hasta diciembre de 2011, en particular los de los valores con calificación crediticia intermedia y más baja, reflejando las tensiones en los mercados relacionadas con la crisis de la deuda soberana de la zona del euro y los efectos de contagio negativos a países más grandes y con mejor calificación. Más concretamente, los diferenciales de los valores de renta fija privada con calificación BBB se ampliaron unos 47 puntos básicos entre octubre y diciembre, mientras que los de los valores de alta rentabilidad aumentaron más de 160 puntos básicos (véase gráfico 33). El clima de los mercados ha mejorado ligeramente desde finales de 2011, lo que se ha traducido en una reducción de los diferenciales de todas las categorías de calificación crediticia. En febrero de 2012, los diferenciales de los valores de renta fija privada se situaron entre 15 y 75 puntos básicos por debajo de los niveles de octubre de 2011.

Gráfico 33 Diferenciales de los valores de renta fija de las sociedades no financieras

(puntos básicos; medias mensuales)



Fuentes: Thomson Reuters y cálculos del BCE.

Nota: Los diferenciales de los valores de renta fija de las sociedades no financieras se calculan en relación con los rendimientos de la deuda pública con calificación crediticia AAA.

FLUJOS DE FINANCIACIÓN

Los indicadores de rentabilidad de las sociedades no financieras de la zona del euro apuntaban a que esta siguió siendo positiva en el cuarto trimestre de 2011. Al mismo tiempo, la tasa de crecimiento interanual de los beneficios por acción de las sociedades no financieras cotizadas de la zona del euro cayó desde aproximadamente el 11 % en octubre del año pasado hasta alrededor del 1,2 % en enero de 2012. En febrero de 2012 se registró un deterioro adicional, con una tasa de crecimiento negativa (-1,5 %) por primera vez desde el verano de 2010 (véase gráfico 34). De cara al futuro, los participantes en el mercado esperan una suave recuperación en los próximos meses.

En cuanto a la financiación externa, la recuperación del crédito concedido por las IFM a las sociedades no financieras observada desde 2010 perdió impulso en el cuarto trimestre de 2011. La reducción del crédito de las IFM a este sector coincidió con un ligero aumento de la emisión de valores distintos de acciones en ese mismo período (véase gráfico 35). El hecho de que la actividad emisora de las sociedades no financieras fuera algo más intensa fue atribuible principalmente a la emisión de valores distintos de acciones a largo plazo y a tipo de interés fijo, mientras que la emisión de valores distintos de acciones a corto plazo representó una contribución muy reducida. En cambio, la emisión de valores a largo plazo a tipo de interés variable continuó disminuyendo. Durante ese mismo período, la tasa de crecimiento interanual de la emisión de acciones cotizadas por parte de las sociedades no financieras se incrementó levemente, impulsada por la disminución del coste de las acciones cotizadas. Según los datos facilitados por participantes en el mercado, la actividad emisora en el último trimestre de 2011 estuvo fundamentalmente relacionada con empresas de los sectores de manufacturas y de bienes y servicios de consumo.

La tasa de crecimiento interanual del crédito bancario concedido a las sociedades no financieras cayó hasta el 1,1 % en el cuarto trimestre de 2011 (véase cuadro 6), como consecuencia de la considerable disminución de la tasa de crecimiento interanual de los préstamos a corto plazo (con plazo de vencimiento de hasta un año) y de un descenso moderado de la tasa de crecimiento interanual de los préstamos a

Gráfico 34 Beneficios por acción de las sociedades no financieras cotizadas de la zona del euro

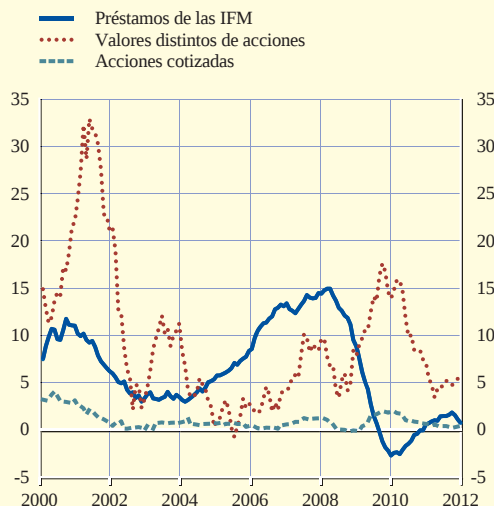
(tasas de variación interanual; datos mensuales)



Fuentes: Thomson Reuters y cálculos del BCE.

Gráfico 35 Detalle por instrumentos de la financiación externa de las sociedades no financieras

(tasas de variación interanual)



Fuente: BCE.

Nota: Las acciones cotizadas están denominadas en euros.

Cuadro 6 Financiación de las sociedades no financieras

(tasas de variación; fin de trimestre)

	Tasas de crecimiento interanual				
	2010 IV	2011 I	2011 II	2011 III	2011 IV
Préstamos de IFM	-0,1	0,9	1,4	1,6	1,1
Hasta un año	-3,2	0,0	4,2	4,1	1,9
De uno a cinco años	-2,8	-2,3	-3,7	-3,7	-3,0
Más de cinco años	2,4	2,4	2,0	2,3	2,1
Valores distintos de acciones	7,5	4,8	4,3	4,8	5,4
A corto plazo	-5,4	-4,2	2,9	19,4	17,2
A largo plazo, de los cuales ¹⁾	8,7	5,7	4,4	3,4	4,4
A tipo fijo	11,0	7,3	5,4	4,3	5,0
A tipo variable	-0,6	-0,9	-1,9	-3,7	-1,0
Acciones cotizadas	0,7	0,5	0,4	0,3	0,4
Pro memoria²⁾					
Total financiación	2,2	2,2	2,5	2,4	-
Préstamos a sociedades no financieras	1,7	2,4	3,1	2,5	-
Reservas técnicas de seguro ³⁾	1,1	0,9	0,9	0,7	-

Fuentes: BCE, Eurostat y cálculos del BCE.

Nota: Los datos de este cuadro (con la excepción de los presentados en la pro memoria) figuran en las estadísticas monetarias y bancarias y en las de emisiones de valores. Pueden surgir pequeñas divergencias con respecto a los datos que se recogen en las estadísticas de las cuentas financieras, principalmente como consecuencia de diferencias en los métodos de valoración.

1) La suma de los valores distintos de acciones a tipo fijo y a tipo variable puede no coincidir con el total de valores distintos de acciones a largo plazo, porque los valores a largo plazo con cupón cero, que incluyen los efectos de valoración, no se muestran por separado en este cuadro.

2) Datos procedentes de las cuentas trimestrales europeas por sectores. La financiación total de las sociedades no financieras incluye préstamos, valores distintos de acciones, acciones y otras participaciones, reservas técnicas de seguro, otras cuentas pendientes de pago y derivados financieros.

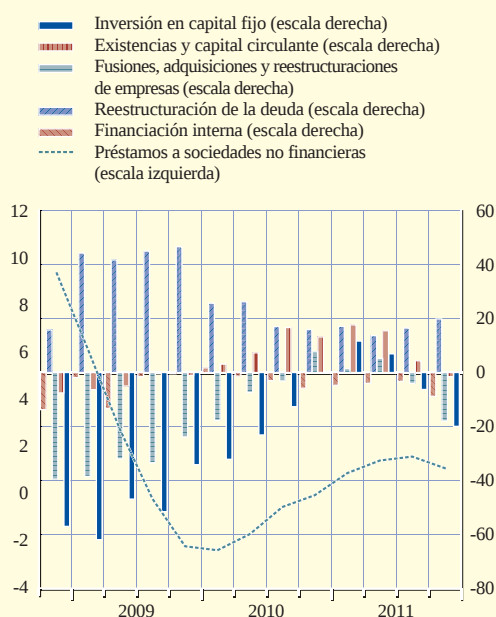
3) Incluye las reservas de los fondos de pensiones.

largo plazo (más de cinco años). Dejando a un lado la acusada debilidad de los datos de diciembre de 2011, todavía puede considerarse que la tímida evolución de los préstamos concedidos a las sociedades no financieras es acorde con la trayectoria de la actividad económica real y del coste de endeudamiento.

Los resultados de la encuesta sobre préstamos bancarios de la zona del euro correspondientes al cuarto trimestre de 2011 mostraron una reducción neta de la demanda de préstamos por parte de las sociedades no financieras, aunque a un ritmo algo más lento que en el trimestre anterior. Este descenso estuvo impulsado por una acusada caída de las necesidades de las empresas de financiar la inversión en capital fijo y, en menor medida, las existencias y el capital circulante, en un entorno de moderación del ritmo de la actividad económica (véase gráfico 36). Se ha de destacar que las entidades participantes en la encuesta señalaron que las necesidades de las empresas de financiar la inversión en capital fijo habían disminuido considerablemente. Según las entidades, la caída de la demanda neta de préstamos fue más pronunciada en el caso de las pequeñas y medianas empresas

Gráfico 36 Crecimiento de los préstamos y factores que contribuyen a la demanda de préstamos de las sociedades no financieras

(tasas de variación interanual; porcentajes netos)



Fuente: BCE.

Nota: Los porcentajes netos se refieren a la diferencia entre el porcentaje de entidades que indican que un factor determinado ha contribuido a un incremento de la demanda y las que indican que ha contribuido a una reducción.

que en el de las grandes empresas. Además, las entidades de crédito de la zona del euro endurecieron significativamente los criterios de aprobación de los préstamos a las sociedades no financieras en el cuarto trimestre de 2011. El endurecimiento neto de los criterios reflejó la combinación adversa del deterioro de las perspectivas económicas y de la crisis de la deuda soberana de la zona, que, en general, continuaron debilitando la posición financiera del sector bancario. De cara al futuro, las entidades esperan un endurecimiento adicional de los citados criterios, así como que la demanda de préstamos por parte de las sociedades no financieras siga disminuyendo.

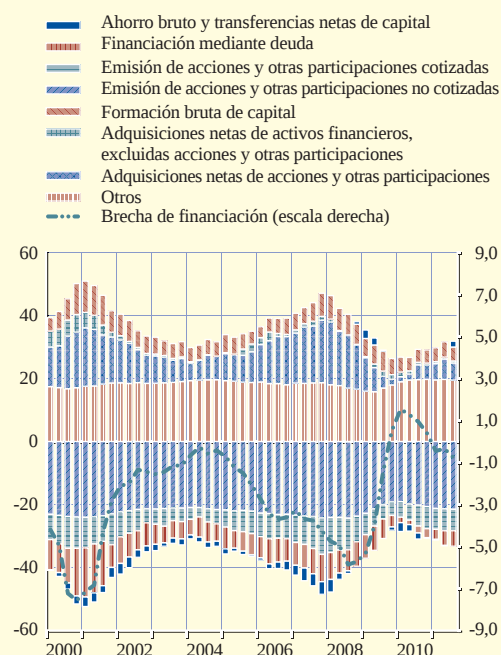
La brecha de financiación (o necesidad de financiación) de las sociedades no financieras, es decir, la diferencia entre los gastos en inversión real y los fondos generados internamente (ahorro bruto), disminuyó en el tercer trimestre de 2011, sobre la base de sumas móviles de cuatro trimestres de datos de las cuentas de la zona del euro (véase gráfico 37). Esta brecha se situó en el $-0,8\%$ y se mantuvo en niveles relativamente reducidos en términos históricos, pese a las señales de normalización observadas en trimestres anteriores, como consecuencia de una formación de capital comparativamente baja y de los sustanciales fondos generados internamente. Si se considera el detalle de los componentes del ahorro, la financiación y la inversión de las empresas de la zona del euro, parece que su inversión real (formación bruta de capital fijo) se financió principalmente con fondos internos, ya que la financiación externa continuó siendo una fuente secundaria de financiación de este sector. Al mismo tiempo, las adquisiciones netas de activos financieros, incluidas acciones y otras participaciones, prácticamente no variaron en el tercer trimestre de 2011.

POSICIÓN FINANCIERA

Según las estadísticas de las cuentas de la zona del euro, el endeudamiento de las sociedades no financieras continuó disminuyendo en el tercer trimestre de 2011, tanto en términos de la deuda en relación con el PIB, que cayó hasta situarse justo por debajo del 79% , como en términos de la deuda en relación con el excedente bruto de explotación, que disminuyó hasta el 400% (véase gráfico 38). La reversión del proceso de apalancamiento de este sector comenzó en 2010 y aún continúa, aunque de manera bastante gradual en la mayor parte de los países. Tras el acusado descenso registrado entre finales de 2008 y el primer semestre de 2010, la carga por intereses de las sociedades no financieras aumentó de nuevo hasta el tercer trimestre de 2011 (véase gráfico 39). La tasa de variación se moderó en el cuarto trimestre de 2011, y la carga por intereses se redujo en enero de 2012, aunque se mantuvo por encima de su media de largo plazo.

Gráfico 37 Ahorro, financiación e inversión de las sociedades no financieras

(sumas móviles de cuatro trimestres; porcentajes del valor añadido bruto)

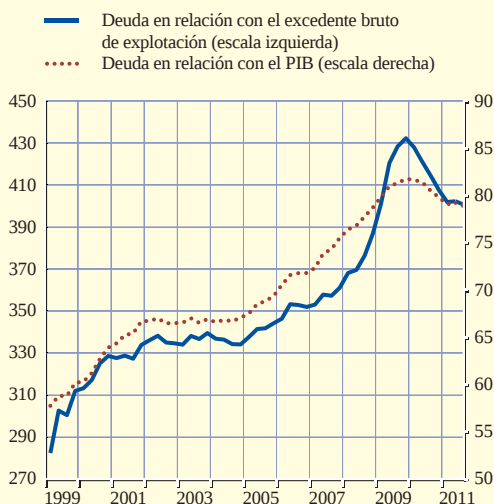


Fuente: Cuentas de la zona del euro.

Nota: La «financiación mediante deuda» incluye préstamos, valores distintos de acciones y reservas de los fondos de pensiones. «Otros» incluye derivados financieros, otras cuentas pendientes de pago/cobro compensados y ajustes. Los préstamos entre empresas relacionadas se compensan. La brecha de financiación es la capacidad/necesidad de financiación del sector, que básicamente es la diferencia entre el ahorro bruto y la formación bruta de capital.

Gráfico 38 Ratios de deuda del sector de sociedades no financieras

(porcentajes)

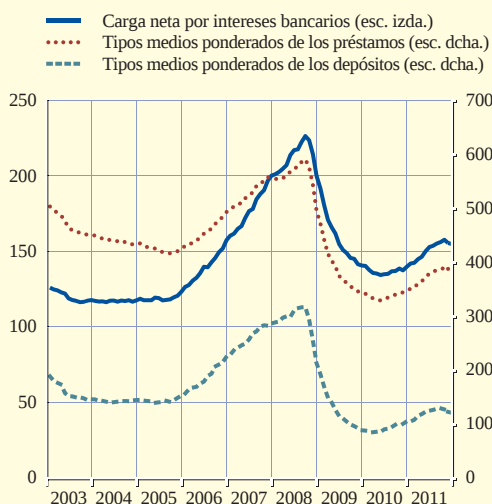


Fuentes: BCE, Eurostat y cálculos del BCE.

Notas: Los datos sobre deuda proceden de las cuentas trimestrales europeas por sectores, e incluyen préstamos, valores distintos de acciones y reservas de los fondos de pensiones.

Gráfico 39 Carga neta por intereses bancarios de las sociedades no financieras

(puntos básicos)



Fuente: BCE.

Nota: La carga neta por intereses bancarios se define como la diferencia entre los tipos medios ponderados de los préstamos y los tipos medios ponderados de los depósitos del sector de sociedades no financieras, y se basa en saldos vivos.

2.7 FLUJOS DE FINANCIACIÓN Y POSICIÓN FINANCIERA DEL SECTOR HOGARES

Las condiciones de financiación de los hogares de la zona del euro en el cuarto trimestre de 2011 y en enero de 2012 se caracterizaron por una moderada disminución general de los tipos de interés de los préstamos bancarios concedidos a este sector. Al mismo tiempo, las entidades de crédito participantes en la encuesta sobre préstamos bancarios de enero de 2012 indicaron un endurecimiento neto adicional de los criterios de aprobación de los préstamos a hogares. La tasa de crecimiento interanual de los préstamos otorgados por las IFM a este sector (ajustada de ventas y titulizaciones) se redujo hasta el 1,9% en diciembre de 2011, antes de recuperarse ligeramente hasta situarse en el 2,1% en enero de 2012. Por tanto, los datos más recientes siguen apuntando a una evolución contenida del endeudamiento de los hogares. Según las estimaciones, la carga por intereses y la deuda en relación con la renta disponible bruta de este sector básicamente no variaron en el cuarto trimestre de 2011.

CONDICIONES DE FINANCIACIÓN

Los costes totales de financiación del sector hogares de la zona del euro disminuyeron ligeramente en el cuarto trimestre de 2011 y en enero de 2012. No obstante, este descenso oculta una evolución divergente de las distintas categorías de préstamo. Los tipos de interés aplicados por las IFM a los nuevos préstamos para adquisición de vivienda cayeron ligeramente, mientras que los correspondientes a otros préstamos descendieron de manera significativa. En cambio, los tipos de interés de los nuevos créditos al consumo se incrementaron levemente. En conjunto, los datos más recientes sugieren que las medidas de inyección de liquidez del BCE, especialmente la OFPML a tres años efectuada en diciembre de 2011, han reducido las presiones al alza sobre los tipos de interés de los nuevos préstamos a los hogares,

especialmente los de los préstamos a medio y a largo plazo, ya que han permitido que las entidades de crédito se aseguren la financiación a medio plazo a un coste reducido.

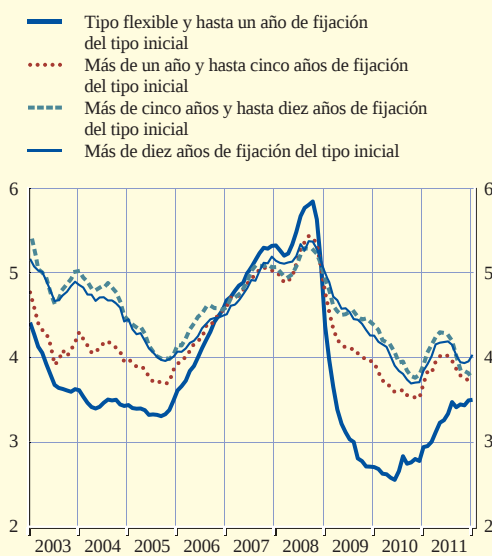
En cuanto a los tipos de interés de los nuevos préstamos para adquisición de vivienda, la disminución observada, en general, en el cuarto trimestre de 2011 y en enero de 2012 estuvo impulsada por los bajos niveles de los tipos de los préstamos con períodos de fijación del tipo inicial de duración media y larga (es decir, más de un año y hasta cinco años, y más de cinco años, respectivamente; véase gráfico 40). En cambio, los tipos de interés de los préstamos hipotecarios a tipo de interés flexible o con períodos de fijación del tipo inicial de corta duración (esto es, hasta un año) se incrementaron durante ese período, pese a los recortes de los tipos de interés oficiales del BCE. Como consecuencia de esta evolución, los diferenciales positivos entre los tipos de interés de los préstamos con períodos de fijación del tipo inicial de duración media o larga, y los correspondientes a los préstamos a tipo de interés flexible o con períodos de fijación del tipo inicial de corta duración se estrecharon de nuevo. Al mismo tiempo, la proporción de préstamos a tipo de interés flexible o con períodos de fijación del tipo inicial de corta duración en el volumen total de nuevas operaciones de préstamo siguió reduciéndose y se situó en torno al 27 % en enero de 2012.

Por lo que respecta a los tipos de interés de los nuevos créditos al consumo concedidos a los hogares, los aumentos registrados fueron algo más acusados para los préstamos a tipo de interés flexible o con períodos de fijación del tipo inicial de corta duración que para los de los préstamos con períodos de fijación del tipo inicial de duración media o larga. En cuanto a los tipos de interés de otros préstamos otorgados a los hogares, se observaron reducciones más pronunciadas en el caso de los préstamos con períodos de fijación del tipo inicial de larga duración, a tipo flexible o con períodos de fijación del tipo inicial de corta duración que en el de los préstamos con períodos de fijación del tipo inicial de duración media.

En conjunto, la evolución de los tipos de interés aplicados por las IFM a los nuevos préstamos a hogares se desvió sustancialmente de la de los tipos de mercado a plazos similares en el cuarto trimestre de 2011 y en enero de 2012. De hecho, los diferenciales entre los tipos de interés de los préstamos para adquisición de vivienda y del crédito al consumo con períodos de fijación del tipo inicial de duración media y larga y los tipos de mercado a plazos similares correspondientes pasaron a ser más negativos o disminuyeron. Esta evolución fue principalmente atribuible a los considerables incrementos de los tipos de interés de mercado, en un contexto de recrudescimiento de las tensiones en los mercados de deuda soberana. Al mismo tiempo, el diferencial entre los tipos de interés de los préstamos para adquisición de vivienda con los períodos de fijación del tipo inicial de duración más larga (es decir, más de diez años) y los tipos de mercado equivalentes prácticamente no se modificó. En cambio, el diferencial entre los tipos de interés de los préstamos a tipo flexible o con períodos de fijación del tipo inicial de corta duración y los

Gráfico 40 Tipos de interés aplicados por las IFM a los préstamos a hogares para adquisición de vivienda

(porcentajes; excluidas comisiones; tipos de interés de las nuevas operaciones)



Fuente: BCE.

tipos de mercado comparables aumentó ligeramente, ya que los tipos de interés aplicados a los préstamos se elevaron, mientras que los tipos de mercado registraron un moderado descenso.

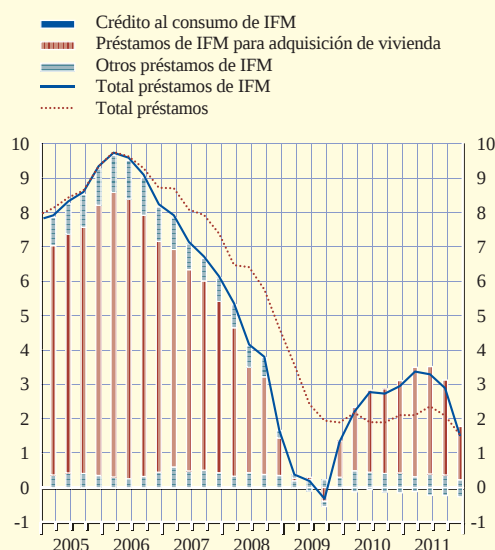
Los resultados de la encuesta sobre préstamos bancarios de enero de 2012 muestran que las entidades de crédito de la zona del euro aumentaron el endurecimiento neto de los criterios de aprobación de los préstamos a hogares en el cuarto trimestre de 2011. Este aumento fue considerablemente más acusado en el caso de los préstamos para adquisición de vivienda que en el del crédito al consumo y otros préstamos. Las entidades señalaron que el incremento del coste de la financiación en los mercados y la disponibilidad de fondos fueron los principales factores determinantes del endurecimiento neto adicional. También indicaron que el deterioro de las perspectivas económicas y de las relativas al mercado de la vivienda representó una importante contribución en lo que respecta a los préstamos para adquisición de vivienda, aunque en mucha menor medida que las restricciones puras por el lado de la oferta. En cuanto a los criterios de aprobación del crédito al consumo y otros préstamos, las contribuciones de las modificaciones de las perspectivas económicas y de la solvencia de los consumidores básicamente no variaron con respecto al trimestre precedente. Las entidades manifestaron que el mayor endurecimiento de los criterios aplicados a todas las modalidades de crédito se tradujo en un marcado aumento de los márgenes de los préstamos ordinarios y de los de mayor riesgo.

FLUJOS DE FINANCIACIÓN

El total de préstamos concedidos a los hogares de la zona del euro fue relativamente reducido en el tercer trimestre de 2011 (el último trimestre para el que se dispone de datos procedentes de las cuentas de la zona del euro), reflejando una actividad crediticia moderada en el sector de IFM. En consecuencia, la tasa de crecimiento interanual del total de préstamos otorgados a este sector disminuyó hasta situarse en el 2,1 %, frente al 2,4 % del segundo trimestre. La tasa de crecimiento interanual del total de préstamos concedidos por las IFM a los hogares (sin ajustar de ventas y titulizaciones de préstamos) cayó hasta el 3 % en el tercer trimestre, desde el 3,4 % del trimestre precedente. Dado que las ventas y titulizaciones de préstamos, que con frecuencia hacen que los préstamos a hogares se desplacen entre el sector de IFM y el de OIF, fueron especialmente elevadas en un país concreto en julio, la tasa de crecimiento interanual de los préstamos concedidos por instituciones distintas de IFM a los hogares aumentó hasta el -2,4 %, desde el -2,9 % del trimestre anterior. Las estimaciones para el cuarto trimestre de 2011 apuntan a que el crecimiento interanual del total de préstamos otorgados a este sector siguió moderándose (véase gráfico 41).

Gráfico 41 Total de préstamos concedidos a los hogares

(tasas de variación interanual; contribuciones en puntos porcentuales; fin de trimestre)



Fuente: BCE.

Notas: El total de préstamos comprende los préstamos a hogares concedidos por todos los sectores institucionales, incluido el resto del mundo. El total de préstamos concedidos a los hogares en el cuarto trimestre de 2011 se ha estimado a partir de las operaciones que figuran en las estadísticas monetarias y bancarias. Para más información sobre las diferencias en el cálculo de las tasas de crecimiento entre préstamos de las IFM y total de préstamos, véanse las notas técnicas pertinentes.

Si se consideran los datos de las IFM disponibles para el cuarto trimestre de 2011 y enero de 2012 se observa que el crecimiento de los préstamos a hogares ha seguido siendo relativamente débil en los últimos meses.

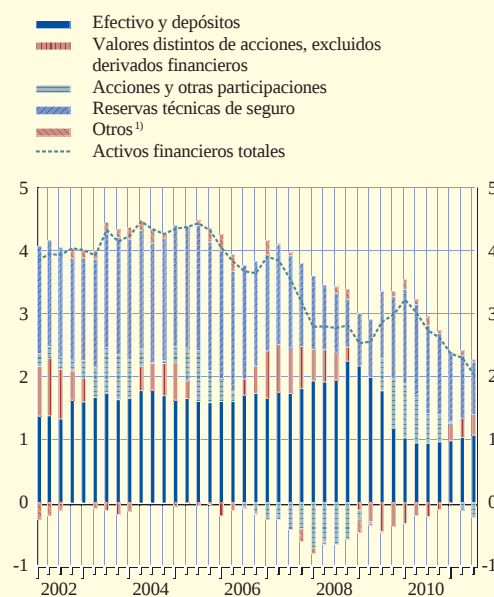
La tasa de crecimiento interanual de los préstamos concedidos por este sector a los hogares volvió a descender y se situó en el 1,5% a finales del cuarto trimestre, reflejando que las amortizaciones netas trimestrales de préstamos a hogares para adquisición de vivienda fueron considerables. Esto fue consecuencia, en gran medida, de un acusado aumento de las operaciones de titulización de préstamos en un reducido número de países en octubre de 2011. No obstante, si los datos se ajustan por el impacto de las ventas y titulizaciones de préstamos, el crecimiento interanual de los préstamos de las IFM a los hogares todavía se moderó, lo que apunta a que la actividad de originación de préstamos fue moderada. En enero de 2012, la tasa de crecimiento interanual de los préstamos concedidos por las IFM a los hogares ajustada de ventas y titulizaciones se situó en el 2,1% (para más detalles, véase la sección 2.1), lo que representa un descenso de 0,5 puntos porcentuales desde finales del tercer trimestre. La evolución de los préstamos en la zona del euro ha seguido caracterizándose por una heterogeneidad significativa entre países en los últimos meses.

La tasa de crecimiento interanual de los préstamos para adquisición de vivienda concedidos por las IFM a los hogares cayó hasta el 2,8% en diciembre de 2011 (frente al 3,4% de septiembre), antes de aumentar ligeramente hasta situarse en el 2,9% en enero de 2012. Esta evolución fue atribuible a los reducidos flujos mensuales (ajustados) que han vuelto a registrarse en los préstamos hipotecarios en los últimos meses. Sin embargo, estos préstamos siguieron representando la mayor parte del crédito otorgado por las IFM a los hogares. La evolución de otros préstamos también supuso una pequeña contribución al descenso de la tasa de crecimiento interanual de los préstamos del citado sector a los hogares en el cuarto trimestre de 2011 y en enero de 2012. Ciertamente, la tasa de crecimiento interanual de otros préstamos disminuyó sustancialmente durante el período analizado, situándose en el 1,1% en enero (frente al 2,3% de septiembre de 2011). En cambio, la tasa de crecimiento interanual del crédito al consumo se recuperó ligeramente y fue del -1,6% en enero (frente al -1,9% de septiembre), aunque se mantuvo claramente en niveles negativos.

Si se consideran las causas subyacentes de la relativa debilidad del crecimiento del crédito de las IFM a los hogares, la encuesta sobre préstamos bancarios de enero de 2012 puso en evidencia, además del endurecimiento de los criterios de aprobación del crédito, una contracción adicional de la demanda neta de todas las categorías de préstamo en el cuarto trimestre de 2011. El empeoramiento de las perspectivas de crecimiento y de las relativas al mercado de la vivienda, así como la significativa disminución de la confianza de los consumidores, fueron los principales factores determinantes de la limitada demanda de préstamos para adquisición de vivienda, mientras que el menor gasto de los hogares en bienes de consumo duradero frenó el crédito al consumo. En conjunto, el notable deterioro de la confianza de los consumidores observado en el segundo semestre de 2011 puede deberse, en cierta medida, a la preocupación de los hogares acerca de las repercusiones que la agudización de la crisis de la deuda soberana de la zona del euro y la subida de los precios de las materias primas podrían tener en su renta real.

Gráfico 42 Inversión financiera de los hogares

(tasas de variación interanual; contribuciones en puntos porcentuales)



Fuentes: BCE y Eurostat.

1) Incluye préstamos y otras cuentas pendientes de cobro.

Esto, junto con los elevados niveles de deuda de algunos países, puede haber dado lugar a que los hogares aplacen la inversión en vivienda y las compras de bienes duraderos. De cara al futuro, las entidades de crédito esperan un nuevo descenso de la demanda neta de préstamos para adquisición de vivienda y de crédito al consumo en el primer trimestre de 2012.

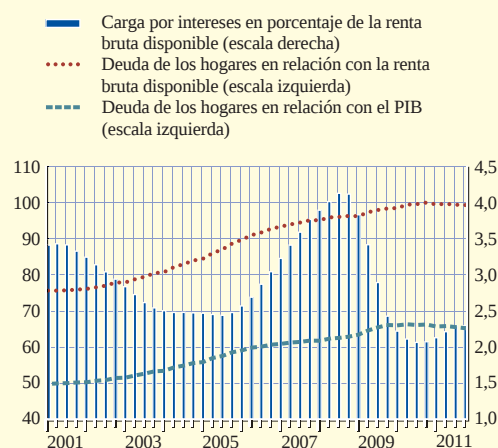
Por lo que se refiere al activo del balance del sector hogares de la zona del euro, la tasa de crecimiento interanual de su inversión financiera total se redujo de nuevo y se situó en el 2 % en el tercer trimestre de 2011 (frente al 2,3 % del trimestre anterior), continuando con la tendencia a la baja observada desde mediados de 2010 (véase gráfico 42). Esta moderación fue atribuible en gran medida a la contribución más negativa de la inversión en participaciones en fondos de inversión, que siguió reflejando la reticencia de los hogares a mantener activos de riesgo en un contexto de aumento de la incertidumbre económica y en los mercados financieros. La contribución de las reservas técnicas de seguro al crecimiento interanual de la inversión financiera total de los hogares también se redujo, aunque siguió siendo considerablemente positiva en el trimestre de referencia. En cambio, la aportación de las tenencias de efectivo y depósitos volvió a aumentar gradualmente, beneficiándose de la liquidación de inversiones anteriores en valores de renta variable en este entorno de incertidumbre. Al mismo tiempo, la contribución de los valores distintos de acciones (excluidos derivados financieros) al crecimiento interanual de la inversión financiera total prácticamente no se modificó.

POSICIÓN FINANCIERA

Se estima que la deuda en relación con la renta disponible bruta nominal de los hogares se situó en el 99,4 % en el cuarto trimestre de 2011 (véase gráfico 43), prácticamente sin cambios desde mediados de 2010, y que la renta disponible de este sector volvió a aumentar a un ritmo similar al de su endeudamiento total. Según las estimaciones, la carga por intereses de los hogares se mantuvo básicamente sin variación, en el 2,3 % de la renta disponible, en el cuarto trimestre de 2011, tras aumentar moderadamente en los tres trimestres precedentes. Esa estabilización refleja la continuada moderación del endeudamiento de los hogares y la disminución de los tipos de interés. En conjunto, la carga por intereses de los hogares sigue siendo reducida en términos históricos. Se estima que la deuda en relación con el PIB de este sector volvió a disminuir ligeramente en el trimestre de referencia y se situó en el 65,2 %, frente al 65,6 % del trimestre anterior.

Gráfico 43 Endeudamiento y carga por intereses de los hogares

(porcentajes)



Fuentes: BCE y Eurostat.

Notas: El endeudamiento de los hogares comprende el total de préstamos a los hogares concedidos por todos los sectores institucionales, incluido el resto del mundo. La carga por intereses no incluye todos los costes financieros de los hogares, ya que excluye las comisiones por servicios financieros. Los datos del último trimestre que figuran en el gráfico se han estimado en parte.

3 PRECIOS Y COSTES

Según el avance de Eurostat, la inflación interanual medida por el IAPC de la zona del euro fue del 2,7% en febrero de 2012, ligeramente superior al 2,6% registrado en enero. De cara al futuro, es probable que la inflación se mantenga por encima del 2% en 2012, debido, sobre todo, a los recientes aumentos de los precios de la energía, así como a las subidas de los impuestos indirectos anunciadas recientemente. Sobre la base de los precios actuales de los futuros sobre materias primas, las tasas de inflación interanual deberían caer de nuevo por debajo del 2% a principios de 2013. En un futuro más lejano, en un contexto de crecimiento moderado en la zona del euro y de expectativas de inflación a largo plazo bien ancladas, las presiones inflacionistas subyacentes deberían seguir siendo limitadas. Las proyecciones macroeconómicas de marzo de 2012 elaboradas por los expertos del BCE para la zona del euro sitúan la inflación interanual medida por el IAPC en un intervalo comprendido entre el 2,1% y el 2,7% en 2012, y entre el 0,9% y el 2,3% en 2013. Se considera que los riesgos para las tasas de inflación medida por el IAPC proyectadas para los próximos años continúan estando, en general, equilibrados, y que los riesgos al alza a corto plazo proceden principalmente de unos niveles de precios del petróleo mayores de lo previsto y de incrementos de los impuestos indirectos. Sin embargo, siguen existiendo riesgos a la baja relacionados con una evolución de la actividad económica más débil de lo esperado.

3.1 PRECIOS DE CONSUMO

Según el avance de Eurostat, la inflación interanual medida por el IAPC de la zona del euro fue del 2,7% en febrero de 2012, ligeramente superior al 2,6% de enero (véase cuadro 7). La tasa de inflación interanual se ha mantenido claramente por encima del 2% desde finales de 2010, impulsada principalmente por el fuerte crecimiento de los precios de la energía y de los alimentos, debido a los repuntes de los precios mundiales de las materias primas. Las subidas de los impuestos indirectos y de los precios administrados también han contribuido al aumento de las tasas de inflación general en algunas economías de la zona del euro. En el recuadro 6 se examina el impacto de los cambios recientes en los impuestos indirectos sobre el IAPC de la zona del euro y de cada uno de los países que la integran, utilizando datos mensuales del IAPC a tipo impositivo constante publicados por Eurostat.

Cuadro 7 Evolución de los precios

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

	2010	2011	2011 Sep	2011 Oct	2011 Nov	2011 Dic	2012 Ene	2012 Feb
IAPC y sus componentes								
Índice general ¹⁾	1,6	2,7	3,0	3,0	3,0	2,7	2,6	2,7
Energía	7,4	11,9	12,4	12,4	12,3	9,7	9,2	.
Alimentos no elaborados	1,3	1,8	1,4	1,8	1,9	1,6	1,6	.
Alimentos elaborados	0,9	3,3	4,0	4,3	4,3	4,1	4,1	.
Bienes industriales no energéticos	0,5	0,8	1,2	1,3	1,3	1,2	0,9	.
Servicios	1,4	1,8	1,9	1,8	1,9	1,9	1,9	.
Otros indicadores de precios								
Precios industriales	2,9	5,9	5,8	5,5	5,4	4,3	3,7	.
Precios del petróleo (euros por barril)	60,7	79,7	79,8	78,9	81,4	81,7	86,2	89,7
Precios de las materias primas no energéticas	44,6	12,2	1,5	1,6	-1,9	-6,7	-4,6	-7,5

Fuentes: Eurostat, BCE y cálculos del BCE basados en datos de Thomson Reuters.

1) La inflación medida por el IAPC de febrero de 2012 corresponde a una estimación preliminar de Eurostat.

Recuadro 6

IMPACTO DE LOS CAMBIOS RECIENTES EN LOS IMPUESTOS INDIRECTOS SOBRE EL IAPC

Los impuestos indirectos forman parte de los precios de consumo finales. Por consiguiente, los aumentos del tipo impositivo del IVA, por ejemplo, tienen un impacto alcista directo sobre la inflación medida por el IAPC. Las necesarias medidas de consolidación fiscal que se están aplicando actualmente en varios países de la zona del euro han hecho que los impuestos indirectos incidieran significativamente en la inflación en 2011. A continuación, se examina este impacto en la inflación, tanto en la zona del euro en su conjunto como en cada uno de los países utilizando los datos mensuales del IAPC a tipo impositivo constante (IAPC-TC) publicados por Eurostat¹.

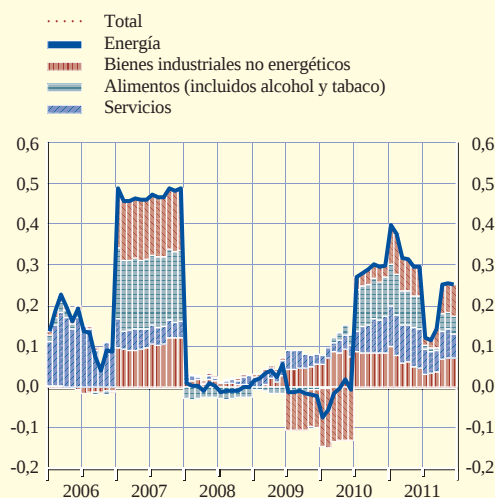
Los datos del IAPC-TC muestran cómo habría evolucionado el índice si los tipos impositivos se hubieran mantenido constantes y suponiendo que cualquier cambio se transmitiera plena e inmediatamente a los precios de consumo². Basándose en este supuesto, el «impacto mecánico» de los cambios en los impuestos indirectos puede considerarse como el límite superior probable del impacto directo efectivo, que suele ser menor dependiendo de diversos factores relacionados con la situación cíclica y el entorno competitivo de las empresas que fijan los precios. El impacto mecánico al alza de los cambios en los impuestos indirectos sobre la tasa interanual de inflación general medida por el IAPC en la zona del euro fue, en promedio, de 0,25 puntos porcentuales en 2011, cifra ligeramente más alta que la registrada en 2010 (véase gráfico A).

Las cifras correspondientes al conjunto de la zona del euro ocultan diferencias en el impacto, tanto en lo que se refiere a los componentes del IAPC como a cada uno los países de la zona.

Por ejemplo, en 2007, el fuerte y significativo impacto alcista sobre la inflación tuvo su origen, casi por completo, en un aumento general del IVA en Alemania. Entre mediados de 2009 y mediados de 2010, el ligero impacto a la baja se debió a reducciones de los tipos del IVA correspondientes a determinados servicios en algunos países de la zona del euro, que se compensaron parcialmente con aumentos de los impuestos sobre la energía y el tabaco (incluido el componente de alimentos) en otros países.

Gráfico A Impacto mecánico¹⁾ de los cambios en los impuestos indirectos sobre la tasa de inflación interanual medida por el IAPC en la zona del euro

(puntos porcentuales)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

1) Calculado por diferencia entre la tasa de inflación interanual medida por el IAPC y las tasas de inflación interanual medida por el IAPC-TC.

1 Véase el recuadro titulado «Cómo calibrar el impacto de los impuestos indirectos sobre la inflación medida por el IAPC de la zona del euro», *Boletín Mensual*, BCE, marzo de 2011.

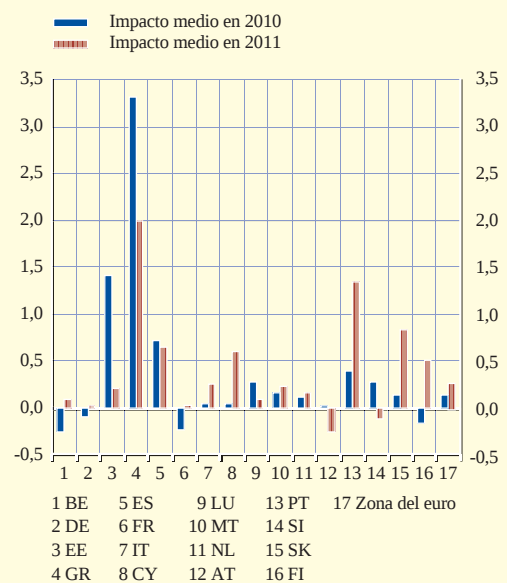
2 Para más información sobre la construcción del IAPC-TC y las advertencias respecto a su interpretación, véase el recuadro titulado «Nuevas series estadísticas para medir el impacto de los impuestos indirectos sobre la inflación medida por el IAPC», *Boletín Mensual*, BCE, noviembre de 2009.

En comparación con años anteriores, el impacto sobre la inflación medida por el IAPC en el conjunto de la zona del euro en 2010 y 2011 se extendió a un mayor número de países, observándose algunos impactos considerables en determinados países. Tanto en un año como en otro, el mayor impacto mecánico se registró en Grecia, con 3,3 puntos porcentuales en 2010 y 2 puntos porcentuales en 2011. Otros países que registraron impactos significativos fueron Portugal, Eslovaquia, España e Italia. En este último país, aunque el aumento del IVA no entró en vigor hasta septiembre de 2011, se tradujo, no obstante, en un impacto mecánico de 0,2 puntos porcentuales para el año 2011 en su conjunto (véase gráfico B).

De cara al futuro, varios países, entre ellos, Irlanda, Chipre, Italia, Francia y Portugal, han aplicado o anunciado aumentos del IVA que tendrán un impacto en 2012, que se traducirá en una continua presión al alza sobre las tasas de inflación en este año (véase el recuadro 10, titulado «Proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE para la zona del euro»).

Gráfico B Impacto mecánico¹⁾ de los cambios en los impuestos indirectos sobre la tasa de inflación interanual medida por el IAPC en la zona del euro y en los países de la zona

(puntos porcentuales)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

1) Calculado por diferencia entre la tasa de inflación interanual medida por el IAPC y las tasas de inflación interanual medida por el IAPC-CT.

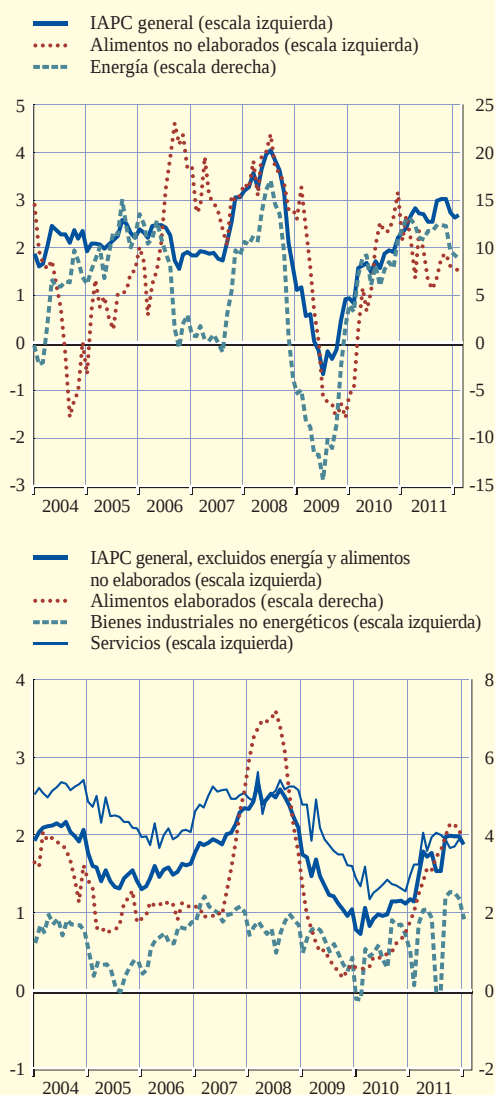
En 2011, la inflación interanual medida por el IAPC alcanzó un máximo del 3 % en septiembre, se mantuvo en este nivel durante tres meses consecutivos y, posteriormente, en diciembre, cayó como consecuencia del descenso de la inflación de la energía que reflejó efectos de base relacionados con escaladas de los precios un año antes.

En enero de 2012, el último mes para el que se dispone de una desagregación oficial, la tasa de variación interanual del componente energético del IAPC se situó en el 9,2 %, frente al 9,7 % registrado en diciembre de 2011. Anteriormente, la tasa de variación interanual de los precios de la energía se había mantenido en niveles de dos dígitos durante doce meses consecutivos, debido, en gran medida, a la escalada de los precios del crudo observada a principios de 2011 y a la depreciación del euro frente al dólar estadounidense. Desde comienzos de 2012, los precios del petróleo en euros han seguido aumentando, situándose, en promedio, en más de 90 euros por barril en febrero. Al mismo tiempo, este incremento ha impulsado al alza los precios de los subcomponentes del IAPC relacionados más estrechamente con el petróleo, a saber, los combustibles para transporte y los combustibles líquidos para calefacción. Los precios de los demás subcomponentes principales de la energía, como el gas y la electricidad, suelen seguir las tendencias de los precios del petróleo con cierto desfase.

Reflejando la evolución de los precios internacionales de las materias primas alimenticias, la tasa de variación interanual del componente de alimentos del IAPC aumentó de forma constante durante 2011, hasta superar el 3 % en septiembre. Sin embargo, la evolución reciente de los precios de las materias primas alimenticias observados en el mercado interno de la UE sugiere que el impacto de la perturbación en los precios de los alimentos había disminuido a finales del año. Con todo, los efectos inmediatos

Gráfico 44 Desagregación del IAPC por principales componentes

(tasas de variación interanual; datos mensuales)



Fuente: Eurostat.

de la transmisión continuarán añadiendo presiones latentes sobre la cadena de producción alimenticia en el corto plazo. La tendencia al alza de la inflación de los precios de los alimentos durante 2011 fue particularmente visible en el componente de alimentos elaborados (excluido el tabaco), debido a las subidas de los precios de los productos que hacen un uso intensivo de materias primas, como los productos lácteos, el aceite y las grasas y, en especial, el café y el té.

Si se excluyen los alimentos y la energía, que representan cerca del 30 % de la cesta del IAPC, la inflación interanual medida por el IAPC disminuyó hasta situarse en el 1,5 % en enero de 2012, después de haberse mantenido estable, en el 1,6 %, de septiembre a diciembre de 2011. La inflación medida por el IAPC, excluidos los alimentos y la energía, está determinada fundamentalmente por factores internos, como los salarios, los márgenes y los impuestos indirectos, y tiene dos componentes principales, a saber, los bienes industriales no energéticos y los servicios, cuya evolución ha sido muy diferente.

En 2011, la inflación de los bienes industriales no energéticos mostró una tendencia alcista, que había comenzado en el segundo trimestre de 2010, como consecuencia de la transmisión de la depreciación del tipo de cambio y de las subidas de los precios de las materias primas, así como del aumento de los impuestos indirectos. En los últimos meses de 2011, la inflación de los bienes industriales no energéticos se mantuvo en torno al 1,2 %, después de haber registrado una volatilidad elevada en los meses anteriores del año. Esta volatilidad estuvo relacionada con la introducción de las nuevas normas sobre el tratamiento de los productos de temporada en el IAPC, que afectó en gran medida al subcompo-

nente de bienes de consumo semiduradero (artículos de vestir, productos textiles, libros, etc.). Los otros dos subcomponentes de los bienes industriales no energéticos, esto es, bienes de consumo duradero (automóviles, muebles, aparatos electrónicos, etc.) y bienes de consumo no duradero (suministro de agua, productos farmacéuticos, periódicos, etc.), se mantuvieron más estables. En enero de 2012, la tasa de variación interanual de los precios de los bienes industriales no energéticos descendió hasta el 0,9 %.

La inflación de los precios de los servicios aumentó notablemente en los primeros meses de 2011 y, a partir de abril de dicho año, osciló en torno al 1,9 %. Esta estabilización fue evidente en todos los principales subcomponentes de los servicios, a excepción de los servicios de comunicaciones, cuya tasa de

variación interanual mostró un descenso más pronunciado. En enero de 2012, la inflación de los precios de los servicios se mantuvo en el 1,9% por tercer mes consecutivo. La disminución de las tasas de variación interanual de los precios de los servicios de transporte, los servicios de comunicaciones y los servicios recreativos y personales fue contrarrestada por subidas de las tasas de variación interanual de los precios de los servicios de vivienda y de los servicios varios durante los tres últimos meses.

3.2 PRECIOS INDUSTRIALES

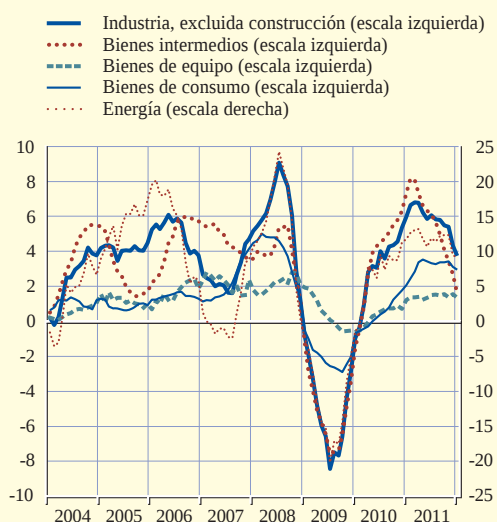
Las presiones sobre la cadena de suministro han aumentado de forma constante desde el mínimo registrado en el verano de 2009 hasta hace poco, debido, principalmente, a una mayor demanda mundial de materias primas. Como resultado, la inflación de los precios industriales se elevó a finales de 2010 y en la primera mitad de 2011. A partir de entonces, la tasa de variación interanual de los precios industriales disminuyó, lo que refleja, sobre todo, las fluctuaciones de los precios de las materias primas (véanse cuadro 7 y gráfico 45). Si se excluye la construcción, la inflación de los precios industriales descendió hasta el 3,7% en enero de 2012, desde el 4,3% registrado en diciembre de 2011. El componente energético contribuyó solo marginalmente a esta caída, puesto que el efecto de base a la baja en dicho componente fue contrarrestado, en parte, por un fuerte aumento intermensual de los precios industriales. Durante el mismo período, la inflación de los precios industriales, excluidas la construcción y la energía, retrocedió hasta el 1,9%, desde el 2,5%.

Si nos centramos en las fases posteriores de la cadena de producción, la tasa de inflación de los precios de producción de bienes de consumo disminuyó ligeramente, hasta situarse en el 3% en enero de 2012. Ese mes, la tasa de variación interanual de los precios de consumo de los alimentos se redujo hasta el 3,9%. Se esperan nuevos descensos en los próximos meses, debido a las pronunciadas caídas observadas recientemente en los precios de las materias primas alimenticias de la UE. La tasa de variación interanual del componente de bienes de consumo no alimenticio, que anticipa la evolución del componente de bienes industriales no energéticos del IAPC, retrocedió en enero por primera vez en más de dos años, hasta situarse en el 1,4%, después de haberse mantenido en un nivel históricamente elevado, del 1,7%, en los dos meses anteriores. Esta disminución, unida a la observada en la inflación de los precios de importación, indica que se están relajando las presiones latentes sobre la inflación subyacente de los precios de consumo.

Los indicadores basados en las encuestas de precios de venta en la industria, que anticipan la evolución del IPRI, se mantuvieron prácticamente sin variación y próximos a sus medias a largo plazo en febrero de 2012. Los datos de las encuestas de la Comisión Europea sobre las expectativas de los precios de venta indican que esta trayectoria fue consecuencia de la evolución de los sectores de bienes de consumo y de

Gráfico 45 Desagregación de los precios industriales

(tasas de variación interanual; datos mensuales)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

bienes de equipo, ya que vuelven a mejorar las expectativas de los precios de venta del sector de bienes intermedios. Por lo que se refiere al índice de directores de compras (PMI), el índice de precios de producción del sector manufacturero aumentó ligeramente, de 50,7 en enero a 51,0 en febrero, mientras que el índice de precios de bienes intermedios pasó de 52,8 a 58,5 en el mismo período, tras las recientes subidas de los precios de las materias primas y la depreciación del euro.

3.3 INDICADORES DE COSTES LABORALES

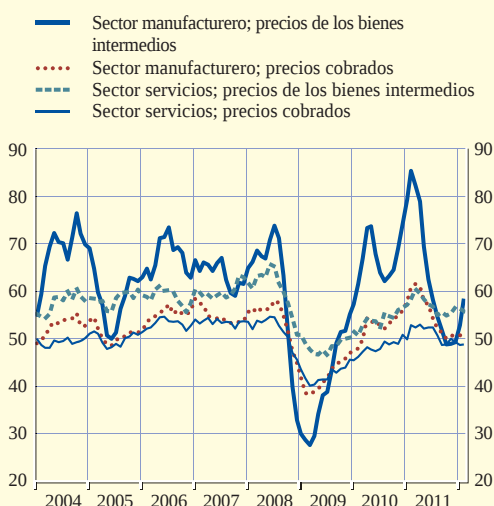
En consonancia con la mejora de la situación del mercado de trabajo en la primera mitad de 2011, los indicadores de costes laborales de la zona del euro aumentaron gradualmente (véanse cuadro 8 y gráfico 47). Sin embargo, los últimos datos sobre el crecimiento de los salarios muestran algunas señales de estabilización.

La evolución del mercado de trabajo suele responder a la evolución del crecimiento del PIB con cierto desfase. Sin embargo, al comienzo de la recesión mundial de 2008-2009, los mercados de trabajo de la zona del euro demostraron ser bastante resistentes, especialmente como consecuencia del fuerte ajuste de las horas trabajadas. Con todo, la gravedad y la persistencia de la recesión llevó, finalmente, a una acusada caída del empleo y a un aumento del desempleo. En el recuadro 7, titulado «Ajuste en el mercado de trabajo de la zona del euro», se examina el ajuste del mercado de trabajo de la zona del euro durante la recesión de 2008-2009, analizando la evolución del empleo, del desempleo y de los salarios.

Los salarios negociados de la zona del euro —el único indicador disponible para el cuarto trimestre de 2011— crecieron un 1,9%, en tasa interanual, en diciembre de 2011, en comparación con el 2% observado en noviembre. Este dato confirmó que la aceleración experimentada hasta septiembre de 2011 se moderó en los últimos meses del año. En el conjunto de 2011, los salarios negociados aumentaron un 2%, frente al 1,7% de 2010. La recuperación gradual de este indicador, que recoge el principal componente

Gráfico 46 Encuestas sobre precios de los bienes intermedios y precios de producción

(índices de difusión; datos mensuales)



Fuente: Markit.

Nota: Un valor del índice superior a 50 indica un aumento de los precios, mientras que un valor inferior a 50 señala una disminución de los mismos.

Cuadro 8 Indicadores de costes laborales

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

	2010	2011	2010 IV	2011 I	2011 II	2011 III	2011 IV
Salarios negociados	1,7	2,0	1,6	2,0	1,9	2,1	2,0
Costes laborales por hora	1,6	.	1,7	2,5	3,2	2,7	.
Remuneración por asalariado	1,6	.	1,6	2,4	2,5	2,4	.
<i>Pro memoria:</i>							
Productividad del trabajo	2,4	.	1,9	2,1	1,2	1,0	.
Costes laborales unitarios	-0,8	.	-0,3	0,3	1,2	1,3	.

Fuentes: Eurostat, datos nacionales y cálculos del BCE.

de los salarios acordados previamente en los convenios colectivos, puede ser reflejo de la respuesta retardada de los acuerdos contractuales a la mejora de la situación del mercado de trabajo, que se tradujo en un fortalecimiento del poder de negociación de los trabajadores. Es posible que también haya influido el aumento de la inflación que comenzó a finales de 2010.

También otros indicadores de salarios mostraron signos de estabilización. El crecimiento de la remuneración por asalariado se situó en el 2,4%, en términos interanuales, en el tercer trimestre de 2011, prácticamente sin variación con respecto a los dos trimestres anteriores (véase gráfico 47). Al mismo tiempo, el crecimiento de los costes laborales unitarios aumentó nuevamente, hasta alcanzar una tasa interanual del 1,3%, ligeramente superior al 1,2% observado en el segundo trimestre. Esto se debió, principalmente, a la disminución de la tasa de crecimiento interanual de la productividad del trabajo, desde el 1,2% del segundo trimestre hasta el 1% del tercer trimestre, como consecuencia del menor crecimiento del producto. La tasa de crecimiento interanual de los costes laborales por hora se redujo hasta el 2,7% en el tercer trimestre, en comparación con el 3,2% del trimestre anterior. Esta desaceleración fue reflejo, principalmente, de la evolución del sector industrial, dado que los descensos en la construcción y en los servicios de mercado fueron mucho menos pronunciados (véase gráfico 48). En conjunto, los costes no salariales siguieron creciendo con mayor rapidez que el componente de sueldos y salarios de los costes laborales por hora de la zona del euro.

Gráfico 47 Indicadores de costes laborales

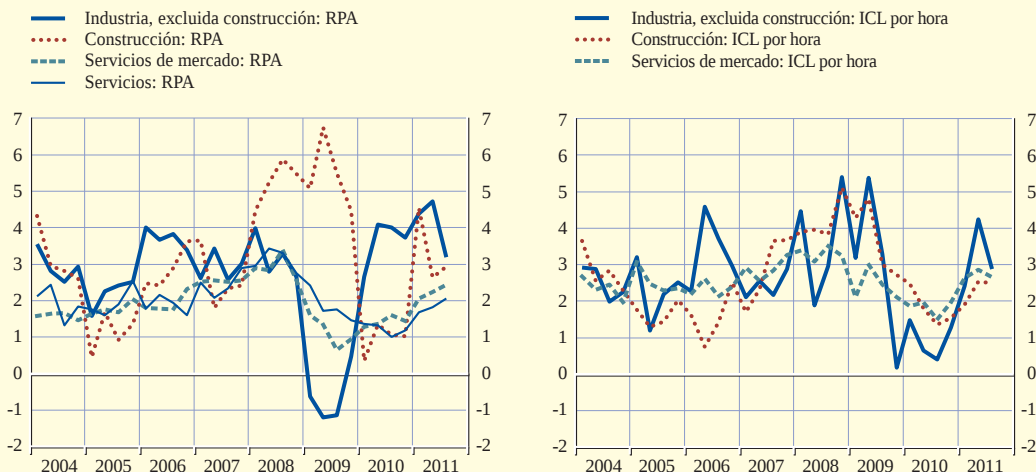
(tasas de variación interanual; datos trimestrales)



Fuentes: Eurostat, datos nacionales y cálculos del BCE.

Gráfico 48 Evolución de los costes laborales por sectores

(tasas de variación interanual; datos trimestrales)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Nota: RPA = remuneración por asalariado; ICL = índice de costes laborales.

Recuadro 7

AJUSTE EN EL MERCADO DE TRABAJO DE LA ZONA DEL EURO

Este recuadro examina la manera en la que se ha producido el ajuste en el mercado de trabajo de la zona del euro desde el inicio de la crisis financiera, analizando la evolución del empleo, del desempleo y de los salarios¹. Normalmente existe una relación bastante estrecha entre el crecimiento del producto y el mercado de trabajo. No obstante, en la zona del euro la recesión de 2008-2009 ocasionó ciertas divergencias en esta relación. Al comienzo de la recesión, en la mayoría de los países de la zona el empleo resistió bastante bien, sobre todo como consecuencia de las fuertes caídas observadas en las horas trabajadas y del atesoramiento de trabajo implícito. No obstante, la gravedad y la persistencia de la recesión provocaron, en última instancia, una reducción del empleo y un acusado incremento del desempleo. Durante el período de recuperación posterior, se ha observado un moderado repunte en el crecimiento del empleo, debido en parte al atesoramiento de trabajo, al tiempo que el desempleo se ha mantenido en niveles elevados. Los salarios se han ajustado en cierta medida, aunque ello parece ser resultado de un ajuste a la baja del componente salarial variable (es decir, bonus y pago de horas extraordinarias) mucho más intenso que el de los salarios negociados. En general, la evolución más reciente registrada en el mercado de trabajo de la zona del euro parece estar de nuevo en línea con la relación histórica habitual. Sin embargo, la diversidad que se observa en el ajuste realizado en los distintos países de la zona es muy elevada, a causa, fundamentalmente, de las diferencias en el grado de flexibilidad laboral y de los avances efectuados en las reformas estructurales. La moderación salarial y las medidas para fomentar la flexibilidad en el mercado de trabajo son esenciales para apoyar el empleo, especialmente en aquellos países de la zona del euro que registran niveles de desempleo elevados.

El mercado de trabajo se ajusta normalmente a cambios en el crecimiento del PIB

Si cae la demanda agregada de la economía, las empresas suelen ajustar en primer lugar su producción, luego el número de horas trabajadas y, por último, el tamaño de sus plantillas. Es posible que haya varios motivos por los que las empresas no ajustan inmediatamente el número de horas trabajadas a un menor nivel de producción. Inicialmente, puede que consideren que la caída de la demanda es temporal, y, además, lleva tiempo planificar la manera de hacer uso de la plantilla existente en la nueva situación. Cuando es evidente que hay recesión, las empresas ajustan el número de horas trabajadas, lo que suele llevarse a cabo sin que se ajuste el número de empleados, de tal manera que solo se reducen las horas medias trabajadas. Únicamente en última instancia las empresas reducen el número de empleados en respuesta a un menor nivel de demanda. En general, el empleo en la zona del euro suele ajustarse a cambios en la producción con un retraso de uno o dos trimestres, aunque el atesoramiento de trabajo puede implicar un ajuste más paulatino, dependiendo de cómo perciban los empleadores la naturaleza y la duración de la recesión, así como la necesidad de retener a los trabajadores cualificados.

Ajustes en el mercado de trabajo desde la recesión de 2008-2009

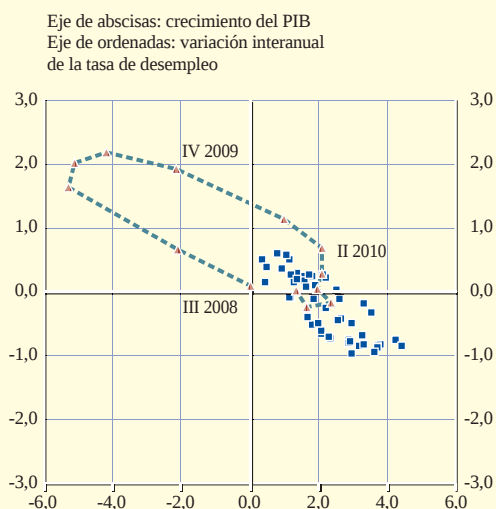
Al inicio de la recesión de 2008-2009, el empleo resistió bastante bien en la mayoría de los países como consecuencia, sobre todo, de los considerables ajustes realizados en las horas trabajadas².

1 Para un análisis más detallado de la evolución de los mercados de trabajo de la zona del euro hasta el primer trimestre de 2010, véase el artículo titulado «Ajustes de los mercados de trabajo a la recesión en la zona del euro», *Boletín Mensual*, BCE, julio de 2010.

2 Se utilizaron medidas para fomentar la flexibilidad en la organización del trabajo, es decir, planes de reducción de jornada, para contener el impacto de la recesión sobre el empleo.

Gráfico A Crecimiento del PIB y desempleo

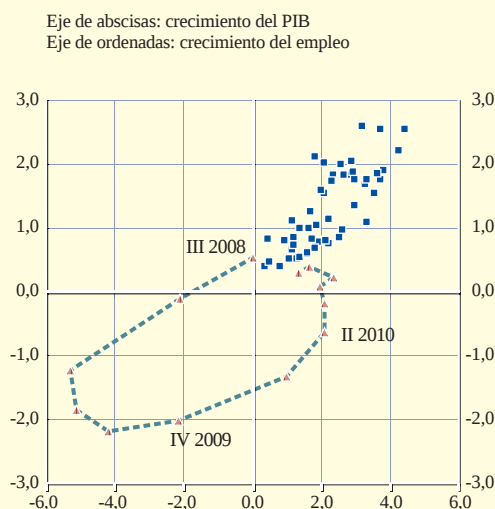
(crecimiento interanual; puntos porcentuales)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.
Nota: Los datos se refieren al período comprendido entre el primer trimestre de 1996 y el tercer trimestre de 2011.

Gráfico B Crecimiento del PIB y empleo

(crecimiento interanual)



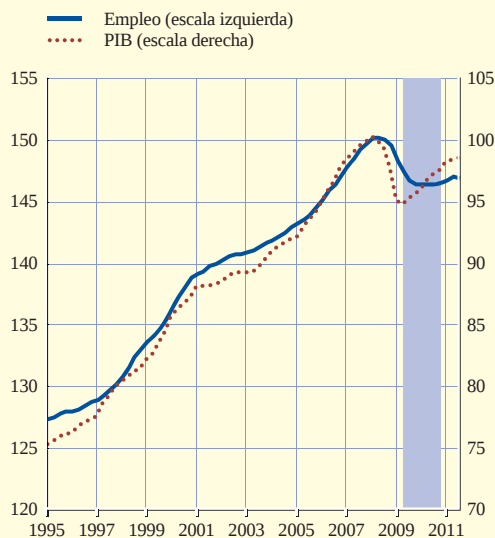
Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.
Nota: Los datos se refieren al período comprendido entre el primer trimestre de 1996 y el tercer trimestre de 2011.

No obstante, la gravedad y la persistencia de la recesión ocasionaron, en última instancia, una reducción del empleo y un acusado incremento del desempleo³. Los gráficos A y B muestran el ajuste efectuado en el mercado de trabajo en términos de desempleo y de empleo desde 1996. Desde el mismo inicio de la recesión, la relación entre la evolución del mercado de trabajo y la actividad económica parecieron divergir de su patrón normal⁴. Concretamente, el crecimiento del PIB cayó de forma acusada, pero el desempleo (y el empleo) no aumentó (se redujo) tanto como era de esperar, basándose en las regularidades históricas, lo que sugiere que se produjo cierto atesoramiento de trabajo. Últimamente, sin embargo, la relación parece estar de nuevo en línea con la experiencia histórica normal.

Períodos en los que se atesora trabajo, como el observado en la reciente recesión, pueden ir seguidos

Gráfico C Empleo y PIB

(millones de personas; índice II 2008 = 100)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.
Nota: Las últimas observaciones corresponden al tercer trimestre de 2011. El área sombreada indica el período en el que el crecimiento del PIB aumentó y el empleo cayó (es decir, «crecimiento sin empleo»).

- 3 Sin embargo, se observó una considerable heterogeneidad entre los países de la zona del euro. Por ejemplo, en Alemania el desempleo se redujo realmente durante la crisis, en parte como resultado de anteriores reformas del mercado de trabajo, por ejemplo, la reforma Hartz.
- 4 Este tema también se analizó en el recuadro titulado «¿Vuelta a la ley de Okun? Evolución reciente del producto y del desempleo en la zona del euro», *Boletín Mensual*, BCE, junio de 2011.

de un crecimiento económico sin aumento del empleo. Este fenómeno suele conocerse como «crecimiento sin empleo» o como «recuperación sin empleo». La decisión de una empresa de esperar un tiempo para contratar nuevos empleados puede deberse a que dispone de recursos infrautilizados a los que puede recurrir cuando la demanda vuelva a crecer. Así pues, a lo largo del ciclo económico es normal un cierto grado de atesoramiento de trabajo y de crecimiento sin empleo, lo que podría explicar, en parte, la reciente evolución de la zona del euro, que ha experimentado una recuperación algo débil del empleo, pese a haberse invertido la tendencia negativa del PIB (véase gráfico C).

Evolución de los salarios en la zona del euro

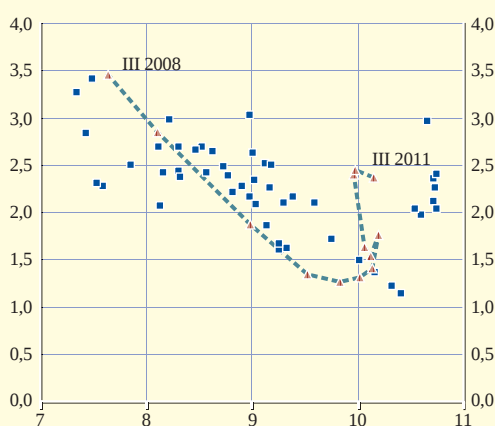
En respuesta a la recesión de 2008-2009, el crecimiento salarial de la zona se moderó. Como consecuencia de la gravedad de la recesión y del correspondiente aumento del paro, se observó un pronunciado impacto a la baja sobre la remuneración de los asalariados en 2009, que pasó de un máximo muestral a cerca del mínimo de la muestra en menos de un año (véase gráfico D). El crecimiento de los salarios negociados también disminuyó tras la recesión. Sin embargo, parece que la caída del crecimiento de los salarios negociados no reflejó la debilidad del mercado de trabajo hasta finales de 2009. Por lo tanto, el componente salarial variable (es decir, bonus y pago de horas extraordinarias) parece haberse ajustado a la atonía del mercado de trabajo con más rapidez que los salarios negociados. En general, la relación entre el paro y los salarios negociados parece ser menos estrecha que entre la remuneración por asalariado y el desempleo, como indica la relación del tipo de la curva de Phillips que se presenta en los gráficos D y E.

Las cifras más recientes de 2011 muestran que la remuneración por asalariado se desvió algo de su patrón normal (véase gráfico D). Aunque la situación del mercado de trabajo continuaba siendo frágil, con un alto nivel de desempleo, la remuneración por asalariado aumentó. Durante 2011, la tasa de

Gráfico D Remuneración por asalariado y desempleo

(porcentajes; crecimiento interanual)

Eje de abscisas: tasa de desempleo
Eje de ordenadas: remuneración por asalariado

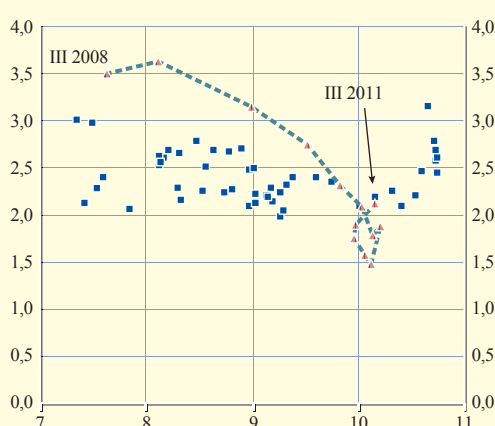


Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.
Nota: Los datos se refieren al período comprendido entre el primer trimestre de 1996 y el tercer trimestre de 2011.

Gráfico E Salarios negociados y desempleo

(porcentajes; crecimiento interanual)

Eje de abscisas: tasa de desempleo
Eje de ordenadas: salarios negociados

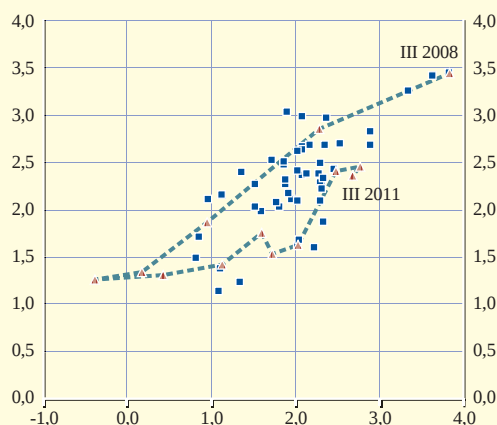


Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.
Nota: Los datos se refieren al período comprendido entre el primer trimestre de 1996 y el tercer trimestre de 2011.

Gráfico F Remuneración por asalariado e IAPC

(crecimiento interanual)

Eje de abscisas: IAPC
Eje de ordenadas: remuneración por asalariado

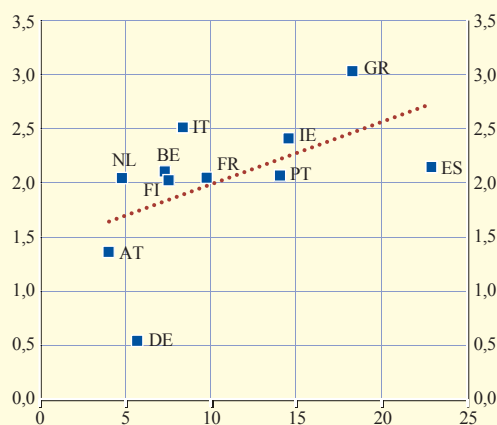


Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.
Nota: Los datos se refieren al período comprendido entre el primer trimestre de 1996 y el tercer trimestre de 2011.

Gráfico G Costes laborales unitarios y tasa de desempleo en algunos países de la zona del euro

(porcentajes; crecimiento interanual)

Eje de abscisas: tasa de desempleo
Eje de ordenadas: variación media de los costes laborales unitarios



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.
Notas: La variación media de los costes laborales unitarios se refiere al período comprendido entre el primer trimestre de 2001 y el tercer trimestre de 2011 para todos los países. Los datos relativos a la tasa de desempleo corresponden al cuarto trimestre de 2011 (en el caso de Grecia e Italia, se refieren al tercer trimestre de 2011).

crecimiento de los salarios se aceleró, hasta situarse en niveles ligeramente más elevados que su media histórica. Por el contrario, los salarios negociados se mantuvieron por debajo de su media histórica.

Aunque la dinámica salarial se ve muy influida por el ajuste en las horas trabajadas por persona ocupada, los bruscos movimientos observados en la remuneración por asalariado en 2011, a pesar de la debilidad del mercado de trabajo, podrían haber tenido su origen en la evolución de los precios en la zona del euro. Se han observado presiones inflacionistas, debido a los altos precios de los alimentos y la energía, así como a las subidas impositivas en algunos países. En varios países, los salarios están indiciados con la inflación pasada, lo que puede impedir que se produzcan ajustes salariales cuando se deteriora el mercado de trabajo. El gráfico F muestra que la remuneración por asalariado y el IAPC se mueven al unísono en la zona del euro y que el reciente crecimiento de los salarios ha sido bastante acorde con la relación histórica. La relación es positiva, lo que significa que salarios más elevados están asociados a precios más altos, y viceversa.

En resumen, este recuadro ilustra que la recesión de 2008-2009 ocasionó ciertas divergencias en la estrecha relación histórica existente entre la evolución del mercado de trabajo y la actividad económica en la zona del euro. No obstante, los últimos datos disponibles muestran que esta relación vuelve a estar en línea con su patrón normal, sugiriendo un deterioro de la situación del mercado de trabajo en el contexto de un menor crecimiento en la zona. En este recuadro solo se analiza el ajuste en el mercado de trabajo de la zona en su conjunto, pese a que este ha variado considerablemente de un país a otro, reflejando diferencias en la flexibilidad laboral y en los entornos institucionales, así como en los avances realizados en relación con las reformas estructurales. En general, los países de la zona del euro en los que los costes laborales han crecido relativamente rápido en el largo plazo han

experimentado una tasa de desempleo más elevada (véase gráfico G). La moderación salarial y la flexibilidad laboral son, por tanto, factores clave para reducir el desempleo en estos países, especialmente en la coyuntura actual, ya que los indicadores de corto plazo muestran un nuevo deterioro en la situación del mercado de trabajo. Así pues, la contención del crecimiento de los salarios es crucial para apoyar el empleo.

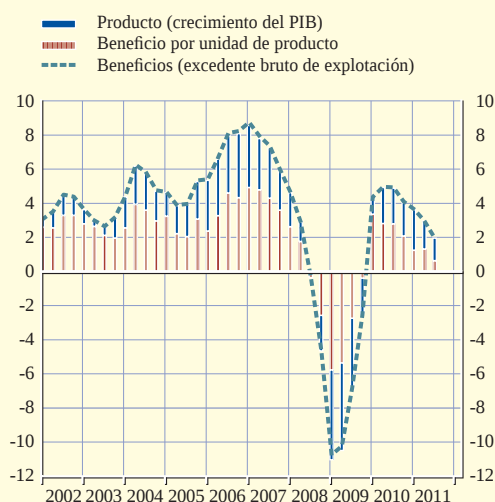
3.4 EVOLUCIÓN DE LOS BENEFICIOS EMPRESARIALES

El crecimiento de los beneficios empresariales (medido en términos del excedente bruto de explotación) disminuyó en el tercer trimestre de 2011, hasta situarse en el 2%, en tasa interanual, después de haberse mantenido en torno al 3,5%, en promedio, en el primer y segundo trimestre del año (véase gráfico 49). Esta marcada desaceleración del crecimiento de los beneficios empresariales refleja la moderación del crecimiento interanual del PIB y, en particular, el avance más moderado de los beneficios por unidad de producto (margen por unidad de producto) relacionado con el notable descenso del crecimiento de la productividad. El nivel de beneficios se mantuvo en torno al 2% por debajo del máximo registrado antes de la recesión de 2008-2009, durante la cual los beneficios disminuyeron alrededor del 11%.

Por lo que respecta a los grandes sectores económicos, el crecimiento interanual de los beneficios empresariales en el sector de servicios de mercado descendió hasta situarse en el 0,7% en el tercer trimestre de 2011. Esta tasa fue inferior a la media del 2,2% registrada en los dos trimestres anteriores. En cambio, en el sector industrial (excluida la construcción), el crecimiento interanual de los beneficios empresariales se mantuvo en el 8,7%, una tasa similar a la observada en los dos trimestres precedentes (véase gráfico 50). En tasa intertrimestral, el crecimiento de los beneficios empresariales aumentó moderadamente en el sector de servicios de mercado, pero de forma acusada en el sector industrial.

Gráfico 49 Detalle del crecimiento de los beneficios por producto y beneficio por unidad de producto en la zona del euro

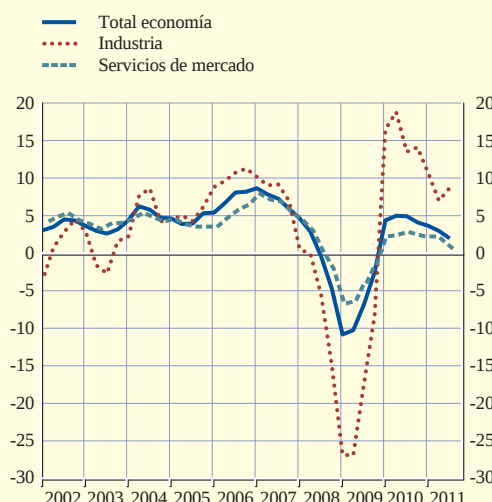
(tasas de variación interanual; datos trimestrales)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Gráfico 50 Evolución de los beneficios en la zona del euro por principales ramas de actividad

(tasas de variación interanual; datos trimestrales)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

3.5 PERSPECTIVAS DE INFLACIÓN

De cara al futuro, es probable que la inflación se mantenga por encima del 2 % en 2012, debido, en gran medida, a los recientes aumentos de los precios de la energía, así como a las subidas de los impuestos indirectos anunciadas recientemente. Sobre la base de los precios actuales de los futuros sobre materias primas, las tasas de inflación interanual deberían caer nuevamente por debajo del 2 % a principios de 2013. En un futuro más lejano, en un contexto de crecimiento moderado en la zona del euro y de expectativas de inflación a largo plazo bien ancladas, las presiones inflacionistas subyacentes deberían seguir siendo limitadas.

De forma más detallada, las perspectivas de inflación a corto plazo siguen dependiendo, en gran medida, de los precios del petróleo. La reciente subida de los precios del petróleo está relacionada, en parte, con las tensiones en torno al embargo de las importaciones de petróleo iraní previsto por la UE. No obstante, a pesar del reciente repunte de los precios del petróleo (y de los precios de los futuros del petróleo), se espera que la tasa de variación interanual del componente energético del IAPC disminuya en los próximos meses como resultado de efectos de base¹. Con todo, la medida en que estos efectos de base serán realmente evidentes en el perfil de este componente dependerá de hasta qué punto se cumplan las expectativas incorporadas actualmente en los precios de los futuros del petróleo (es decir, ligeros descensos, o al menos ningún incremento sustancial adicional, de los precios del crudo).

Dados los actuales precios de los futuros sobre materias primas alimenticias, se espera que la tasa de crecimiento interanual de los precios de los alimentos alcance su máximo en la primera parte de 2012, antes de empezar a moderarse a partir de entonces, principalmente como resultado de efectos de base a la baja. No obstante, existe un elevado grado de incertidumbre en torno a las perspectivas de los precios de las materias primas. Asimismo, el alcance de la transmisión de las subidas de los precios de las materias primas dependerá de la fortaleza de la demanda de los consumidores, así como del comportamiento de productores y minoristas, que podrían reaccionar a la variación de los precios ajustando sus márgenes.

Los indicadores adelantados de la inflación de los bienes industriales no energéticos disponibles, como la evolución de los precios industriales y de los precios de importación de los bienes de consumo (excluidos los alimentos y el tabaco en ambos casos), indican que la inflación de los bienes no industriales no disminuirá significativamente en los próximos meses. En particular, es posible que las presiones a la baja procedentes de la desaceleración del producto y de la demanda se vean contrarrestadas por las presiones al alza generadas por las subidas de los impuestos indirectos.

Del mismo modo, se espera que la inflación de los precios de los servicios se mantenga, en general, estable en su nivel actual durante los próximos meses, reflejando una evolución moderada de la demanda interna y unas presiones salariales contenidas en gran medida.

Los últimos datos sobre indicadores de costes laborales señalan que las presiones sobre los costes internos se han estabilizado. A medio plazo, es probable que las presiones sobre los costes laborales continúen siendo contenidas, habida cuenta de unas perspectivas de crecimiento bastante débiles y de la persistente atonía del mercado de trabajo. Se espera que el crecimiento de los beneficios empresariales se modere nuevamente en consonancia con las perspectivas de crecimiento modesto de la actividad económica y de evolución moderada de la productividad.

¹ Para más detalles, véase el recuadro titulado «Efectos de base y su impacto en la inflación medida por el IAPC en 2012», *Boletín Mensual*, BCE, febrero de 2012.

Las proyecciones macroeconómicas de marzo de 2012 elaboradas por los expertos del BCE para la zona del euro sitúan la inflación interanual medida por el IAPC en un intervalo comprendido entre el 2,1 % y el 2,7 % en 2012, y entre el 0,9 % y el 2,3 % en 2013. En comparación con las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema de diciembre de 2011, los intervalos de la inflación medida por el IAPC han aumentado, principalmente el intervalo correspondiente a 2012.

Se considera que los riesgos para las tasas de inflación medida por el IAPC proyectadas para los próximos años continúan estando, en general, equilibrados, y que los riesgos al alza a corto plazo proceden, principalmente, de unos niveles más elevados de los precios del petróleo y de incrementos de los impuestos indirectos. Sin embargo, siguen existiendo riesgos a la baja relacionados con una evolución de la actividad económica más débil de lo esperado.

4 PRODUCTO, DEMANDA Y MERCADO DE TRABAJO

El PIB real de la zona del euro se contrajo un 3% en el cuarto trimestre de 2011. Según los últimos datos procedentes de las encuestas de opinión, se observan señales de estabilización en la actividad económica, aunque aún en un nivel reducido. De cara al futuro, se espera que la economía de la zona del euro se recupere paulatinamente a lo largo del año. La demanda externa, los bajísimos tipos de interés a corto plazo vigentes en la zona del euro y todas las medidas adoptadas para favorecer el funcionamiento adecuado del sector financiero deberían respaldar las perspectivas de la actividad económica. Sin embargo, se prevé que las tensiones que todavía persisten en los mercados de deuda soberana de la zona del euro y su impacto en las condiciones de concesión de crédito, así como el proceso de ajuste de los balances en los sectores financiero y no financiero, continúen moderando el dinamismo subyacente del crecimiento.

Esta valoración se ve reflejada, asimismo, en las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE para la zona del euro de marzo de 2012, según las cuales el crecimiento anual del PIB real se situará en un intervalo comprendido entre el -0,5% y el 0,3 en 2012 y entre el 0,0% y el 2,2% en 2013. En comparación con las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema de diciembre de 2011, los intervalos se han desplazado ligeramente a la baja. Estas perspectivas siguen estando sometidas a riesgos bajistas.

4.1 PIB REAL Y COMPONENTES DE LA DEMANDA

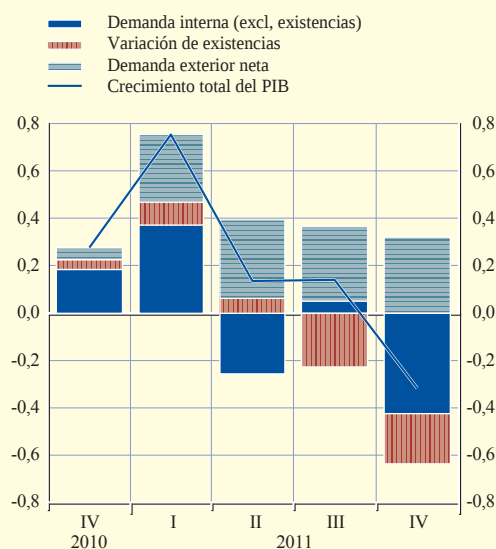
De acuerdo con la segunda estimación de Eurostat, el PIB real de la zona del euro se contrajo un 0,3%, en tasa intertrimestral, en el cuarto trimestre de 2011, tras las tasas de crecimiento positivas, pero en descenso, que se registraron en los tres trimestres anteriores del año (véase gráfico 51). Como resultado, el PIB creció un 1,4% en 2011, cifra algo más baja de lo que los analistas habían previsto un año antes. El resultado para el cuarto trimestre refleja las contribuciones negativas de la demanda interna y de la variación de existencias, mientras que la contribución de la demanda exterior neta fue positiva. Se prevé una mejora moderada en el primer trimestre de 2012, ya que los indicadores disponibles apuntan a un crecimiento del PIB prácticamente nulo en ese trimestre, tras la caída del producto que se registró a finales de 2011.

CONSUMO PRIVADO

Después de experimentar un incremento intertrimestral del 0,3% en el tercer trimestre de 2011, el consumo privado se redujo un 0,4%, en tasa intertrimestral, siguiendo su descenso con respecto al máximo observado en el primer trimestre de 2008. El resultado para el cuarto trimestre de 2011 es probable que refleje el crecimiento negativo del consumo de servicios y de bienes, aunque las matriculaciones de automóviles aumentaron ligeramente. La información reciente procedente de los indicadores a corto plazo y de las encuestas apunta a la continua debilidad del gasto en consumo en la zona del euro en el período siguiente.

Gráfico 51 Crecimiento del PIB real y contribuciones

(tasa de crecimiento intertrimestral y contribuciones trimestrales en puntos porcentuales; datos desestacionalizados)



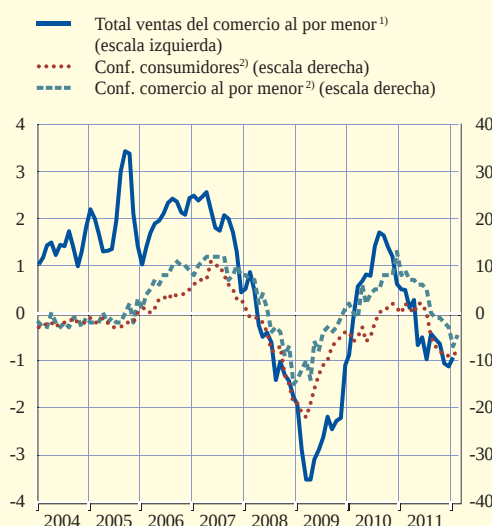
Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

La lenta recuperación del consumo refleja fundamentalmente las variaciones registradas en la renta real, que se encuentra entre los principales determinantes de la evolución tendencial del gasto en consumo. Aunque la renta real agregada se vio respaldada por el positivo crecimiento del empleo durante 2011, la subida de precios de los alimentos y de la energía le afectó, al mismo tiempo, negativamente. No obstante, de cara al futuro, la influencia de estos factores debería desaparecer, pues se prevé una reducción gradual de la inflación (véase sección 3), al tiempo que la situación del mercado de trabajo probablemente continúe siendo frágil. La renta real de los hogares disminuyó ligeramente, en tasa interanual, en el tercer trimestre de 2011 por primera vez desde 2010. Como resultado, la tasa de ahorro se redujo aún más y ahora se sitúa en el mismo nivel que a comienzos de 2006.

Por lo que se refiere a la dinámica a corto plazo en el primer trimestre de 2012, todos los indicadores apuntan a una debilidad sostenida del gasto en consumo. Aunque en enero las ventas del comercio al por menor se incrementaron un 0,3% con respecto al mes anterior, el nivel se situó un 0,2% por debajo del nivel medio del cuarto trimestre de 2011. El índice de directores de compras (PMI) relativo a las ventas del comercio al por menor pasó de 42,9 en enero a 47,9 en febrero y sigue indicando una caída en las ventas, pues esta cifra se sitúa por debajo del umbral de expansión de 50. Según las encuestas de opinión de la Comisión Europea, la confianza del comercio al por menor se situó, en promedio, durante estos dos meses, por debajo de su nivel medio en el cuarto trimestre de 2011 y de su media de largo plazo. Las matriculaciones de automóviles en la zona del euro disminuyeron un 12,2%, en tasa intermensual, en enero, un resultado que se debió fundamentalmente a que se registraron cifras muy extremas en varios países. En enero de 2012, las matriculaciones se situaron un 10% por debajo de su nivel medio en el cuarto trimestre de 2011, lo que representa un deterioro significativo con respecto al cuarto trimestre, cuando las matriculaciones se elevaron un 1,4%, en tasa intertrimestral. Además, el indicador de la Comisión Europea de grandes compras esperadas empeoró entre enero y febrero de 2012, permaneciendo así en niveles históricamente reducidos e indicando una sostenida falta de dinamismo en el consumo de bienes duraderos. Por el contrario, el indicador de confianza de los consumidores, que ofrece una idea razonable de la evolución tendencial del consumo, mejoró en febrero por segundo mes consecutivo, tras haber retrocedido en el segundo semestre de 2011 (véase gráfico 52). Sin embargo, el índice sigue estando muy por debajo de su media histórica y, por lo tanto, es coherente con la débil evolución del gasto en consumo. En el recuadro 8 se examina la evolución reciente de la confianza de los consumidores desde una perspectiva de más largo plazo.

Gráfico 52 Ventas del comercio al por menor y confianza del comercio al por menor y de los hogares

(datos mensuales)



Fuentes: Encuestas de opinión de la Comisión Europea y Eurostat.

1) Tasas de variación interanual; medias móviles de tres meses; datos ajustados por días laborables. Incluido el combustible.

2) Saldos netos; datos desestacionalizados ajustados a la media.

Recuadro 8

EVOLUCIÓN RECIENTE DE LA CONFIANZA DE LOS CONSUMIDORES Y SU RELACIÓN CON EL CONSUMO PRIVADO

La confianza de los consumidores aumentó en febrero de 2012 por segundo mes consecutivo, tras observarse un acusado descenso en el segundo semestre de 2011, y, si bien se mantiene muy por debajo de su nivel medio de largo plazo, se sitúa muy por encima del mínimo registrado en marzo de 2009, durante la recesión. En este recuadro se analiza la evolución reciente de la confianza de los consumidores en la zona del euro y en los cuatro países más grandes de la misma, así como la utilidad de este indicador para evaluar la evolución del consumo privado.

Diferencias entre los países en la confianza de los consumidores

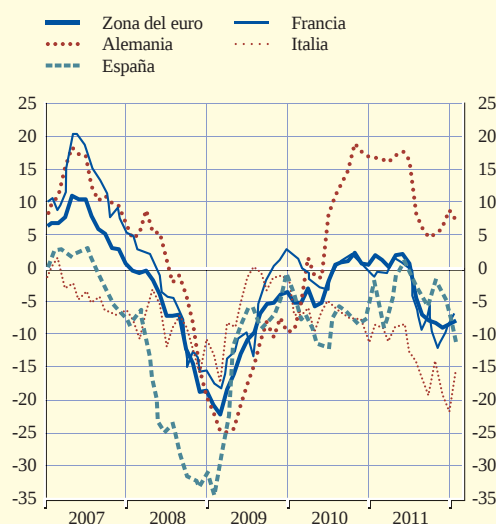
La reciente mejora observada en la confianza de los consumidores de la zona del euro en su conjunto oculta comportamientos distintos en los diferentes países (véase gráfico A). Si se examina la evolución de la confianza de los consumidores desde el nivel mínimo registrado en marzo de 2009, se observa que ha mejorado en Alemania y en España. En Francia, la confianza ha experimentado una mejora limitada, mientras que, en Italia, tras una recuperación inicial, se deterioró gradualmente hasta situarse en niveles similares a los registrados durante la recesión de 2008-2009.

Factores determinantes de la confianza de los consumidores

Para analizar con más detalle los factores que han determinado la confianza de los consumidores desde comienzos de 2009, es necesario analizar los cuatro componentes del indicador, que se corresponden con las preguntas de la encuesta mensual de consumidores de la Comisión Europea. Entre otras cosas, en la encuesta se pregunta a los participantes acerca de sus expectativas sobre la evolución en los doce meses siguientes de: i) la situación económica general; ii) el desempleo; iii) la situación financiera de su hogar, y iv) sus intenciones con respecto al ahorro. El indicador de confianza de los consumidores es la media aritmética de los saldos de las preguntas de la encuesta¹, aplicándose a todas las preguntas ponderaciones equivalentes. El gráfico B muestra las contribuciones de los cuatro componentes al indicador de confianza de los consumidores de la zona del euro desde el nivel mínimo alcanzado durante la recesión más reciente.

Gráfico A Evolución de la confianza de los consumidores

(saldos netos; desviaciones con respecto a las medias de largo plazo)



Fuentes: Comisión Europea y cálculos del BCE.

1 Los saldos de la encuesta para cada componente se calculan como porcentaje de los encuestados que prevén una mejora, al que se le resta el porcentaje de encuestados que esperan un deterioro, y del que se descartan las respuestas «se mantuvo igual» y «no sé». Se expresan en saldos netos.

En la zona del euro, la contribución más importante a la mejora de la confianza de los consumidores entre marzo de 2009 y junio de 2011 procedió de cambios en las expectativas relacionados con la evolución del desempleo, seguidos de variaciones en las expectativas relativas a la situación económica general. Las opiniones de los encuestados sobre el ahorro esperado y sobre la situación financiera de sus hogares también mejoraron, aunque en menor medida. En general, las respuestas a las preguntas relativas a la economía en su conjunto muestran una variación mucho mayor a lo largo del ciclo económico que las respuestas a las preguntas sobre la situación de los hogares. Teniendo esto en cuenta, las contribuciones de los cuatro componentes a la mejora global del indicador de confianza de los consumidores desde comienzos de 2009 están prácticamente en consonancia con el patrón histórico. Todos los componentes presentan un alto grado de correlación, contribuyendo los cuatro a la recuperación de la confianza de los consumidores desde el nivel mínimo más reciente, así como a la caída en la confianza registrada en la segunda mitad de 2011. Desde mediados de 2011, los cuatro componentes se han situado por debajo de sus niveles medios de largo plazo, como se muestra en el gráfico B.

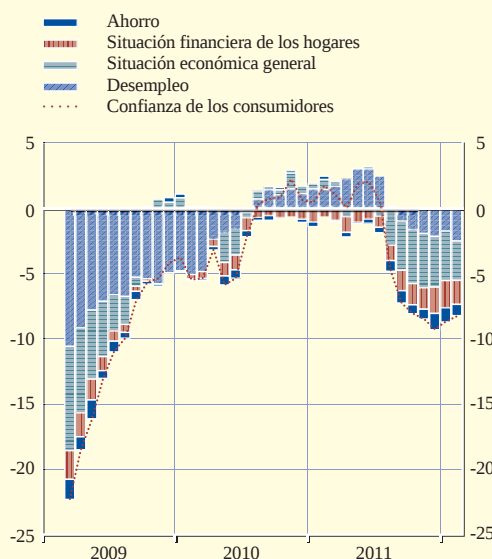
La relación con la evolución del consumo privado

La utilidad del indicador de confianza de los consumidores para evaluar la evolución del consumo privado en la zona del euro puede ilustrarse analizando las correlaciones entre el saldo de la encuesta y el crecimiento del consumo privado real en términos interanuales e intertrimestrales. En general, el indicador de confianza de los consumidores muestra una correlación relativamente elevada (0,72) con la evolución interanual del consumo privado (véanse cuadro y gráfico C), mientras que la correlación con el crecimiento intertrimestral del consumo privado es de 0,49². Si se consideran períodos muestrales de cinco

2 Las preguntas de la encuesta son prospectivas, es decir, sería de esperar que los resultados estuvieran correlacionados con el consumo privado. Sin embargo, en la práctica, las correlaciones contemporáneas son más elevadas que las correlaciones del consumo privado actual con la confianza de los consumidores pasada.

Gráfico B Confianza de los consumidores en la zona del euro y contribuciones de los componentes

(saldos netos; desviaciones con respecto a las medias de largo plazo)



Fuentes: Comisión Europea y cálculos del BCE.

Gráfico C Consumo privado y confianza de los consumidores en la zona del euro

(tasa de variación interanual, saldos netos, estandarizada)



Fuentes: Comisión Europea, Eurostat y cálculos del BCE.

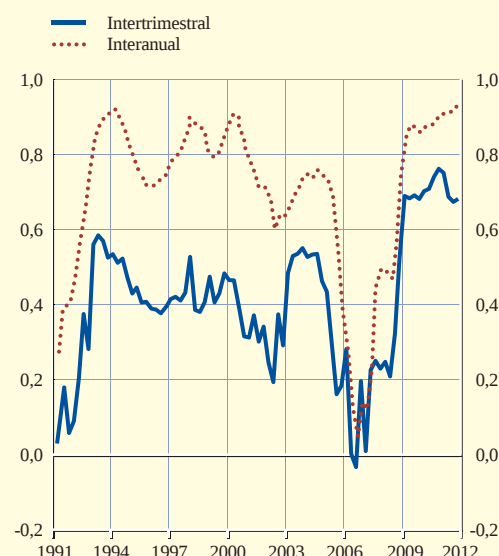
años, las correlaciones varían significativamente a lo largo del tiempo (véase gráfico D). En concreto, durante el período 2001-2007 se produjo una desconexión temporal entre las dos variables. En este período, los episodios de elevada incertidumbre y de tensiones geopolíticas afectaron a la confianza de los consumidores, mientras que el crecimiento del consumo privado fue bastante estable. Posteriormente, la correlación entre las dos variables aumentó considerablemente, hasta un nivel por encima de la media histórica, lo que podría reflejar cambios estructurales en la relación de las dos variables. Esto también lo sugieren los resultados de los contrastes de robustez realizados sobre los parámetros estimados de regresiones simples del crecimiento del consumo privado (tanto en términos interanuales como intertrimestrales) sobre la confianza de los consumidores a lo largo de diferentes períodos muestrales.

La correlación entre la confianza de los consumidores y el crecimiento del consumo privado difiere significativamente entre los países. Centrándose en los cuatro países más grandes de la zona del euro, la correlación con el crecimiento del consumo privado es relativamente elevada en España, algo más reducida en Francia e Italia y especialmente baja en Alemania (véase cuadro). Los cuatro países muestran fluctuaciones en la correlación a lo largo del tiempo, mostrando el período de cinco años más reciente una correlación más elevada que el período de cinco años anterior.

En general, la utilidad del indicador de confianza de los consumidores para evaluar la evolución del consumo privado real varía de un país a otro, así como de un período a otro. Conviene ser cauto a la hora de extraer conclusiones sobre el crecimiento del consumo a partir de la confianza de los consumidores, debido a la inestabilidad de la relación tanto a nivel de país como de la zona del euro. Sin embargo, esta información puede ser de utilidad si se emplea en conjunción con otros indicadores coyunturales de consumo. La reciente mejora de la confianza de los consumidores en la zona del euro puede considerarse, por tanto, una señal positiva para el crecimiento del consumo privado real en el período próximo.

Gráfico D Correlación entre el crecimiento del consumo privado y la confianza de los consumidores en la zona del euro

(correlación a lo largo de un período móvil de cinco años)



Fuentes: Comisión Europea, Eurostat y cálculos del BCE.

Nota: La fecha en el eje de abscisas corresponde al fin del respectivo período de cinco años sobre el que se calcula la correlación.

Correlación contemporánea entre la confianza de los consumidores y el crecimiento del consumo privado real

	Términos interanuales	Términos intertrimestrales
Alemania	0,34	0,18
España	0,75	0,70
Francia	0,63	0,37
Italia	0,60	0,38
Zona del euro	0,72	0,49

Fuentes: Comisión Europea, Eurostat y cálculos del BCE.

Notas: Los datos corresponden al período comprendido entre el primer trimestre de 1985 y el cuarto trimestre de 2011 (para Italia, solo se dispone de datos hasta el tercer trimestre de 2011).

INVERSIÓN

La mejora gradual de la formación bruta de capital fijo durante los dos años anteriores quedó interrumpida a mediados de 2011. El crecimiento intertrimestral de la inversión se redujo un 0,7 % en el cuarto trimestre, implicando una contracción por tercer trimestre consecutivo.

No se dispone aún de una desagregación completa de la formación de capital para el cuarto trimestre de 2011. Los indicadores de coyuntura sugieren que es probable que la inversión, excluida la construcción —que representa la mitad de la inversión total—, haya sido muy débil. Se prevé que la contenida evolución de los beneficios y de la economía en general, sumada a las restrictivas condiciones de financiación, modere el crecimiento de la inversión, excluida la construcción, en el cuarto trimestre de 2011. La caída de la utilización de la capacidad productiva y de la confianza industrial, así como los datos agregados de los países, confirman este panorama. Es probable que tanto la construcción residencial como la no residencial se hayan contraído en el cuarto trimestre, como sugiere el deterioro de los indicadores de producción mensuales y de la confianza de la construcción. Asimismo, es posible que, en ese trimestre, las condiciones de financiación más restrictivas hayan moderado la inversión en construcción. Además, la consolidación fiscal en marcha en muchos países de la zona del euro también siguió afectando a la inversión pública.

Los pocos indicadores tempranos disponibles para el primer trimestre de 2012 sugieren que se mantiene la debilidad del crecimiento de la formación de capital, excluida la construcción, en la zona del euro. Los nuevos pedidos de bienes de equipo procedentes de la zona del euro descendieron de nuevo en diciembre de 2011. La tasa de utilización de la capacidad productiva se ha estabilizado prácticamente en un nivel inferior al de su media histórica. Las condiciones de financiación han continuado siendo restrictivas, frenando con ello la formación de capital productivo. Si bien los datos sobre confianza industrial procedentes de encuestas, como el índice PMI de manufacturas y su componente de nuevos pedidos, mostraron una cierta mejora tanto en enero como en febrero de 2012, los niveles registrados siguen apuntando a una contracción en el sector. Aunque las perspectivas de la inversión en construcción son algo más favorables para el primer trimestre de 2012 que para el trimestre precedente, se prevé que se mantenga la debilidad de la actividad, como consecuencia de los ajustes graduales que se están llevando a cabo en aquellas regiones en las que se había registrado una fuerte expansión en el período anterior a la crisis. Los datos de las encuestas también señalan una débil actividad en el sector.

Se espera que la inversión, excluida la construcción, aumente ligeramente a lo largo de 2012, en consonancia con la paulatina recuperación de la actividad económica general. Para la inversión en construcción, se prevé un crecimiento más limitado. Existen riesgos a la baja para las perspectivas, y la incertidumbre es elevada.

CONSUMO PÚBLICO

Últimamente, el crecimiento del consumo público ha sido moderado, como consecuencia de los esfuerzos de consolidación fiscal desplegados en varios países. Tras un ligero descenso intertrimestral en el tercer trimestre de 2011, el consumo público en términos reales continuó disminuyendo en el cuarto trimestre.

Si se consideran los componentes individuales, la contención de la remuneración de los empleados públicos, que supone casi la mitad del consumo público total, ha tenido un efecto moderador sobre el consumo público total en términos nominales. Esta contención es consecuencia de la moderada evolución de los salarios y de las reducciones de empleo observadas en varios países. El gasto en consumo público intermedio (que representa algo menos de un cuarto del total) también ha venido disminuyendo, debido a los esfuerzos de consolidación llevados cabo por los Gobiernos. Las transferencias sociales en

especie, que también representan en torno a un cuarto del consumo público, han crecido más en consonancia con las medias históricas. Esto es así porque las transferencias sociales en especie incluyen partidas como el gasto sanitario, cuya dinámica es, en cierta medida, autónoma.

De cara al futuro, se prevé que el impulso de la demanda interna procedente del consumo público siga siendo limitado en los próximos trimestres, como resultado de los nuevos esfuerzos de consolidación que se espera que se acometan en varios países de la zona del euro.

EXISTENCIAS

La acusada desaccumulación de existencias observada durante la profunda recesión de 2008 y 2009 y la posterior reposición parcial registrada durante la recuperación dejaron a los productores con un nivel de existencias bastante reducido. Sin embargo, la desaceleración de la actividad sigue exigiendo que se reduzca ligeramente el ritmo de reposición neta de existencias que se observó a principios de 2011, con una significativa contribución negativa de las existencias al crecimiento en el segundo semestre de 2011.

La reposición de existencias reflejada en las cuentas nacionales desde el tercer trimestre de 2010 probablemente se debió en mayor medida a una recuperación de la actividad más intensa de lo previsto que a un intento deliberado por parte de las empresas de relajar las restrictivas políticas de inventarios que se habían establecido de forma gradual, sobre todo tras la quiebra de Lehman Brothers. Efectivamente, las encuestas y alguna otra evidencia anecdótica apuntan hacia unas existencias gestionadas con criterios más restrictivos a lo largo de la cadena de producción desde 2010 hasta mediados de 2011. Sin embargo, la conjunción de sustanciales aumentos netos observados en las existencias a mediados de 2011 (0,7% del PIB, en términos nominales, en el segundo trimestre de 2011) y el marcado deterioro de las perspectivas de negocio en el verano de 2011 indujo a las empresas a efectuar rápidamente, en cuestión de unos pocos meses, una nueva valoración de los niveles de existencias. Según las encuestas de opinión de la Comisión Europea, actualmente se considera que estos niveles están próximos a los niveles normales. De hecho, el saldo de la valoración (en lo que respecta a si las existencias están por encima, por debajo o próximas a los niveles normales) ha retornado a su media histórica. Hasta hace poco, las encuestas PMI también tendían a apuntar a un patrón de reducción acelerada de las existencias de bienes intermedios y al por menor en el cuarto trimestre de 2011 y, en menor medida, de las existencias de productos terminados por parte de los productores (reflejando algunos incrementos involuntarios de las existencias citadas o disminuciones menores de lo esperado).

Esta nueva configuración explica las contribuciones negativas de las existencias al crecimiento, cifradas en -0,2 puntos porcentuales tanto en el tercer como en el cuarto trimestre de 2011, que invirtieron la secuencia de contribuciones principalmente positivas observadas en los ocho trimestres anteriores. Si se tiene en cuenta la desaceleración de la actividad y el ritmo de reposición que se reflejan en las cuentas nacionales, existe la posibilidad de que se observen nuevas contribuciones negativas en los próximos trimestres. Sin embargo, debido a que se parte de un nivel de existencias bastante reducido, el alcance de una desaccumulación similar a la registrada tras la quiebra de Lehman Brothers parece muy limitado en este momento. La evidencia más reciente, correspondiente a febrero de 2012, procedente de las encuestas de opinión (de la Comisión Europea y del PMI), que apunta a una desaceleración bastante marcada del ritmo de desaccumulación de existencias, sugeriría que podría producirse una reversión antes de lo esperado.

COMERCIO EXTERIOR

Las importaciones de la zona del euro continuaron yendo a la zaga de las exportaciones en el último trimestre de 2011, en consonancia con el patrón observado a lo largo del año. De hecho, en el cuarto trimestre las importaciones y las exportaciones de bienes y servicios disminuyeron un 1,2% y un 0,4%,

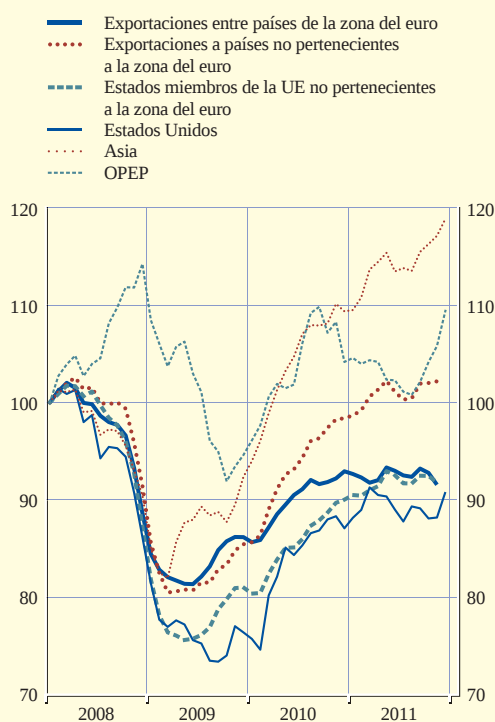
respectivamente, en términos intertrimestrales. Esta evolución dio lugar a una contribución positiva de la demanda exterior neta al crecimiento de la zona del euro en el cuarto trimestre de 2011 de 0,3 puntos porcentuales. Hay que destacar que la demanda exterior neta ha sostenido el crecimiento del PIB desde que la zona del euro empezó a recuperarse de la crisis financiera mundial de mediados de 2009, salvo por una contribución marginalmente negativa en el primer trimestre de 2010.

La contracción de las importaciones de la zona del euro en el último trimestre de 2011 se debió, principalmente, a una reducción de la demanda interna, aunque también tuvo importancia la depreciación del euro en términos efectivos nominales durante el segundo semestre de 2011. La debilidad de las exportaciones parece haber sido resultado, fundamentalmente, de la contracción del comercio entre países de la zona del euro y de las exportaciones a Estados miembros de la UE no pertenecientes a la zona, al menos en lo que respecta al comercio de bienes (véase gráfico 53). Habitualmente, estos mercados de destino representan en torno a dos tercios del total de las exportaciones de bienes de la zona del euro. Mientras tanto, las exportaciones de bienes a Asia, a los países de la OPEP y, en menor medida, a Estados Unidos crecieron a un fuerte ritmo. En este contexto, en el recuadro 9 se analiza la evolución de los intercambios comerciales dentro y fuera de la zona del euro.

A pesar de la débil dinámica del comercio a finales de 2011, los indicadores de coyuntura sugieren que las exportaciones de la zona del euro podrían cobrar fuerza en el corto plazo en un contexto de señales de estabilización de la demanda exterior. El PMI de nuevos pedidos exteriores del sector manufacturero de la zona del euro volvió a aumentar en febrero de 2011 y ahora se sitúa en 48,5, cinco puntos por encima del mínimo registrado en noviembre de 2011. Recientemente se han puesto de manifiesto algunas señales incipientes de estabilización en lo que se refiere a las importaciones. Sin embargo, las perspectivas a corto plazo de las importaciones de la zona del euro siguen siendo bastante contenidas, en consonancia con las perspectivas de que la recuperación de la actividad económica de la zona del euro se produzca de manera gradual.

Gráfico 53 Exportaciones nominales a algunos socios comerciales no pertenecientes a la zona del euro

(índices: enero de 2008 = 100; datos desestacionalizados; medias móviles de tres meses)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Recuadro 9

EVOLUCIÓN A LARGO PLAZO DE LOS INTERCAMBIOS COMERCIALES DENTRO Y FUERA DE LA ZONA DEL EURO

El comercio representa una contribución importante al desarrollo y al crecimiento económico de un país. Cuando se mide el PIB real de la zona del euro, solo contribuye a su crecimiento el comercio

exterior, es decir, el que se realiza con países no pertenecientes a la zona, ya que las exportaciones a países de dentro de la zona son, por definición, iguales a las importaciones que se registran dentro de la zona. Sin embargo, desde la perspectiva individual de cada país, el comercio, no solo extrazona, sino también intrazona, es una importante fuente de crecimiento. A continuación, se presenta una panorámica de la evolución del comercio total de bienes de los países de la zona del euro, así como del comercio de bienes dentro y fuera de la zona y la contribución neta resultante al crecimiento del PIB real desde la introducción del euro en 1999¹.

La medición de las contribuciones del comercio intrazona y extrazona al crecimiento requiere combinar varias fuentes estadísticas. En los datos trimestrales de las cuentas nacionales correspondientes a la zona del euro no se dispone de desglose entre los intercambios comerciales que se realizan dentro de la zona del euro y los que se realizan con países no pertenecientes a la zona. Sí existe desglose, en términos nominales, en las estadísticas mensuales de comercio de Eurostat, que ofrecen una cobertura coherente del comercio de bienes entre los países. Los porcentajes de participación en el comercio intrazona y extrazona obtenidos a partir de las estadísticas mensuales de comercio pueden aplicarse, a continuación, a los datos de las cuentas nacionales relativos al comercio total de bienes, a fin de calcular estimaciones de la contribución del comercio al crecimiento del PIB².

El comercio de bienes de la zona del euro creció significativamente en los diez últimos años: el nivel de las importaciones y las exportaciones reales en 2010 se situó más de un 50 % por encima del observado en 1999. El crecimiento del comercio fue más rápido que el crecimiento del PIB real, lo que dio lugar a una creciente apertura de la economía de la zona del euro, que, medida por la suma de las importaciones y las exportaciones de bienes como porcentaje del PIB en términos reales, ascendió al 64 % en 2010, en comparación con el 47 % de 1999.

El comercio de bienes entre países de la zona del euro representa alrededor de la mitad del comercio total de bienes de la zona (49 % en 2010, frente al 53 % en 1999) y fue equivalente a alrededor del 30 % del PIB de la zona en 2010³. Estudios empíricos muestran que el comercio bilateral entre los países de la zona del euro tiende a ser notablemente mayor de lo que cabría esperar basándose en factores determinantes típicos como la proximidad y el tamaño. Estos estrechos lazos comerciales pueden explicarse, en parte, por la existencia de un mercado único y una moneda única (el «efecto euro»)⁴.

Durante el período 2000-2010, el comercio de la zona del euro con terceros países creció a un ritmo más rápido que el comercio intrazona. Entre los años 2000 y 2010 el comercio de bienes con países no pertenecientes a la zona y los intercambios dentro de la zona aumentaron, en cifras acumuladas, un 71 % y un 43 %, respectivamente, en términos reales (véase gráfico A). Ello se debió, principalmente a que la demanda creció a un ritmo más rápido en el resto del mundo que en la zona del euro. Cabe

1 Se excluyen del análisis los países que se incorporaron a la zona del euro después de 2006, es decir, Estonia, Chipre, Malta, Eslovenia y Eslovaquia. El desglose entre comercio dentro y fuera de la zona del euro solo se aplica al comercio de bienes, debido a la falta de información sobre una desagregación equivalente del comercio de servicios.

2 La metodología de las estadísticas mensuales de comercio difiere de la empleada en las cuentas nacionales. En las primeras, las entradas (salidas) en el ámbito de la zona del euro se atribuyen al país de tránsito y no al de origen (destino final). El hecho de que los flujos comerciales se vean estimulados por los flujos en tránsito se denomina comúnmente «efecto Rotterdam». Por el contrario, en las cuentas nacionales, las entradas y salidas que se registran dentro de la zona del euro se atribuyen según el país de origen y de destino final. Otra diferencia significativa está en la valoración de los bienes: en las cuentas nacionales, los bienes se registran sin incluir los costes de transporte y seguro, mientras que las estadísticas mensuales de comercio sí se incluyen.

3 El volumen del comercio intrazona se ha sobreestimado, ya que las exportaciones de un país corresponden a las importaciones de otro. Sin esta doble contabilización, el porcentaje de esos intercambios comerciales ascendía a alrededor del 15 % del PIB en 2010.

4 Véase un resumen de la literatura sobre el «efecto euro», por ejemplo, en R. Baldwin *et al.*, «Study on the impact of the euro on trade and foreign direct investment», *European Economy Economic Papers*, n.º 321, mayo de 2008.

señalar que, en el período que siguió al desplome excepcional del comercio durante la recesión mundial de 2008-2009⁵, el comercio de la zona del euro con terceros países también se recuperó antes que el comercio entre países de la zona.

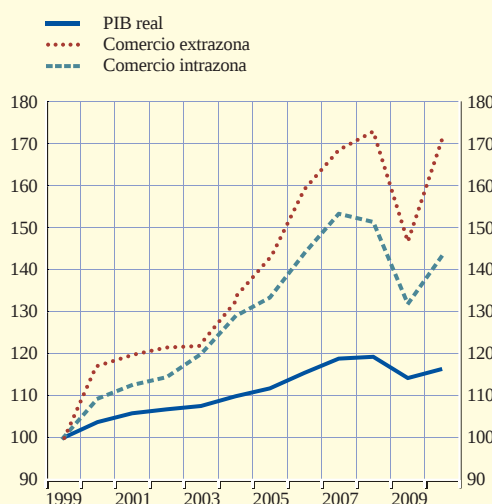
Es habitual referirse a la contribución de la demanda exterior neta al crecimiento del PIB real como una medida que recoge el efecto del comercio sobre el crecimiento económico. Cabe señalar, no obstante, que en ese ejercicio contable se pasan por alto importantes efectos del comercio sobre el crecimiento y el bienestar, por ejemplo, las externalidades de la tecnología y una variedad más amplia de productos⁶. Con todo, la contribución de la demanda exterior neta es un indicador de la evolución de la balanza comercial: una contribución positiva (negativa) en un país indica una mejora (un deterioro) de su balanza comercial. En un período más prolongado, el hecho de que la contribución de la demanda exterior neta de bienes sea positiva en promedio es señal de una mejora de la balanza comercial de bienes y de un aumento de la competitividad de las exportaciones, mientras que, si la contribución es negativa, refleja un deterioro constante de la balanza comercial de bienes en un país dado, lo que indica una pérdida de competitividad de las exportaciones.

Desde la perspectiva de la zona del euro en su conjunto, la demanda exterior neta de bienes contribuyó, en promedio, 0,1 puntos porcentuales al crecimiento del PIB real entre 2000 y 2010, lo que refleja la existencia de un superávit bastante estable en el comercio exterior de bienes como porcentaje del PIB durante este período (una media del 0,6%). Considerando los países individualmente, los resultados son heterogéneos, dada la diferente dinámica de la balanza comercial que se observa en cada uno de ellos. La demanda exterior neta total de bienes contribuyó positivamente al crecimiento del PIB durante el período 2000-2010 (véase gráfico B) en varios países, especialmente en el caso de Irlanda, que ha servido como plataforma de exportación para algunas compañías multinacionales de gran tamaño, seguida de Alemania, Países Bajos y Austria. Por lo que respecta a otros países, la contribución de la demanda exterior neta al crecimiento del PIB real fue, en general, neutra o negativa en promedio entre 2000 y 2010. Cabe señalar que la demanda exterior neta de bienes contribuyó negativamente al crecimiento del PIB real en Luxemburgo (centro comercial de servicios financieros) y en algunas de las economías menos abiertas de la zona del euro (Italia, España, Francia y Portugal).

Desagregando los datos se observa que la demanda exterior neta de bienes correspondiente al comercio intrazona contribuyó positivamente al crecimiento en los Países Bajos⁷, Irlanda y Grecia, y,

Gráfico A PIB real de la zona del euro y comercio intrazona y extrazona de bienes en términos reales

(índice: 1999 = 100; datos anuales)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

⁵ Véase «Evolución reciente del comercio mundial y de la zona del euro», *Boletín Mensual*, BCE, agosto de 2010.

⁶ Véase un resumen de la literatura sobre el tema, por ejemplo, en D. A. Irwin, *The Case for Free Trade: Theories, New Evidence*, capítulo 2, Princeton University Press, 2009.

⁷ No obstante, en el caso de los Países Bajos, la contribución positiva neta del comercio intrazona del euro al crecimiento del PIB real se ha sobreestimado debido al «efecto Rotterdam» (véase nota 2).

en menor medida, en Alemania y España (véase gráfico B). En Austria y, en menor grado, en Bélgica y Finlandia, la contribución negativa del comercio intrazona se compensó con una contribución más positiva del comercio extrazona. En otros países, la contribución negativa de la demanda exterior neta de bienes observada en promedio entre 2000 y 2010 y el deterioro general de la balanza de bienes reflejan, principalmente, la evolución del comercio con países pertenecientes a la zona del euro (Italia y España), mientras que, en algunos otros, es atribuible a la evolución de los intercambios entre países de la zona (Francia, Portugal y Luxemburgo).

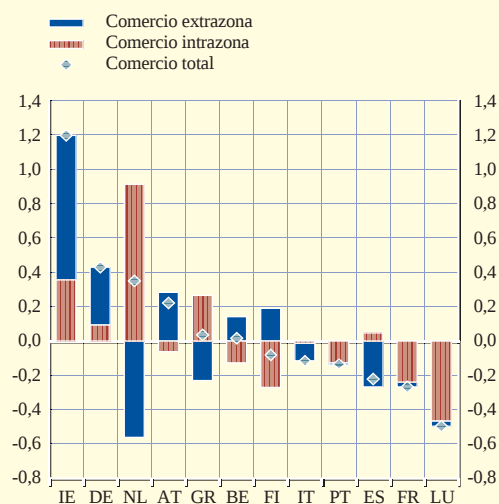
En la mayoría de los países de la zona del euro, la contribución media de la demanda exterior neta durante el período comprendido entre 2000 y 2010 no se modifica significativamente incluyendo o excluyendo el período posterior a 2008, salvo en el caso de España, Grecia y Finlandia. En el período previo a la crisis económica y financiera, España y Grecia registraron un crecimiento excesivo de la demanda interna, que se tradujo en notables contribuciones netas negativas del comercio al crecimiento del PIB real desde el año 2000 hasta 2008. Sin embargo, a partir de 2008, en un contexto de moderación de la demanda interna, la demanda exterior neta ha contribuido de forma importante al crecimiento del PIB real en esos países. En Finlandia, la contribución media de la demanda exterior neta de bienes al crecimiento del PIB real fue positiva entre los años 2000 y 2008. En 2009, el país registró la caída más acusada de las exportaciones y la mayor contribución neta negativa al crecimiento del PIB real en comparación con otros países de la zona del euro.

Al interpretar los resultados obtenidos hasta ahora, es necesario tener muy presente que el análisis excluye el comercio de servicios, que representa alrededor del 20 % del comercio total de la zona del euro⁸. En algunos países, la demanda exterior neta de servicios ha contribuido significativamente al crecimiento del PIB real a lo largo del tiempo. Es lo que ha ocurrido, en particular, en países con grandes sectores de servicios financieros o empresariales, como Luxemburgo e Irlanda, y también en Austria, Portugal y Alemania. En el caso de Austria y Portugal, el comercio de servicios de turismo y viajes ha sido especialmente importante, mientras que, en Alemania, la contribución positiva del comercio de servicios tuvo su origen en una amplia gama de sectores.

Por lo que respecta a la evolución más reciente, los datos disponibles para 2011 indican que, en la mayoría de los países de la zona del euro y en la zona en su conjunto, la demanda exterior neta total de bienes y servicios contribuyó significativamente al crecimiento del PIB real. La fuerte contribución positiva de este factor refleja un crecimiento más rápido de la demanda exterior de la zona del euro en comparación con el crecimiento de la demanda interna.

Gráfico B Contribución media al crecimiento del PIB real de la demanda exterior neta de bienes en algunos países de la zona del euro de 2000 a 2010

(puntos porcentuales)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Notas: Los países se ordenan en función de la contribución neta del comercio total de bienes al crecimiento del PIB real. Los datos de Grecia comienzan en 2001.

8 Véase «Comercio de servicios de la zona del euro: patrones de especialización y tendencias recientes», *Boletín Mensual*, BCE, mayo de 2011.

Para concluir, el comercio (tanto dentro como fuera) de la zona del euro ha experimentado un crecimiento significativo en los diez últimos años. Si bien la contribución neta al crecimiento del PIB fue, en promedio, ligeramente positiva en el conjunto de la zona del euro, se observan diferencias en las contribuciones netas de cada país, lo que refleja la dinámica del comercio de bienes a lo largo del tiempo. De cara al futuro, se prevé que la demanda exterior neta continúe respaldando el crecimiento del PIB real en la zona del euro en el corto plazo.

4.2 PRODUCTO POR RAMAS DE ACTIVIDAD

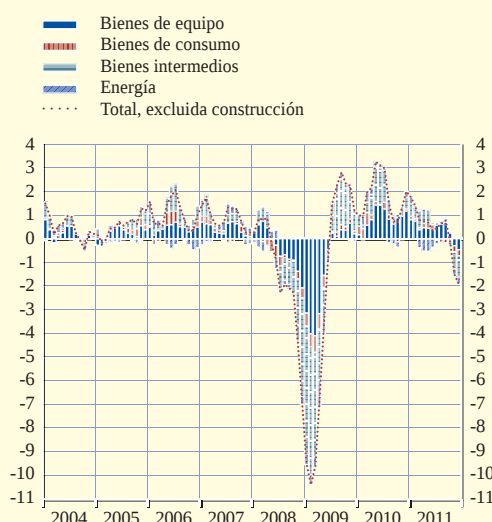
Si se analiza el lado de las cuentas nacionales correspondiente a la producción, se observa que el valor añadido total se redujo un 0,2 % en el cuarto trimestre del año pasado, invirtiéndose la tendencia al alza que había prevalecido desde el final de la recesión en el segundo trimestre de 2009. Los indicadores a corto plazo señalan una estabilización a principios de 2012. Sin embargo, se han observado marcadas diferencias entre los distintos sectores desde que terminó la recesión de 2009. La mayor expansión se registró en el sector industrial (excluida la construcción), aunque en el último trimestre de 2011 el nivel del valor añadido de la industria continuó situándose casi un 10 % por debajo del máximo anterior a la crisis. Por el contrario, el nivel del valor añadido de los servicios se situaba casi un 1 % por encima del máximo alcanzado antes de la crisis, aunque ha seguido un patrón de recuperación más moderado que el sector manufacturero. Este panorama encuentra su explicación en el hecho de que el sector servicios se contrajo en menor medida que el sector industrial durante la recesión. El valor añadido de la construcción, que había seguido disminuyendo después de que terminara la recesión, se mantuvo un 14 % por debajo de los niveles previos a dicha recesión.

INDUSTRIA (EXCLUIDA LA CONSTRUCCIÓN)

La tendencia alcista del valor añadido de la industria (excluida la construcción) quedó interrumpida en el cuarto trimestre de 2011. El crecimiento del valor añadido de este sector pasó de una tasa intertrimestral positiva del 0,3 %, en el tercer trimestre, a una tasa del -2 %, en el cuarto trimestre. La producción se contrajo en el cuarto trimestre por primera vez desde el segundo trimestre de 2009 (véase gráfico 54). Tras crecer un 0,8 %, en tasa intertrimestral, en el tercer trimestre, la producción industrial (excluida la construcción) se redujo un 1,9 % en el cuarto trimestre. Esta reducción fue generalizada en las principales ramas de actividad, observándose el mayor retroceso en la energía (-2,5 %). Los datos de las encuestas de opinión de la Comisión Europea indican que los «límites a la producción» disminuyeron ligeramente en los tres meses transcurridos hasta enero de 2012, lo que estuvo relacionado con una reducción de las restricciones por el lado de la oferta, es decir, con una menor falta de equipo y de escasez de mano de obra.

Gráfico 54 Crecimiento de la producción industrial y contribuciones

(tasa de crecimiento y contribuciones en puntos porcentuales; datos mensuales desestacionalizados)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Nota: Los datos mostrados se calculan como medias móviles de tres meses, frente a la media correspondiente a los tres meses anteriores.

De cara al futuro, los indicadores de coyuntura sugieren que la contracción de la industria a finales de 2011 tuvo, probablemente, un carácter temporal. El indicador de confianza industrial de la Comisión Europea mejoró ligeramente en enero y febrero de 2012 (véase gráfico 55). Esta mejora se produjo como consecuencia de una valoración más positiva de las expectativas de producción, de la cartera de pedidos y del *stock* de productos terminados. Por el contrario, la producción pasada recibió una valoración más negativa. En los dos primeros meses de 2012, el índice PMI de producción de las manufacturas volvió a situarse ligeramente por encima del umbral de expansión de 50, lo que sugiere el fin de la contracción de la producción industrial hacia finales de 2011. Los nuevos pedidos industriales, muchos de los cuales deberían aparecer posteriormente en la producción, aumentaron en términos intermensuales a finales de 2011, interrumpiéndose las reducciones observadas anteriormente. Este incremento de los nuevos pedidos fue generalizado en las principales ramas de actividad y es atribuible al aumento de nuevos pedidos procedente de países no pertenecientes a la zona del euro. Según la Comisión Europea y Markit, la valoración del total de las carteras de pedidos y de los nuevos pedidos experimentó una mejora en los dos primeros meses de 2012. Las carteras de pedidos empezaron a recuperarse en torno a principios de año y en febrero se situaban ligeramente por encima de su media de largo plazo. El PMI de nuevos pedidos de las manufacturas también mejoró considerablemente en los dos primeros meses de 2012, pero continuó indicando caídas mensuales adicionales en los nuevos pedidos industriales.

CONSTRUCCIÓN

En el cuarto trimestre de 2011, el valor añadido de la construcción se redujo un 0,2%, en términos intertrimestrales, lo que constituye la tercera caída intertrimestral consecutiva. La evolución registrada en 2011 subraya la fragilidad de la recuperación en el sector de la construcción, tras el prolongado período de desaceleración que se observó en 2008 y 2009.

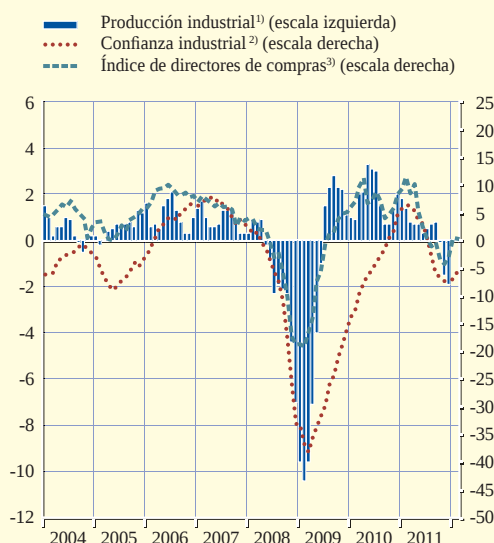
Los indicadores de coyuntura señalan una mejora en el crecimiento del valor añadido de la construcción en el primer trimestre de 2012. El PMI de la construcción y el PMI de nuevos pedidos se situaron en niveles más elevados en enero de 2012 que en el cuarto trimestre de 2011, pero ambos indicadores fluctuaron alrededor del umbral de contracción. Partiendo de unos niveles reducidos, el indicador de confianza de la construcción de la Comisión Europea aumentó en los dos primeros meses de 2012, hasta alcanzar su nivel más alto desde 2008. A pesar de esta mejora, este indicador se mantuvo por debajo de su media de largo plazo.

SERVICIOS

En el cuarto trimestre de 2011 se registró un aumento moderado del 0,2%, en tasa intertrimestral, en el valor añadido de los servicios, tras haberse observado un nivel de crecimiento similar en el trimestre

Gráfico 55 Producción industrial, confianza industrial e índice de directores de compras

(datos mensuales; desestacionalizados)



Fuentes: Eurostat, encuestas de opinión de la Comisión Europea, Markit y cálculos del BCE.

Nota: Los datos de las encuestas se refieren a las manufacturas.

1) Tasas de variación intertrimestral.

2) Saldos netos.

3) Índice de directores de compras; desviaciones con respecto al valor 50.

anterior. Entre el tercer trimestre de 2009 y el cuarto trimestre de 2011, es decir, después de que se iniciara la recuperación, el crecimiento medio intertrimestral de los servicios alcanzó el 0,3%, mientras que el crecimiento medio del PIB real fue ligeramente más elevado y se situó en el 0,4%.

De cara al futuro, las encuestas apuntan a una débil evolución de los servicios en el primer trimestre de 2012. Según el índice PMI de producción del sector servicios, la actividad comercial mejoró en los dos primeros meses del primer trimestre de 2012, en comparación con el cuarto trimestre de 2011. No obstante, el índice se mantuvo ligeramente por debajo del umbral teórico de expansión de 50. La encuesta de la Comisión Europea sobre confianza de los servicios mostró una evolución prácticamente similar.

4.3 MERCADO DE TRABAJO

La situación de los mercados de trabajo en la zona del euro se ha deteriorado como consecuencia de la caída del crecimiento. El empleo ha empezado a descender y la tasa de paro está aumentando, pero partiendo de niveles ya elevados. Las encuestas no indican que pronto se vaya a producir ninguna mejora en estos mercados, ya que los indicadores adelantados han mostrado señales de debilidad en los últimos meses.

Cuando se inició la recesión a escala mundial en 2008, los ajustes en el empleo fueron relativamente moderados, debido especialmente al fuerte ajuste observado en las horas trabajadas y al correspondiente atesoramiento de trabajo. A este respecto, el total de horas trabajadas cayó un 4,5% entre el segundo trimestre de 2008 y el tercer trimestre de 2009. Posteriormente, y hasta mediados de 2011, la situación de los mercados de la zona del euro mejoró. Sin embargo, el atesoramiento de trabajo durante la crisis dio lugar a un crecimiento moderado del empleo, y el desempleo se mantuvo en niveles elevados (véase recuadro 7 de la sección 3, para un análisis general del ajuste realizado en los mercados de trabajo de la zona del euro). Las últimas cifras trimestrales indican que la mejora de las horas trabajadas se está estabilizando. El total de horas trabajadas se incrementó ligeramente (un 1%, en tasa intertrimestral) en el tercer trimestre de 2011, tras un leve retroceso, del 0,1%, en el trimestre anterior. A nivel sectorial, las horas trabajadas aumentaron en el sector servicios y, en menor medida, en la industria (excluida la construcción). Por el contrario, las horas trabajadas se redujeron en la construcción, confirmando con ello la actual debilidad del sector. En el tercer trimestre de 2011, el total de horas trabajadas fue un 3,4% inferior al último máximo alcanzado en la primavera de 2008.

El crecimiento del empleo registrado se tornó negativo en el tercer trimestre de 2011, por primera vez desde principios de 2010. El empleo se contrajo fuertemente en la construcción y en el sector inmobiliario, donde se registraron caídas intertrimestrales del 1,6% y del 1%, respectivamente. El empleo total en los servicios se mantuvo estable en relación con el segundo trimestre de 2011, tras el crecimiento positivo observado desde comienzos de 2011 (véase cuadro 9).

Si se consideran los indicadores de opinión, se observa que las encuestas de expectativas de creación de empleo sugieren que, en consonancia con la mayor debilidad de la actividad, es probable que el empleo continúe reduciéndose en los próximos trimestres. En concreto, los PMI de la zona del euro relativos a las expectativas de empleo en las manufacturas y en los servicios comenzaron a empeorar a mediados de 2011, y en febrero se situaban ligeramente por debajo de 50, lo que apunta a una nueva reducción del empleo. Las encuestas de opinión de la Comisión Europea presentan un panorama prácticamente similar (véase gráfico 56).

Durante la recuperación observada desde 2010, la débil mejora del empleo, sumada a un crecimiento más vigoroso del producto, ha provocado un considerable repunte de la productividad del trabajo, hasta alcanzar

Cuadro 9 Crecimiento del empleo

(tasas de variación respecto al período anterior; datos desestacionalizados)

	Personas					Horas				
	Tasas interanuales		Tasas intertrimestrales			Tasas interanuales		Tasas intertrimestrales		
	2009	2010	2011 I	2011 II	2011 III	2009	2010	2011 I	2011 II	2011 III
Total de la economía	-1,8	-0,5	0,1	0,2	-0,1	-3,4	0,0	0,6	-0,1	0,1
Del cual:										
Agricultura y pesca	-2,2	-0,9	-1,6	0,8	-1,0	-3,1	-0,7	-0,7	-0,4	-1,6
Industria	-5,6	-3,3	-0,2	0,0	-0,5	-8,7	-1,8	0,5	-0,4	-0,2
Excluida construcción	-5,0	-3,2	0,2	0,1	0,0	-8,9	-0,9	0,7	-0,1	0,2
Construcción	-6,8	-3,7	-1,2	-0,3	-1,6	-8,3	-3,6	0,2	-1,1	-1,1
Servicios	-0,5	0,4	0,2	0,3	0,0	-1,6	0,6	0,7	0,0	0,4
Comercio y transporte	-1,8	-0,7	0,0	0,5	0,2	-2,9	-0,3	0,5	0,2	0,6
Información y comunicaciones	-0,8	-1,0	1,0	0,3	-0,2	-1,3	-0,5	1,4	0,3	0,3
Actividades financieras y de seguros	0,1	-0,8	0,5	-0,2	-0,1	-1,5	-0,3	1,1	-0,5	-0,3
Actividades inmobiliarias	-2,7	-0,5	1,7	-0,5	-1,0	-3,7	0,9	1,0	-1,7	-0,1
Actividades profesionales	-2,5	1,8	0,9	0,9	-0,3	-3,8	2,5	1,5	0,3	0,2
Administración pública	1,4	1,1	-0,2	-0,1	0,0	1,1	1,3	0,3	0,0	0,1
Otros servicios ¹⁾	1,1	0,7	0,4	-0,1	0,2	-0,3	0,1	0,7	-0,7	1,4

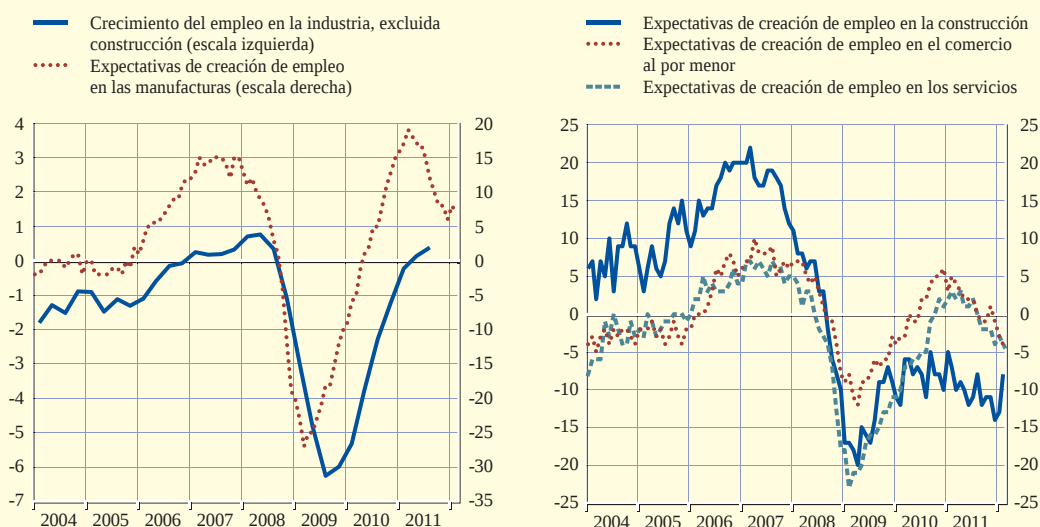
Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

1) También incluye servicios de los hogares y actividades artísticas y de organizaciones extraterritoriales.

niveles anteriores a la crisis. Más recientemente, sin embargo, la desaceleración del crecimiento del producto ha dado lugar a una evolución menos favorable de la productividad. Los últimos datos disponibles muestran un debilitamiento del crecimiento de la productividad, en términos interanuales, en el tercer trimestre de 2011 (véase gráfico 57). De cara al futuro, se prevé que el crecimiento de la productividad siga siendo modesto, en línea con la moderación de la actividad económica y con el débil crecimiento del empleo.

Gráfico 56 Crecimiento del empleo y expectativas de creación de empleo

(tasas de variación interanual; saldos netos; datos desestacionalizados)



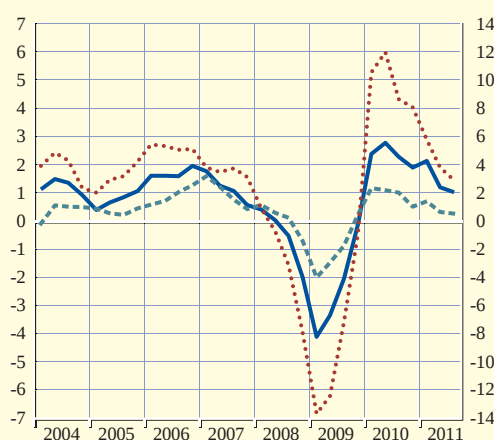
Fuentes: Eurostat y encuestas de opinión de la Comisión Europea.

Nota: Los saldos netos están ajustados a la media.

**Gráfico 57 Productividad del trabajo
o por persona ocupada**

(tasas de variación interanual)

- Total economía (escala izquierda)
- ... Industria (excluida construcción) (escala derecha)
- - - Servicios (escala izquierda)

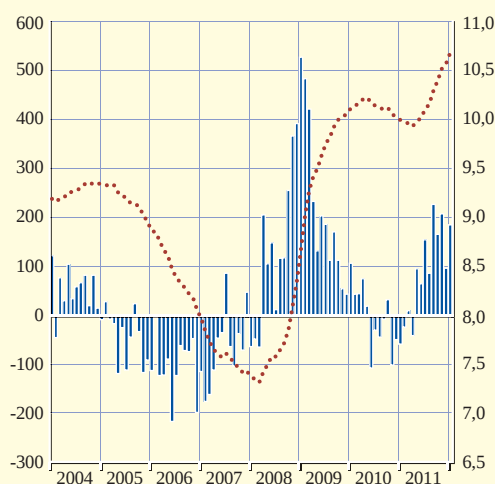


Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Gráfico 58 Desempleo

(datos mensuales desestacionalizados)

- Variación intermensual, en miles (escala izquierda)
- ... Porcentaje de la población activa (escala derecha)



Fuente: Eurostat.

La tasa de desempleo sigue siendo persistentemente elevada. Creció del 10,6% de diciembre de 2011 al 10,7% en enero de 2012, superando el nivel máximo alcanzado en el segundo trimestre de 2010 (véase gráfico 58). De hecho, el nivel actual de la tasa de paro se registró por última vez a mediados de 1997. Dado el lento crecimiento del empleo, se prevé que la tasa de desempleo continúe siendo elevada e incluso que aumente aún más en el corto plazo.

4.4 PERSPECTIVAS DE LA ACTIVIDAD ECONÓMICA

Según los últimos datos procedentes de las encuestas de opinión, se observan señales de estabilización en la actividad económica, aunque aún en un nivel reducido. De cara al futuro, se espera que la economía de la zona del euro se recupere paulatinamente a lo largo del año. La demanda externa, los bajísimos tipos de interés a corto plazo vigentes en la zona del euro y todas las medidas adoptadas para favorecer el funcionamiento adecuado del sector financiero deberían respaldar las perspectivas de la actividad económica. Sin embargo, se prevé que las tensiones que todavía persisten en los mercados de deuda soberana de la zona del euro y su impacto en las condiciones de concesión de crédito, así como el proceso de ajuste de los balances en los sectores financiero y no financiero, continúen moderando el dinamismo subyacente del crecimiento.

Esta valoración se ve reflejada, asimismo, en las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE para la zona del euro de marzo de 2012, según las cuales el crecimiento anual del PIB real se situará en un intervalo comprendido entre el -0,5% y el 0,3% en 2012 y entre el 0,0% y el 2,2% en 2013. En comparación con las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Euro-sistema de diciembre de 2011, los intervalos se han desplazado ligeramente a la baja.

Estas perspectivas siguen estando sometidas a riesgos a la baja, relacionados principalmente con una nueva intensificación de las tensiones existentes en los mercados de deuda de la zona del euro y con su posible contagio a la economía real de la zona. Los riesgos a la baja también guardan relación con nuevas subidas de precios de las materias primas.

Recuadro 10

PROYECCIONES MACROECONÓMICAS ELABORADAS POR LOS EXPERTOS DEL BCE PARA LA ZONA DEL EURO

A partir de los datos disponibles hasta el 23 de febrero de 2012, los expertos del BCE han elaborado una serie de proyecciones sobre la evolución macroeconómica de la zona del euro¹. De acuerdo con estas proyecciones, el crecimiento medio anual del PIB real se situará en un intervalo comprendido entre el -0,5 % y el 0,3 % en 2012 y entre el 0,0 % y el 2,2 % en 2013. La inflación se situará entre el 2,1 % y el 2,7 % en 2012 y entre el 0,9 % y el 2,3 % en 2013.

Supuestos técnicos relativos a los tipos de interés, los tipos de cambio, los precios de las materias primas y las políticas fiscales

Los supuestos técnicos relativos a los tipos de interés y a los precios de las materias primas energéticas y no energéticas se basan en las expectativas de los mercados consideradas hasta el 16 de febrero de 2012.

El supuesto sobre los tipos de interés a corto plazo es de carácter puramente técnico. Dichos tipos se miden por el euríbor a tres meses y las expectativas de los mercados se basan en los tipos de interés de los futuros. Según esta metodología, el nivel medio de los tipos de interés a corto plazo será del 0,9 % tanto en 2012 como en 2013. Las expectativas de los mercados en cuanto al rendimiento nominal de la deuda pública a diez años de la zona del euro muestran un nivel medio del 4,6 % en 2012 y del 5,0 % en 2013. Como reflejo de la trayectoria de los tipos de interés de mercado futuros y de la transmisión gradual de las variaciones de los tipos de interés de mercado a los tipos de interés aplicados a los préstamos, se espera que los tipos de interés a corto y a largo plazo aplicados por las entidades de crédito a los préstamos al sector privado no financiero de la zona del euro se moderen en los próximos trimestres, y se sitúen en niveles mínimos a finales y mediados de 2012, respectivamente. Aunque las condiciones crediticias del conjunto de la zona del euro estarán respaldadas por las medidas de política monetaria del Eurosistema, en general aún seguirán siendo relativamente restrictivas.

En relación con los precios de las materias primas, sobre la base de la trayectoria implícita en los mercados de futuros en las dos semanas previas a la fecha de cierre de los datos, se considera que los precios del barril de Brent se situarán, en promedio, en 115,1 dólares estadounidenses en 2012 y

1 Las proyecciones macroeconómicas de los expertos del BCE complementan las proyecciones macroeconómicas del Eurosistema, que elaboran conjuntamente los expertos del BCE y los de los bancos centrales nacionales de la zona del euro con periodicidad semestral. Las técnicas utilizadas son coherentes con las de las proyecciones del Eurosistema, descritas en la publicación titulada «A guide to Eurosystem staff macroeconomic projection exercises» (BCE, junio de 2001), que puede consultarse en la dirección del BCE en Internet. Para expresar el grado de incertidumbre que rodea las proyecciones, se presentan, para cada variable, intervalos basados en las diferencias entre las cifras observadas y las proyecciones elaboradas en los últimos años. La amplitud de estos intervalos es dos veces el valor absoluto medio de esas diferencias. La técnica utilizada, que prevé una corrección por acontecimientos excepcionales, se explica en la publicación titulada «New procedure for constructing Eurosystem and ECB staff projection ranges» (BCE, diciembre de 2009), que también puede consultarse en la dirección del BCE en Internet.

110,2 en 2013. Los precios de las materias primas no energéticas en dólares estadounidenses² se reducirán previsiblemente en un 3,1 % en 2012 y aumentarán en un 3,8 % en 2013. Se parte del supuesto de que, durante el horizonte de las proyecciones, los tipos de cambio bilaterales permanecerán estables en los niveles medios registrados en las dos semanas previas al cierre de los datos el 16 de febrero de 2012, lo que implica que el tipo de cambio entre el euro y el dólar estadounidense se situará en 1,31 en 2012 y en 1,32 en 2013. El tipo de cambio efectivo del euro se depreciará un 4,0 % en 2012 y no experimentará cambios en 2013. Los supuestos relativos a la política fiscal se basan en los planes presupuestarios nacionales de cada uno de los países de la zona del euro a fecha de 22 de febrero de 2012 e incluyen todas las medidas que ya han sido aprobadas por los Parlamentos nacionales o que han sido concretadas con suficiente detalle por los Gobiernos y probablemente se aprueben tras su tramitación legislativa.

Supuestos relativos al entorno internacional

De acuerdo con las proyecciones, el crecimiento del PIB real mundial (excluida la zona del euro), estimado en el 4,1 % en 2011, se reducirá hasta situarse en el 3,8 % en 2012, y aumentará hasta el 4,3 % en 2013. En el segundo semestre de 2011, la desaceleración mundial se debió principalmente a la moderación de las rentas reales como consecuencia del alza de los precios de las materias primas, así como a la elevada incertidumbre y el aumento de la aversión al riesgo, que produjeron tensiones en los mercados financieros mundiales. Sin embargo, los datos más recientes, particularmente los relativos a Estados Unidos, parecen sugerir cierto grado de estabilización cíclica hacia finales del año. Concretamente, los primeros indicios de estabilización de los indicadores de confianza empresarial y de los consumidores, así como una leve mejora en las condiciones de los mercados financieros mundiales, apoyan esta valoración. Sin embargo, las perspectivas de crecimiento a medio plazo siguen siendo moderadas, en particular en las economías industrializadas, debido principalmente a la constante necesidad de sanear los balances, que actúa como obstáculo del crecimiento. A este respecto, aunque se observan progresos en el reequilibrio del endeudamiento del sector privado, los niveles de endeudamiento de los hogares siguen siendo elevados en varias economías industrializadas. Asimismo, la reducción del gasto público orientada a restablecer saldos presupuestarios sostenibles también está restringiendo la demanda interna en varias economías industrializadas. En cambio, se espera que las economías emergentes continúen su expansión a un ritmo mucho más rápido que las economías industrializadas en el horizonte de las proyecciones. No obstante, una modesta desaceleración en las economías emergentes aliviará las presiones de recalentamiento que existían anteriormente en algunos países principales de este grupo (por ejemplo, China). En general, las economías emergentes de Asia se mantendrán en una senda de desaceleración suave, mientras que el crecimiento en los países de Europa Central y Oriental será más lento. Como consecuencia de la recuperación mundial, se estima que el crecimiento de la demanda exterior de la zona del euro se situará en el 4,3 % en 2012 y el 6,5 % en 2013.

Proyecciones relativas al crecimiento del PIB real

El crecimiento del PIB real de la zona del euro perdió vigor durante 2011, con un descenso de la actividad en el último trimestre. La desaceleración de la actividad a lo largo de 2011 fue reflejo, entre otras cosas, de la desaceleración mundial, los elevados precios de las materias primas y el impacto adverso de la crisis de deuda soberana de la zona del euro en la confianza empresarial y de los consumidores,

2 Los supuestos relativos a los precios del petróleo y de los alimentos se basan en los precios de los futuros hasta el final del horizonte temporal de las proyecciones. Los supuestos relativos a otras materias primas reflejan los precios de los futuros hasta el primer trimestre de 2013 y, a partir de entonces, una evolución acorde con la actividad económica mundial.

así como del deterioro de las condiciones crediticias y un mayor endurecimiento de la política fiscal en algunos países de la zona del euro. Se espera que estos factores adversos sigan afectando a la actividad en el primer semestre de 2012, aunque su influencia será cada vez menor debido a los efectos favorables del fortalecimiento de la demanda exterior, el descenso del tipo de cambio efectivo y las medidas de apoyo convencionales y no convencionales de política monetaria. Respecto al futuro, en el supuesto de que la crisis financiera no se intensifique en mayor medida, se espera que el crecimiento del PIB real repunte modestamente en el segundo semestre de 2012 y vuelva a mejorar ligeramente en 2013, debido al fortalecimiento gradual de la demanda interna y a la contribución positiva de la demanda exterior neta, como resultado del aumento de la demanda exterior y un tipo de cambio más débil. La recuperación de la demanda interna debería verse apoyada por un descenso de la inflación de los precios de la energía y los alimentos que reforzará las rentas reales disponibles, además de por el impulso favorable del muy bajo nivel de los tipos de interés a corto plazo y las medidas adoptadas para apoyar el funcionamiento del sistema financiero. No obstante, se prevé que la recuperación sea moderada debido a que continúa el saneamiento fiscal, a que se espera que las condiciones crediticias adversas mejoren solo de manera gradual, y a que la reestructuración de los balances está todavía en curso en muchos sectores. Se proyecta que el crecimiento del PIB real supere su tasa potencial al final del horizonte de las proyecciones, lo que permitirá un estrechamiento de la brecha de producción negativa. En conjunto, se estima que la recuperación será lenta. En términos anuales, el PIB real aumentará en un intervalo comprendido entre el -0,5 % y el 0,3 % en 2012 y entre el 0,0 % y el 2,2 % en 2013.

Considerando los componentes de la demanda con mayor detalle, se proyecta que el crecimiento de las exportaciones a países no pertenecientes a la zona del euro repunte durante 2012 y cobre vigor en 2013, como reflejo principalmente de la evolución de la demanda exterior de la zona del euro y el aumento de la competitividad derivado de un tipo de cambio efectivo del euro más débil. Se prevé que la inversión empresarial disminuya a corto plazo y se recupere gradualmente en 2013, apoyada por un crecimiento de las exportaciones más vigoroso, un repunte de la demanda interna, tipos de interés bajos y una rentabilidad relativamente sostenida. La inversión residencial se mantendrá muy débil a lo largo de 2012 y aumentará de forma gradual en 2013. Aunque los ajustes que se están produciendo en los mercados de la vivienda de algunos países siguen frenando la recuperación, el atractivo de la inversión residencial respecto de otras formas de inversión parece haber aumentado en otros países, en un contexto de mayor percepción de los riesgos asociados a las inversiones alternativas. La inversión pública descenderá en 2012 y se estabilizará en 2013, como indican las medidas de saneamiento fiscal anunciadas en varios países de la zona del euro.

Se estima que el consumo privado se redujo en el último trimestre de 2011, y se proyecta que siga siendo bastante moderado durante 2012 y que repunte gradualmente más adelante. El crecimiento de la renta nominal disponible se verá afectado inicialmente por un descenso y posteriormente por un crecimiento solo modesto del empleo. Asimismo, las tasas de crecimiento tanto de los salarios como de las transferencias de renta serán limitadas, en parte como consecuencia del endurecimiento de las medidas de política fiscal introducidas en varios países de la zona del euro. No obstante, la renta real disponible se mantendrá a lo largo del tiempo, debido a la previsible disminución del efecto adverso de anteriores subidas de los precios de las materias primas. La tasa de ahorro descenderá ligeramente durante el período considerado, lo que refleja la expectativa de que, pese a una actitud contenida que apoya el ahorro, cierta suavización del consumo, en un contexto de evolución adversa de la renta real, frenará el ahorro en 2012 y 2013. Los bajos niveles de los tipos de interés también contribuirán al descenso de la tasa de ahorro. El consumo público en términos reales seguirá siendo moderado durante

el horizonte de las proyecciones, debido a los efectos de las medidas de saneamiento fiscal anunciadas en varios países de la zona del euro.

Se espera que el crecimiento de las importaciones de países no pertenecientes a la zona del euro cobre vigor gradualmente durante el período considerado. Dichas importaciones aumentarán con mayor rapidez que la demanda total, en consonancia, en general, con los patrones históricos. Como consecuencia del ligero repunte del crecimiento de las exportaciones, la demanda exterior neta aportará una contribución positiva, aunque cada vez menor, al crecimiento del PIB real durante el horizonte temporal de las proyecciones.

Proyecciones sobre precios y costes

Según la estimación preliminar de Eurostat, la tasa de inflación medida por el IAPC general se situó en el 2,7% en febrero de 2012, tras registrar un promedio del 2,7% en 2011. Se proyecta que esa tasa se desacelere en los próximos trimestres, y que la tasa media de inflación medida por el IAPC general se sitúe entre el 2,1% y el 2,7% en 2012 y entre el 0,9% y el 2,3% en 2013. Esta moderación obedece en gran medida a una menor contribución de los precios de la energía, debido al supuesto de que los precios del crudo se reducirán gradualmente a lo largo del horizonte temporal considerado y a que los efectos de sus anteriores subidas perderán intensidad. También se proyecta que el crecimiento del componente de los precios de los alimentos en la inflación medida por el IAPC se modere en 2012 y 2013, como reflejo del supuesto de que los precios de las materias primas alimentarias se mantendrán estables durante los próximos trimestres. Por último, la inflación medida por el IAPC excluidos los alimentos y la energía se mantendrá, en general, estable durante el horizonte de las proyecciones. Aunque las presiones internas sobre los precios derivadas del lento crecimiento de la demanda interna y la moderada evolución de los costes laborales serán previsiblemente débiles, serán compensadas ampliamente por los efectos alcistas de las subidas previstas de los impuestos indirectos y los precios administrados.

Con mayor detalle, las presiones externas sobre los precios han aumentado ligeramente en los últimos meses, debido principalmente a la depreciación del euro, que, entre otras cosas, se ha traducido en una subida de los precios de las materias primas en euros, que se espera que ejerza una presión al alza sobre el deflactor de las importaciones en los próximos trimestres. No obstante, estos factores se verán compensados con creces por los efectos de base a la baja, derivados principalmente de las notables subidas de los precios de las materias primas en 2011. En consecuencia, la tasa de crecimiento interanual del deflactor de las importaciones se reducirá a comienzos de 2012 y seguirá moderándose ligeramente en 2013. Por lo que se refiere a las presiones internas sobre los precios, se espera que la tasa de crecimiento de la remuneración por asalariado se ralentice en 2012, debido a la presión a la baja que ejerce el deterioro de las condiciones en los mercados de trabajo. Más adelante, la tasa de crecimiento interanual de la remuneración por asalariado repuntará gradualmente, apoyada por el fortalecimiento de la actividad económica. La tasa de crecimiento interanual de los costes laborales unitarios se mantendrá en general estable en 2012 y 2013. Se espera que el crecimiento de los márgenes

Cuadro A Proyecciones macroeconómicas para la zona del euro

(tasas medias de variación anuales) ^{1), 2)}

	2011	2012	2013
IACP	2,7	2,1 – 2,7	0,9 – 2,3
PIB real	1,5	-0,5 – 0,3	0,0 – 2,2
Consumo privado	0,2	-0,7 – 0,1	0,0 – 1,6
Consumo público	0,2	-0,6 – 0,2	-0,1 – 1,3
Formación bruta de capital fijo	1,6	-2,6 – 0,2	-0,9 – 3,7
Exportaciones (bienes y servicios)	6,4	0,1 – 5,1	0,7 – 8,1
Importaciones (bienes y servicios)	4,1	-1,1 – 3,5	0,7 – 7,3

1) Las proyecciones relativas al PIB real y sus componentes se basan en datos ajustados por días laborables. Las proyecciones relativas a las importaciones y exportaciones incluyen los intercambios entre los países de la zona del euro.

2) Datos relativos a la zona del euro, incluida Estonia. La tasa media de variación anual del IACP en 2011 se basa en una composición de la zona del euro en 2010 que ya incluye Estonia.

de beneficio sea modesto en 2012, como reflejo de la débil demanda agregada, y que aumente ligeramente en 2013, en consonancia con la mejora de las perspectivas de la actividad económica. Los incrementos de los precios administrados contribuirán notablemente a la inflación medida por el IAPC durante todo el horizonte de las proyecciones, como consecuencia del proceso de saneamiento fiscal que está teniendo lugar en varios países de la zona del euro. El impacto de los impuestos indirectos también será significativo en 2012 y 2013.

Comparación con las proyecciones de diciembre de 2011

En comparación con las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema publicadas en el Boletín Mensual de diciembre de 2011, los intervalos de crecimiento del PIB real en la zona del euro para 2012 y 2013 han sido revisados ligeramente a la baja. Las revisiones a la baja reflejan principalmente los efectos de la disminución de la demanda exterior, la subida de los precios del petróleo, las medidas adicionales de saneamiento fiscal y las condiciones crediticias ligeramente más restrictivas, pese al descenso de los tipos de interés a corto y largo plazo y el aumento de las cotizaciones bursátiles. En cuanto a la inflación medida por el IAPC, los intervalos de proyección para 2012 y 2013 son ligeramente superiores a los proyectados en diciembre de 2011, debido fundamentalmente a la subida de los precios de la energía y la depreciación del euro, y también, en parte, al aumento de los precios de los alimentos y los impuestos indirectos.

Cuadro B Comparación con las proyecciones de diciembre de 2011

(tasas medias de variación anuales)

	2012	2013
PIB real, diciembre 2011	-0,4 – 1,0	0,3 – 2,3
PIB real, marzo 2012	-0,5 – 0,3	0,0 – 2,2
IAPC, diciembre 2011	1,5 – 2,5	0,8 – 2,2
IAPC, marzo 2012	2,1 – 2,7	0,9 – 2,3

Comparación con las previsiones de otras instituciones

Diversas instituciones, tanto organizaciones internacionales como organismos privados, han publicado una serie de previsiones para la zona del euro (véase el cuadro C). No obstante, estas previsiones no son estrictamente comparables entre sí ni con las proyecciones macroeconómicas de los expertos del

Cuadro C Comparación entre previsiones de crecimiento del PIB real y de la inflación medida por el IAPC de la zona del euro

(tasas medias de variación anuales)

	Fecha de publicación	Crecimiento del PIB		Inflación medida por el IAPC	
		2012	2013	2012	2013
OCDE	Noviembre 2011	0,2	1,4	1,6	1,2
Comisión Europea	Febrero 2012/ noviembre 2011	-0,3	1,3	2,1	1,6
FMI	Enero 2012/ septiembre 2011	-0,5	0,8	1,5	
Encuesta a expertos en previsión económica	Febrero 2012	-0,1	1,1	1,9	1,7
Consensus Economics Forecasts	Febrero 2012	-0,3	0,9	2,0	1,7
Proyecciones elaboradas por los expertos del BCE	Marzo 2012	-0,5 – 0,3	0,0 – 2,2	2,1 – 2,7	0,9 – 2,3

Fuentes: Previsiones intermedias de la Comisión Europea, febrero de 2012, para los datos referentes a 2012 y previsiones económicas de la Comisión Europea, otoño de 2011, para los referentes a 2013; actualización de las Perspectivas de la Economía Mundial del FMI, enero de 2012, para el crecimiento del PIB real y Perspectivas de la Economía Mundial, septiembre de 2011, para la inflación; Economic Outlook de la OCDE, noviembre de 2011; Consensus Economics Forecasts, y encuesta del BCE a expertos en previsión económica.

Nota: Las tasas de crecimiento anuales que figuran en las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE y en las previsiones de la OCDE están ajustadas por días laborables, mientras que las tasas de crecimiento anuales que aparecen en las previsiones de la Comisión Europea y el FMI no lo están. Las demás previsiones no especifican si están ajustadas por días laborables.

BCE, ya que las fechas de cierre de los últimos datos utilizados por cada una de ellas no coinciden. Por otro lado, difieren en cuanto a los métodos empleados (no especificados en detalle) para derivar los supuestos relativos a las variables fiscales y financieras y el entorno exterior, incluidos los precios del petróleo y de otras materias primas. Por último, existen diferencias en cuanto al método de ajuste por días laborables.

Según las previsiones actualmente disponibles elaboradas por otras organizaciones y organismos, el crecimiento del PIB real de la zona del euro se situará en intervalos comprendidos entre el $-0,5\%$ y el $0,2\%$ en 2012, y entre el $0,8\%$ y el $1,4\%$ en 2013, que se encuadran ambos dentro de los intervalos proyectados por los expertos del BCE. Por lo que se refiere a la inflación, las previsiones disponibles sugieren que la inflación anual media medida por el IAPC se situará en un intervalo comprendido entre el $1,5\%$ y el $2,1\%$ en 2012, que es igual o está por debajo del límite inferior del intervalo proyectado por los expertos del BCE. Para 2013, las previsiones disponibles indican que la inflación medida por el IAPC se situará entre el $1,2\%$ y el $1,7\%$, intervalo que se encuadra dentro del proyectado por los expertos del BCE.

5 EVOLUCIÓN DE LAS FINANZAS PÚBLICAS

Las últimas estadísticas de finanzas públicas apuntan a un descenso continuado del déficit público de la zona del euro en su conjunto y a una acumulación más lenta de deuda pública. Se observan también los primeros indicios de que los avances conseguidos en el proceso de consolidación fiscal y los esfuerzos por reforzar el marco de gobernanza económica y presupuestaria de la UE han contribuido a reducir las tensiones en los mercados de deuda soberana de los países vulnerables de la zona del euro. Sin embargo, el clima de los mercados financieros sigue siendo frágil. Por lo tanto, los Gobiernos de la zona del euro deben continuar aplicando estrategias integrales de consolidación fiscal y cumplir con todos sus compromisos en virtud del Pacto de Estabilidad y Crecimiento. A este respecto, el semestre europeo de 2012 debería utilizarse para aplicar rigurosamente el mecanismo reforzado de vigilancia presupuestaria.

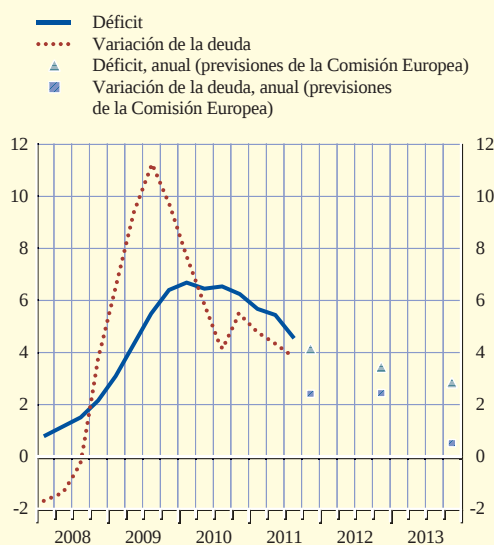
EVOLUCIÓN DE LAS FINANZAS PÚBLICAS EN 2011 Y 2012

Las últimas estadísticas de finanzas públicas de la zona del euro, disponibles hasta el tercer trimestre de 2011, apuntan a un descenso continuado de la ratio de déficit público de la zona del euro en su conjunto. La ratio de déficit de la zona del euro en términos de sumas móviles de cuatro trimestres, es decir, el déficit acumulado en los cuatro últimos trimestres¹, ascendió al 4,6% del PIB en el tercer trimestre de 2011 (véase gráfico 59), frente a un déficit del 6,5% del PIB un año antes y del 5,4% del PIB en el segundo trimestre de 2011. La caída observada en el tercer trimestre del pasado año se debió, principalmente, a una ratio de gasto en relación con el PIB notablemente inferior y a una ratio de ingresos en relación con el PIB ligeramente superior a las registradas en el trimestre anterior (véase gráfico 60). Estos indicios de una reducción de los desequilibrios presupuestarios son acordes, en gran medida, con las previsiones económicas de la Comisión Europea de otoño de 2011, publicadas en noviembre de 2011, que prevén que la ratio de déficit de la zona del euro disminuya hasta situarse en el 4,1% del PIB en 2011, frente al 6,2% observado en 2010. La deuda en relación con el PIB de la zona del euro aumentó, en cifras acumuladas, 3,8 puntos porcentuales, hasta alcanzar el 86,8% del PIB en el período de cuatro trimestres transcurrido hasta el final del tercer trimestre de 2011. Este incremento es menor que el observado en el segundo trimestre (que fue de 4,3 puntos porcentuales). La acumulación más lenta de deuda pública en la zona del euro también está prácticamente en línea con las previsiones económicas de la Comisión Europea de otoño de 2011, según las cuales la ratio de deuda aumentará 2,4 puntos porcentuales, hasta situarse en el 88% del PIB en 2011, en comparación con un ascenso de 5,8 puntos porcentuales en 2010².

Según las previsiones económicas de la Comisión Europea de otoño de 2011, la ratio de déficit en relación con el PIB de la zona del euro se reducirá nuevamente en 2012, hasta situarse en el 3,4% del

Gráfico 59 Déficit y variación de la deuda de las Administraciones Públicas de la zona del euro

(sumas móviles de cuatro trimestres en porcentaje del PIB)

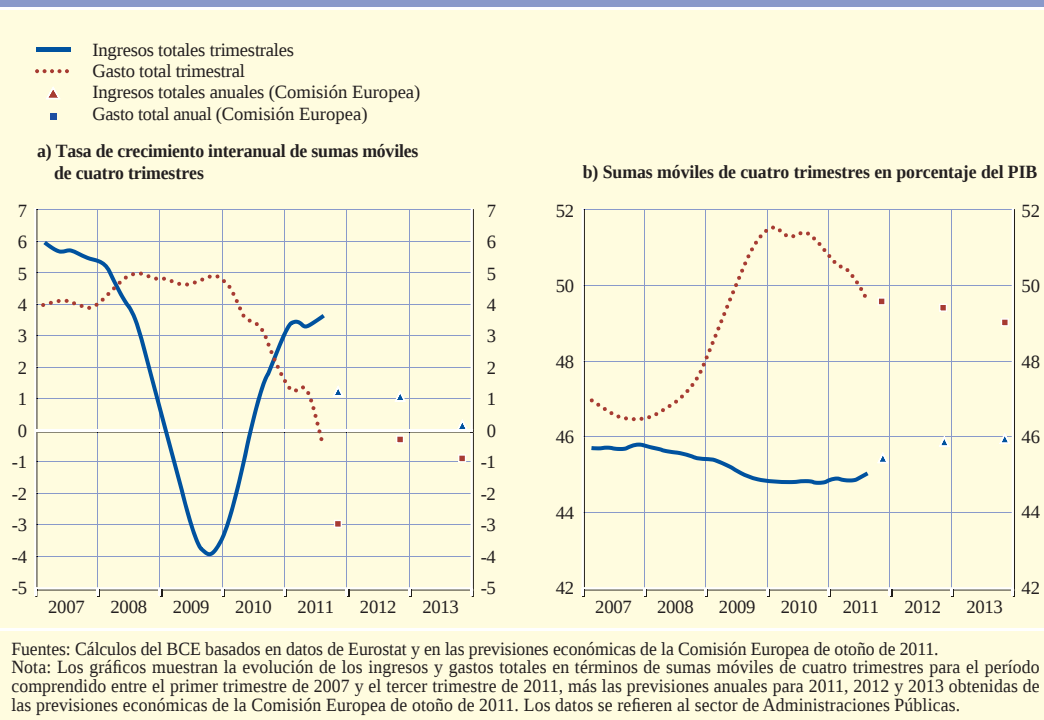


Fuentes: Cálculos del BCE basados en datos nacionales y de Eurostat, y previsiones económicas de la Comisión Europea de otoño de 2011.

¹ La evolución presupuestaria se analiza en términos de variaciones interanuales para eliminar las influencias estacionales.

² Los resultados finales de 2011 correspondientes a los saldos presupuestarios y a la deuda de las Administraciones Públicas, así como los planes para 2012 validados por Eurostat, serán publicados por Eurostat a finales de abril.

Gráfico 60 Estadísticas y previsiones trimestrales de las finanzas públicas en la zona del euro



PIB, y la ratio de deuda pública aumentará hasta alcanzar el 90,4% del PIB. No obstante, la evolución de las situaciones presupuestarias seguirá siendo notablemente diferente en los distintos países de la zona del euro. A continuación se presenta un breve repaso de la evolución presupuestaria reciente de los países más importantes de la zona del euro y de aquellos que reciben asistencia financiera de la UE y el FMI.

En Alemania, según las últimas previsiones del Gobierno, el déficit presupuestario de las Administraciones Públicas se redujo hasta situarse aproximadamente en el 1% del PIB en 2011, alrededor de 1,5 puntos porcentuales por debajo del objetivo fijado en la actualización del programa de estabilidad de abril de 2011. Se espera que esta mejora de la situación presupuestaria haya sido consecuencia, principalmente, de una evolución más favorable de los ingresos. Se prevé que el déficit se mantenga en torno al 1% del PIB en 2012 y que disminuya hasta el 0,5% del PIB en 2013. En 2014 y 2015 el Gobierno espera que el presupuesto esté prácticamente equilibrado.

En Francia, el 29 de enero de 2012 el Gobierno anunció un paquete de medidas de apoyo al empleo y a la competitividad. Entre las principales medidas fiscales se incluyen i) un incremento de 1,6 puntos porcentuales del tipo general del IVA, hasta situarlo en el 21,2% a partir del 1 de octubre de 2012, y ii) un aumento de 2 puntos porcentuales del tipo de la contribución social generalizada (es decir, la *contribution sociale généralisée*) que grava las rentas del capital (por ejemplo, ganancias de capital y renta derivada de bienes inmuebles), que se situará en el 10,2% a partir del 1 de julio de 2012. Los ingresos recaudados con esas subidas impositivas (alrededor de 13 mm de euros o, aproximadamente, el 0,7% del PIB) se destinarán a la financiación de las prestaciones a las familias desembolsadas por el Sistema de Seguridad Social, con el fin de reducir, en un importe equivalente, las cotizaciones sociales a cargo de los empleadores. El objetivo que se pretende es desplazar el coste de financiar este componente

de la Seguridad Social de las empresas al consumo, reduciendo los costes laborales e impulsando la competitividad de las empresas francesas³. Se espera que estas dos medidas fiscales sean, en líneas generales, neutrales para el presupuesto. El Gobierno también tiene previsto introducir un impuesto sobre las transacciones financieras a partir del 1 de agosto de 2012, con el que se espera recaudar unos ingresos de aproximadamente 1,1 mm de euros al año. Estas medidas fueron aprobadas por el Parlamento el 29 de febrero de 2012.

En Italia, el Parlamento aprobó, el 22 de diciembre de 2011, un nuevo paquete de medidas de consolidación fiscal, por importe de unos 20 mm de euros (es decir, el 1,3% del PIB), que se aplicará íntegramente en 2012. Entre las principales medidas, se incluyen una reforma de las pensiones, la reintroducción del impuesto a las viviendas en propiedad, incrementos del IVA y la introducción de un procedimiento de revisión del gasto. Según el Gobierno, el paquete de medidas deberá permitir cumplir el objetivo de lograr un presupuesto equilibrado para 2013.

En España, el Gobierno anunció el 27 de febrero de 2012 que el déficit de las Administraciones Públicas de 2011 fue del 8,5% del PIB (es decir, un 2,5% del PIB por encima del objetivo). A partir de la información disponible hasta el momento, la desviación de la senda marcada en la actualización de abril de 2011 del programa de estabilidad parece tener su origen en los ingresos. Para hacer frente a esta desviación, el 30 de diciembre de 2011 el Gobierno ya había anunciado subidas de los impuestos sobre la renta y los bienes inmuebles, con los que se espera recaudar unos ingresos de aproximadamente 6,3 mm de euros (0,6% del PIB) tanto en 2012 como en 2013. También se han recortado los créditos presupuestarios de la Administración Central para 2012 en 8,9 mm de euros (0,9% del PIB). En vista de la desviación y del recrudecimiento de la recesión económica, el 2 de marzo de 2012 el Gobierno revisó el objetivo de déficit de las Administraciones Públicas para 2012 y lo fijó en el 5,8% del PIB (el objetivo anterior era del 4,4%). A finales de marzo se presentará un presupuesto completo de la Administración Central y de la Seguridad Social para 2012.

En Grecia, las autoridades y una misión conjunta de la UE y del FMI que visitó a Atenas acordaron, a mediados de febrero, un paquete de medidas de política económica que sienta las bases de un acuerdo que sucederá al primer programa de ajuste económico, iniciado en mayo de 2010. En materia fiscal, el acuerdo establece el objetivo de lograr un saldo presupuestario primario de las Administraciones Públicas del -1% del PIB en 2012 y de mejorarlo progresivamente hasta que alcance el 4,5% en 2014, es decir, al final del horizonte temporal del programa. Para cumplir el objetivo de 2012, las autoridades se han comprometido a aplicar una serie de medidas de consolidación fiscal adicionales, que ascienden al 1,5% del PIB. El paquete de medidas, que compensa la aplicación incompleta de las medidas de consolidación acordadas previamente y la evolución desfavorable de las bases impositivas, consiste en una reducción del gasto farmacéutico, rebajas de las pensiones complementarias y de las pensiones principales de mayor cuantía, reducción de los salarios de los empleados acogidos a regímenes especiales, reducción de la inversión pública y recortes del gasto militar y de los gastos de funcionamiento del Ministerio de Defensa. Para cumplir los objetivos fiscales en los siguientes años del programa, el Gobierno se ha comprometido a especificar, para mediados de 2012, recortes de gasto adicionales por un importe de aproximadamente el 5,5% del PIB durante el período 2013-2014. Sobre esta base, y siempre que se sigan cumpliendo las condiciones establecidas en el programa, el Eurogrupo confirmó, el 21 de febrero de 2012, que los países de la zona del euro están dispuestos a proporcionar, a través de la Facilidad Europea de Estabilización Financiera (FEEF) y con la expectativa de que el FMI realice una contribución significativa, ayuda financiera adicional hasta 130 mm de euros hasta 2014.

3 Véase también el recuadro titulado «Devaluación fiscal: una herramienta de ajuste económico», *Boletín Mensual*, BCE, diciembre de 2011.

En Portugal, el objetivo de déficit fiscal del 5,9% del PIB para 2011 se ha cumplido por un amplio margen. El principal factor que contribuyó al cumplimiento del objetivo fue la transferencia de un importante fondo de pensiones del sistema bancario al régimen general de seguridad en diciembre por un importe equivalente al 3,5% del PIB, que resultó en un déficit estimado para 2011 de alrededor del 4% del PIB. El presupuesto de 2012 establece un objetivo de déficit del 4,5% del PIB e incluye medidas de consolidación equivalentes a aproximadamente el 6% del PIB en comparación con un escenario en el que las políticas no se modifican. Dos tercios de las medidas de consolidación de 2012 se centran en los gastos, incluidas una reducción de los salarios públicos y una rebaja de las pensiones. El ajuste fiscal necesario para alcanzar el objetivo de déficit para 2012 es significativamente mayor de lo previsto en el programa inicial de la UE y del FMI, debido a un deterioro de la situación económica y a una revisión al alza de la brecha de consolidación en comparación con la situación existente cuando se elaboró el programa. En el recuadro 11, titulado «Previsiones de deuda pública en Portugal», se presentan simulaciones para evaluar la sostenibilidad de la deuda bruta de las Administraciones Públicas de Portugal.

Recuadro 11

PREVISIONES DE DEUDA PÚBLICA EN PORTUGAL

La tercera misión de evaluación del programa económico de Portugal se llevó a cabo del 15 al 27 de febrero. La valoración de los expertos de la Comisión Europea, el BCE y el FMI es que el programa va por buen camino y que se progresa adecuadamente en el ámbito fiscal, financiero y estructural. En el contexto del ajuste que se está llevando a cabo en la actualidad para corregir los desequilibrios acumulados anteriormente, sigue siendo fundamental que las reformas se apliquen con rigurosidad para asegurar la recuperación económica y la sostenibilidad de las finanzas públicas. En este recuadro se presentan varios escenarios sobre la evolución de la deuda pública en Portugal y se analiza la trayectoria del PIB. Los escenarios abarcan los años 2012-2020, ya que un período de ocho años suele considerarse suficiente para valorar la sostenibilidad de la deuda.

Supuestos en los que se basan los cálculos de referencia

Los supuestos macroeconómicos utilizados en el escenario de referencia son los mismos que los empleados en la evaluación finalizada recientemente, y contemplan una contracción del PIB real en 2012. El escenario prevé una lenta recuperación cíclica en 2013, que pasa a ser mucho más intensa para 2015. Para construir un escenario de referencia para las proyecciones de deuda a medio plazo, se parte del supuesto de que, a partir de 2015, el crecimiento del PIB se limita a la moderada tasa media anual del 1,6% registrada en Portugal en el decenio anterior a la crisis, esto es, entre 1999 y 2008. Esta tasa se situó 0,5 puntos porcentuales por debajo de la media de la zona del euro y fue bastante inferior a la tasa de crecimiento de los países en proceso de convergencia. La cifra corresponde a la estimación del crecimiento potencial a largo plazo de Portugal antes de las reformas. En otras palabras, el escenario de referencia no incluye ningún efecto positivo de las reformas estructurales sobre el crecimiento. Se puede considerar una estimación baja de los posibles resultados de crecimiento del PIB, habida cuenta de los sustanciales progresos realizados por el Gobierno portugués en el ámbito de las reformas estructurales.

En consonancia con los supuestos del programa, la previsión se basa en una mejora gradual de las condiciones en los mercados financieros a partir de la segunda mitad de 2013, reflejada en una

Supuestos macroeconómicos y fiscales subyacentes al escenario de referencia

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Crecimiento del PIB real	-1,6	-3,3	0,3	2,1	2,0	1,8	1,6	1,6	1,6	1,6
Crecimiento del deflactor del PIB	1,0	1,1	1,2	1,4	1,5	1,5	1,5	1,5	1,7	1,7
Ratio de saldo primario en relación con el PIB	0,1	0,5	2,2	3,3	4,5	4,4	4,3	4,1	4,0	3,9
Ratio de pagos por intereses en relación con el PIB	4,1	5,0	5,2	5,1	5,0	4,9	4,7	4,6	4,5	4,4
Tipos de interés efectivos medios	4,4	4,6	4,7	4,6	4,6	4,6	4,6	4,6	4,6	4,6
Ratio de saldo presupuestario en relación con el PIB	-4,0	-4,5	-3,0	-1,8	-0,5	-0,5	-0,5	-0,5	-0,5	-0,5

reducción de los diferenciales de tipos de interés, así como en la continuación de la orientación prudente de la política fiscal del Gobierno. En el escenario de referencia, el Gobierno registra un déficit presupuestario del 0,5 % para 2015, como se especificó en el Documento sobre Estrategia Fiscal de agosto de 2011. El esfuerzo de consolidación resultante se traduce en un superávit primario que asciende al 4,5 % del PIB en 2015 y permanece en torno al 4 % del PIB posteriormente. Este superávit primario no es particularmente elevado si se compara con el que otros países europeos han logrado mantener en el pasado durante períodos relativamente prolongados¹. El escenario de referencia también incorpora el impacto de la estimación de la Comisión Europea del gasto relacionado con el envejecimiento de la población.

El gráfico B muestra que, en el escenario de referencia, la deuda pública aumenta desde el 93,3 % en 2010 hasta situarse en torno al 115 % del PIB en 2013 y que posteriormente disminuye de manera progresiva. El descenso es especialmente acusado a partir de 2014 y, en 2020, el saldo de la deuda se sitúa en torno al 96 % del PIB. Esta fuerte reducción es consecuencia, fundamentalmente, de un superávit primario prolongado. Suponiendo que el superávit sea 1,5 puntos porcentuales menor, es decir, aproximadamente el 2,5 %, en promedio, entre 2014 y 2020, con los mismos supuestos de crecimiento, la deuda se estabilizaría en un nivel ligeramente inferior al 110 % del PIB para 2020 (véase gráfico B).

Supuesto de una caída más pronunciada del PIB a corto plazo

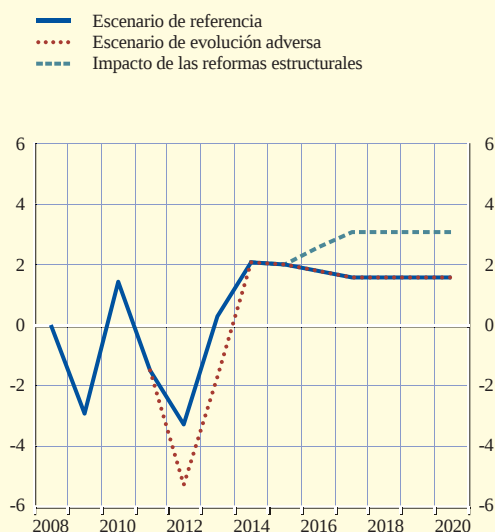
A continuación se analizan otras dos desviaciones del escenario de referencia. En primer lugar, se supone que entre 2012 y 2013 se registra una perturbación que afecta muy negativamente al PIB. Esta perturbación corresponde prácticamente al actual umbral inferior del intervalo de las previsiones del PIB de los analistas de los mercados para 2012 y 2013. Ello equivale a una reducción anual de dos puntos porcentuales de la tasa de variación del PIB en comparación con el escenario de referencia (véase gráfico A).

Este escenario muestra que esta perturbación sobre el PIB, que se resume en una caída acumulada del 7 % hasta finales de 2013, conduciría a un aumento transitorio del saldo de deuda, que alcanzaría el 124 % del PIB en 2013. En este escenario adverso se supone que la pérdida registrada en el PIB no se recupera y que la política fiscal sigue adoptando una orientación pasiva, es decir, no se adoptan medidas de consolidación adicionales en respuesta al empeoramiento del escenario macroeconómico, lo que provoca un retraso de dos años en la consecución del objetivo de déficit del 3 % establecido

1 Muchos países europeos han conseguido mantener superávits primarios de entre el 4 % y el 5 % del PIB durante un período muy prolongado. En la zona del euro, por ejemplo, este ha sido el caso de Bélgica, que registró un superávit primario medio del 4,6 % entre 1989 y 2007, de Finlandia, con un superávit primario medio del orden del 5,5 % en 1970-1990 y 1998-2008, de Italia, donde el superávit primario medio se situó en el 4,9 % entre 1995 y 2001, y de Irlanda, con un superávit medio del 4,7 % entre 1988 y 2000. Véase el recuadro titulado «La experiencia anterior de países de la UE con superávits primarios elevados y sostenidos», *Boletín Mensual*, BCE, junio de 2011, páginas 103-105.

Gráfico A Escenarios de evolución del PIB

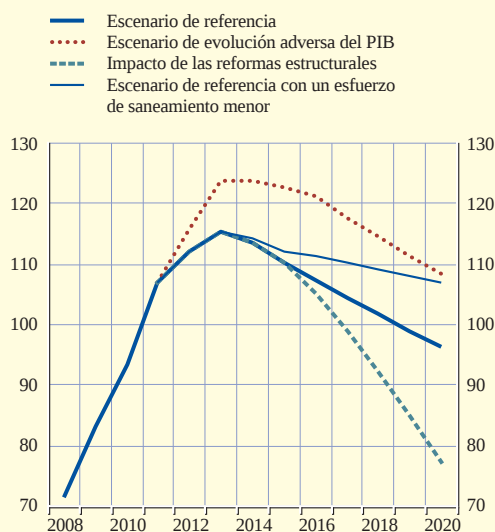
(tasas de variación anual)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Gráfico B Escenarios de evolución de la deuda de las Administraciones Públicas

(en porcentaje del PIB)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

en el contexto del procedimiento de déficit excesivo (de 2013 a 2015). En el gráfico B se aprecia que, en el escenario adverso, el perfil descendente de la deuda pública empieza a acelerarse a partir de 2015 y que la ratio de deuda se sitúa en torno al 110 % del PIB para 2020.

Impacto potencial de las reformas estructurales

El segundo escenario trata de recoger el impacto de las reformas estructurales en el crecimiento del PIB y, por tanto, en la evolución de la deuda. Este impacto se calibra incluyendo en el escenario de referencia el efecto de una reducción de los salarios y márgenes de precios obtenidos de simulaciones realizadas utilizando el Modelo de la Economía Mundial y de la Zona del Euro del BCE². Aunque Portugal está aplicando reformas estructurales actualmente y ya ha realizado progresos en algunas áreas importantes, los modelos analíticos suelen indicar que sus efectos en el PIB no son inmediatos. Por tanto, siguiendo las indicaciones de los resultados basados en modelos, el escenario de referencia se ajusta al alza solo a partir de 2015 (véase gráfico A). El ajuste al alza calibrado es tal que el crecimiento del PIB real alcanza el 3 % para 2017 (es decir, cinco años después de la aplicación de las reformas estructurales)³. El mayor crecimiento tiene un impacto presupuestario positivo y el saldo presupuestario en porcentaje del PIB mejora sustancialmente, desde el -0,5 % en 2015 hasta alcanzar un superávit de alrededor del 3,5 % para 2020.

En el gráfico B se observa que el impacto del aumento del crecimiento del PIB a medio plazo incide de manera significativa en la evolución de la deuda. En este caso, la reducción de la ratio de deuda pública es considerable y el saldo de deuda cae hasta situarse por debajo del 80 % del PIB para 2020,

2 Véase S. Gomes, P. Jacquinot, M. Mohr y M. Pisani, «Structural reforms and macroeconomic performance in the euro area countries. A model-based assessment», *Working Paper Series*, n.º 1323, BCE, 2011.

3 Según el Modelo de la Economía Mundial y de la Zona del Euro, el impacto de una reducción del 15 % en salarios y márgenes de precios genera un aumento acumulado de aproximadamente el 8 % del PIB en siete años.

esto es, un nivel próximo al registrado antes de la crisis de 2009. Esto demuestra que la aplicación íntegra del programa de reformas estructurales puede contribuir sustancialmente a conseguir una disminución sostenida y rápida de la ratio de deuda pública.

Conclusiones

El análisis anteriormente descrito muestra que, partiendo de supuestos prudentes sobre el crecimiento del PIB, el saldo primario y los ajustes déficit-deuda⁴, la evolución de la deuda pública de Portugal se estabilizaría con rapidez, con una reducción continuada de la ratio de deuda posteriormente. Incluso en el caso de que las reformas estructurales no generen un aumento del crecimiento, la deuda pública caería hasta situarse por debajo del 100 % del PIB al final del horizonte considerado en el escenario. En el caso de registrarse una disminución del PIB sensiblemente mayor a la del escenario de referencia y partiendo del supuesto de que el ajuste del saldo presupuestario se retrasa dos años, la ratio de deuda también se estabilizaría en 2013, y descendería de manera ostensible a partir de 2015. En el escenario que incluye el efecto de las reformas estructurales sobre el PIB, la deuda pública se situaría en torno al 77 % del PIB para 2020.

Hasta ahora, el ajuste del saldo primario estructural realizado en Portugal ha sido significativo, del 3,5 % del PIB, aproximadamente, lo que también ha quedado reflejado en la acusada corrección del déficit por cuenta corriente. Este resultado se ha obtenido partiendo de una caída del PIB más limitada en 2011 de lo inicialmente previsto. Además, los ingresos procedentes de las privatizaciones han sido mayores de lo estimado y el programa de reformas estructurales va por la senda correcta. Aunque los logros alcanzados hasta la fecha han sido muy positivos, debe mantenerse la firme determinación mostrada hasta ahora. En concreto, en el ámbito fiscal es necesario perseverar en los esfuerzos para reforzar las medidas que eviten la acumulación de retrasos en los pagos, seguir fortaleciendo la administración tributaria y aumentar la eficiencia de la Administración pública. Habida cuenta del papel clave de las reformas estructurales para impulsar el PIB, para que el programa sea un éxito es fundamental que las reformas se apliquen con rigurosidad, especialmente con el fin de reducir rentas en los sectores de bienes no comerciables.

4 Aproximadamente el 66 % de los ingresos procedentes de las privatizaciones esperados para 2012 y 2013 se materializaron a principios de 2012. Además, las previsiones de deuda incluyen 12 mm de euros, cantidad destinada a cubrir las necesidades de capitalización de las entidades de crédito en el programa de asistencia financiera (Facilidad de Apoyo a la Solvencia de las Entidades de Crédito). En caso de que solo se utilice una parte de esta cantidad, deberá efectuarse una corrección a la baja de la ratio de deuda en relación con el PIB.

En Irlanda, la quinta revisión del programa de asistencia financiera de la UE y del FMI concluyó que las perspectivas de las finanzas públicas para 2012 están en consonancia con los objetivos (que prevén un déficit de las Administraciones Públicas para 2012 del 8,6 % del PIB). Un poco más de la mitad de las medidas de consolidación para 2012 están relacionadas con el gasto, incluidos recortes en el consumo público, mientras que, en lo que se refiere a los ingresos, el Gobierno prevé, en particular, medidas relacionadas con los impuestos indirectos (por ejemplo, un incremento del IVA de 2 puntos porcentuales) y subidas en diversos precios administrados. Aunque los riesgos fiscales han aumentado, en cierto modo, a medida que se ha deteriorado el entorno macroeconómico internacional, el Gobierno parece seguir comprometido a adoptar todas las medidas necesarias para cumplir los objetivos de déficit y reducir el déficit de las Administraciones Públicas hasta situarlo por debajo del 3 % del PIB en 2015, en consonancia con los compromisos adquiridos por Irlanda de conformidad con el procedimiento de déficit excesivo. El 26 de enero de 2012 el consejo consultivo, Irish Fiscal Advisory Council, publicó un informe sobre cómo elaborar mejores reglas fiscales para Irlanda, teniendo en cuenta el proyecto de ley de responsabilidad fiscal que el Gobierno va a introducir a mediados de 2012, y sobre cómo fortalecer la independencia del citado consejo consultivo.

Con la excepción de Estonia, Luxemburgo y Finlandia, todos los países de la zona del euro están sujetos a un procedimiento de déficit excesivo. El 11 de enero de 2012, la Comisión Europea informó al Consejo ECOFIN de que consideraba que Bélgica, Chipre y Malta habían tomado medidas eficaces de acuerdo con sus respectivos procedimientos de déficit excesivo. Según las últimas previsiones de la Comisión Europea sobre estos países, se espera que Malta haya reducido su déficit al valor de referencia en 2011, el plazo límite fijado para corregir su déficit excesivo. Según las previsiones, en Bélgica y Chipre los déficits se reducirán al 2,9% y al 2,7% del PIB, respectivamente, en 2012, que es el plazo límite para corregir su déficit excesivo. Como consecuencia, el Consejo ECOFIN decidió, el 24 de enero de 2012, no acelerar los procedimientos para corregir el déficit excesivo en estos países.

MEDIDAS PARA LOGRAR UNA UNIÓN DE ESTABILIDAD PRESUPUESTARIA MÁS FUERTE

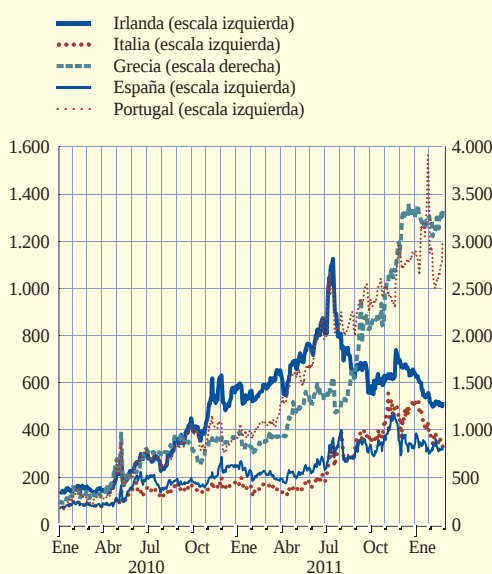
El 2 de marzo de 2012, todos los Estados miembros de la UE a excepción del Reino Unido y la República Checa firmaron un nuevo *Tratado de Estabilidad, Coordinación y Gobernanza en la Unión Económica y Monetaria*. Los elementos principales del pacto presupuestario, recogido en el nuevo Tratado, son la obligación de los signatarios de lograr y mantener una situación presupuestaria que sea de equilibrio o de superávit en términos estructurales, y la obligación de activar un mecanismo automático para adoptar medidas correctoras (véase el recuadro 12, titulado «Elementos principales del pacto presupuestario», para más detalles). En este sentido, la evolución de los saldos presupuestarios estructurales anuales en el sector de las Administraciones Públicas constituye una variable fiscal clave para supervisar el cumplimiento de las nuevas disposiciones. Como estos saldos estructurales se derivan de saldos presupuestarios ajustados de ciclo, excluidas medidas extraordinarias y temporales, el ajuste cíclico es una parte importante de las herramientas utilizadas para evaluar el cumplimiento (véase el recuadro 13, titulado «Ajuste cíclico del saldo presupuestario de las Administraciones Públicas»).

El 2 de febrero de 2012, los países de la zona del euro firmaron el tratado que establece el Mecanismo Europeo de Estabilidad (MEDE) permanente, que sustituirá o complementará a la FEEF. Este nuevo mecanismo para hacer frente a crisis pretende salvaguardar la estabilidad financiera de la zona del euro y entrará en vigor el 1 de julio de 2012, un año antes de lo previsto inicialmente. Se espera que la FEEF y el MEDE cuenten con una capacidad crediticia combinada de 500 mm de euros; los jefes de Estado o de Gobierno revisarán si esta cifra es adecuada cuando se reúnan a finales de marzo. A partir del 1 de marzo de 2013, solo los países de la zona del euro que hayan ratificado el Tratado de Estabilidad, Coordinación y Gobernanza en la Unión Económica y Monetaria podrán recibir asistencia financiera en el marco del MEDE.

Se observan ya los primeros indicios de que los mercados financieros reconocen los avances logrados en materia de consolidación fiscal en la zona del euro en su conjunto y en los países vulnerables

Gráfico 61 Diferenciales frente al rendimiento de la deuda pública alemana a diez años

(datos diarios; puntos básicos)



Fuentes: Bloomberg, Thomson Reuters y cálculos del BCE.

en particular, así como los esfuerzos por reforzar el marco de gobernanza presupuestaria y económica de la UE y, por ende, los fundamentos de la moneda única. En este sentido, las tensiones de los mercados de deuda soberana han empezado a desaparecer en los países vulnerables de la zona del euro, como demuestra la reducción de los diferenciales de rendimiento de la deuda soberana frente a Alemania (véase gráfico 61).

RETOS PARA LAS POLÍTICAS FISCALES

El pacto presupuestario, recogido en el nuevo Tratado de Estabilidad, Coordinación y Gobernanza en la Unión Económica y Monetaria, representa un paso en la dirección correcta. Sumado al conjunto de seis medidas legislativas, denominado *six pack*, relativas a las reformas de la gobernanza presupuestaria y económica, que entró en vigor en diciembre de 2011⁴, constituye otro compromiso para reforzar el marco fiscal de la UEM. Estas medidas para asegurar una mayor disciplina presupuestaria, unidas a los nuevos esfuerzos por mejorar la competitividad, han contribuido a mejorar la confianza de los mercados financieros. Sin embargo, el clima de los mercados financieros sigue siendo frágil. Por lo tanto, los Gobiernos de la zona del euro deben continuar aplicando estrategias integrales de consolidación fiscal y cumplir con todos sus compromisos en virtud del Pacto de Estabilidad y Crecimiento. A este respecto, el semestre europeo de 2012 debería utilizarse para aplicar rigurosamente el mecanismo reforzado de vigilancia presupuestaria. En sus programas de estabilidad de 2012, que deberán presentarse a la Comisión Europea a mediados de abril, los países de la zona del euro deben exponer de forma detallada cómo tienen previsto cumplir con el nuevo Tratado. Asimismo, los países que están sujetos a un procedimiento de déficit excesivo deberán especificar las medidas que van a tomar para corregir dicho déficit antes del plazo límite. También deben tener en cuenta las recomendaciones emitidas por el Consejo ECOFIN en el contexto de la evaluación de los programas de estabilidad de 2011. Los esfuerzos de consolidación fiscal deben centrarse en medidas con el potencial de aumentar la eficiencia en el gasto y la competitividad, con vistas a apoyar de este modo el crecimiento económico.

De cara al futuro, será necesario adoptar medidas ambiciosas adicionales para mejorar el marco fiscal y avanzar hacia una verdadera «unión de estabilidad presupuestaria». Todo ello, unido a los progresos ya logrados, conduciría a un círculo virtuoso de situaciones presupuestarias sólidas, menores riesgos para la sostenibilidad de la deuda pública y mayor confianza en los mercados financieros.

4 Para más detalles, véase el recuadro titulado «Entrada en vigor de un marco de gobernanza económica reforzado», *Boletín Mensual*, BCE, diciembre de 2011.

Recuadro 12

ELEMENTOS PRINCIPALES DEL PACTO PRESUPUESTARIO

El pacto presupuestario, recogido en el nuevo «Tratado de Estabilidad, Coordinación y Gobernanza en la Unión Económica y Monetaria», fue acordado en la cumbre de la UE del 30 de enero de 2012 y firmado el 2 de marzo por los jefes de Estado o de Gobierno de todos los países de la UE, a excepción del Reino Unido y la República Checa. Además del pacto presupuestario, el nuevo Tratado incluye disposiciones para fomentar la coordinación de las políticas económicas y la convergencia, y para fortalecer la gobernanza en la zona del euro. El pacto presupuestario constituye un paso hacia una verdadera «unión de estabilidad presupuestaria», puesto que su objetivo es fortalecer el marco de gobernanza presupuestaria en la zona del euro y aborda algunas de las deficiencias detectadas en

el Pacto de Estabilidad y Crecimiento reforzado recientemente¹. Complementa el acuerdo alcanzado por los jefes de Estado o de Gobierno de la zona del euro el 9 de diciembre de 2011 sobre los pilares básicos del pacto presupuestario. El nuevo Tratado entrará en vigor después de que haya sido ratificado por al menos doce países de la zona del euro. En este recuadro se ofrece un resumen breve de los elementos principales del pacto presupuestario:

1. **Una regla de equilibrio presupuestario obligatoria:** Los Estados miembros signatarios se comprometen a aplicar en su legislación una norma que exija que la situación presupuestaria de las Administraciones Públicas sea de equilibrio o de superávit. La norma se considera respetada si el saldo estructural anual cumple el objetivo nacional específico a medio plazo y no supera un déficit (estructural) del 0,5 % del producto interior bruto (PIB). Cuando la proporción entre la deuda pública y el producto interior bruto esté significativamente por debajo del 60 % y los riesgos para la sostenibilidad presupuestaria a largo plazo sean bajos, el límite inferior del objetivo a medio plazo podrá alcanzar un déficit estructural máximo del 1 % del PIB.
 - **Rápida convergencia hacia el objetivo a medio plazo:** El pacto presupuestario establece que los países con un saldo estructural que todavía no se ajusta al objetivo a medio plazo deben garantizar la rápida convergencia hacia este objetivo. El calendario concreto para ajustarse lo especificará la Comisión Europea.
 - **Desviaciones temporales:** Un país podrá desviarse temporalmente de su objetivo a medio plazo o de la senda de ajuste hacia dicho objetivo solo en circunstancias excepcionales, es decir, cuando se produzca un acontecimiento inusual que esté fuera del control del país afectado o un período de grave recesión económica definido en el componente preventivo del Pacto de Estabilidad y Crecimiento reforzado.
 - **Mecanismo corrector automático:** En el caso de que el saldo estructural de un país se desvíe significativamente del objetivo a medio plazo o de la senda de ajuste hacia dicho objetivo, se activará automáticamente un mecanismo para corregir las desviaciones. El impacto agregado de las desviaciones sobre la dinámica de la deuda pública también deberá corregirse automáticamente. La Comisión Europea propondrá los principios comunes relativos a la naturaleza, el alcance y el calendario de la medida correctora que se adopte, igualmente en caso de circunstancias excepcionales. Su propuesta también abarcará la función e independencia de las instituciones nacionales responsables de supervisar la observancia de las normas.
 - **Ejecución:** Los Estados miembros están obligados a transponer los elementos anteriores de la regla de equilibrio presupuestario en sus ordenamientos jurídicos nacionales, preferentemente de rango constitucional, en un plazo de un año a partir de la fecha de entrada en vigor del nuevo Tratado. La Comisión Europea presentará un informe sobre el cumplimiento de este requisito de transposición. Cualquier Estado miembro signatario puede solicitar al Tribunal de Justicia europeo que verifique la transposición de las normas en los ordenamientos jurídicos nacionales y este puede imponer sanciones pecuniarias que no excederán del 0,1 % del PIB para garantizar el cumplimiento de sus sentencias.

1 Para consultar una evaluación del Pacto de Estabilidad y Crecimiento reforzado que entró en vigor en diciembre de 2011, véase el recuadro titulado «Entrada en vigor de un marco de gobernanza económica reforzado», *Boletín Mensual*, BCE, diciembre de 2011.

2. **Fortalecimiento del procedimiento de déficit excesivo:** El pacto presupuestario prevé que los países de la zona del euro se comprometan a apoyar las propuestas o recomendaciones formuladas por la Comisión Europea al Consejo del ECOFIN si un país de la zona del euro incumple el criterio del déficit, a menos que se oponga una mayoría cualificada de los demás países de la zona del euro. Se espera que esta disposición, en pleno respeto de los requisitos establecidos en los Tratados de la UE, aumente el automatismo del procedimiento de déficit excesivo relativo al incumplimiento del criterio del déficit. Asimismo, los Estados miembros que sean objeto de un procedimiento de déficit excesivo están obligados a establecer un programa de colaboración presupuestaria y económica que debe permitirles corregir su déficit excesivo de manera eficaz y duradera.
3. **Referencia para la reducción de la deuda pública:** El pacto presupuestario incluye la referencia numérica para la reducción de la deuda de los Estados miembros cuya deuda pública excede del valor de referencia del 60 % del PIB, según lo previsto en el Pacto de Estabilidad y Crecimiento reforzado. De esta manera, se eleva el valor de referencia, para los países signatarios, al nivel del Derecho primario. Concretamente, cuando la proporción entre la deuda pública y el PIB rebasa el valor de referencia del 60 %, la diferencia deberá reducirse a un ritmo medio de una veintea parte al año.
4. **Planes de emisión de deuda pública:** Se solicita a los Estados miembros que informen con antelación de sus planes de emisión de deuda pública con el fin de optimizar la coordinación de sus planes de financiación.

En general, el pacto presupuestario constituye un paso positivo para consolidar la disciplina presupuestaria en la zona del euro. Si se aplica y se cumple estrictamente, el pacto presupuestario deberá reforzar el actual marco de gobernanza presupuestaria y fomentar su credibilidad. Se incluirá un análisis más detallado del pacto presupuestario en una próxima edición del Boletín Mensual.

Recuadro 13

AJUSTE CÍCLICO DEL SALDO PRESUPUESTARIO DE LAS ADMINISTRACIONES PÚBLICAS

Los ingresos públicos se componen principalmente de impuestos y cotizaciones sociales que gravan distintos tipos de rentas y gastos. Por consiguiente, tienden a aumentar y a disminuir en consonancia con las fluctuaciones de la actividad económica. En cambio, con la notable excepción de las prestaciones por desempleo, la mayor parte del gasto público apenas se ve afectado por el ciclo económico. En consecuencia, a igualdad de otros factores, los saldos presupuestarios de las Administraciones Públicas suelen mejorar durante las recuperaciones económicas y empeorar en las fases recesivas del ciclo económico.

El objetivo del ajuste cíclico es corregir por la influencia del ciclo económico en las finanzas públicas y obtener una medida que refleje mejor la posición presupuestaria subyacente, o estructural. Por regla general, la estimación del componente cíclico del saldo presupuestario implica tratar de medir: i) la posición de la economía en relación con su nivel potencial o tendencial, y ii) la manera en que los distintos componentes del presupuesto suelen responder a las fluctuaciones de la actividad económica.

El ajuste cíclico en el contexto del Pacto de Estabilidad y Crecimiento

La evolución del saldo estructural, medido como el saldo presupuestario ajustado de ciclo, excluidas determinadas medidas extraordinarias y otras medidas de carácter temporal, es uno de los indicadores que se vigila atentamente en el contexto del Pacto de Estabilidad y Crecimiento. A tal fin, la Comisión Europea ha desarrollado y perfeccionado un método de ajuste cíclico adoptado de común acuerdo, que también se inspira en los trabajos llevados a cabo en la OCDE. En este método, el componente cíclico del saldo presupuestario es el resultado del producto de la brecha de producción estimada¹ y de la sensibilidad global del presupuesto a la producción². La brecha de producción se estima a partir de una función de producción. Las estimaciones obtenidas se actualizan en el momento en el que se elabora cada previsión macroeconómica. La sensibilidad global del presupuesto es un parámetro fijo que solo se estima periódicamente (es decir, una vez cada cinco años), y se calcula a partir de estimaciones o supuestos relativos a: i) la elasticidad de los componentes cíclicos del presupuesto (impuestos, cotizaciones sociales y prestaciones por desempleo) en relación con los componentes del PIB relevantes (salarios, beneficios y consumo) y con el desempleo, y ii) la elasticidad de estos componentes del PIB y del desempleo en relación con el PIB total. En promedio, estas elasticidades están normalmente bastante próximas a la unidad. Esto supone que, para estimar la sensibilidad global del presupuesto, suele considerarse que es cercana a la proporción de los ingresos y del gasto cíclicos en el PIB, que para la zona del euro en su conjunto se sitúa en torno a 0,5. En otras palabras, por cada brecha del 1 % entre el producto y su nivel potencial estimado, el componente cíclico correspondiente del saldo presupuestario sería de alrededor del 0,5 % del PIB.

Limitaciones del ajuste cíclico

El ajuste cíclico es una parte importante de las herramientas disponibles para la ejecución y la valoración de la política presupuestaria. Al mismo tiempo, todos los métodos de ajuste cíclico tienen limitaciones, por lo que es importante que las estimaciones del saldo ajustado de ciclo se interpreten correctamente, teniendo presentes estas limitaciones. La mayoría de los métodos estándar llevan asociados dos problemas importantes.

El primer problema se refiere a que el nivel potencial o tendencial de la actividad económica no es observable y que la valoración en tiempo real de la situación de la economía en relación con su nivel potencial o tendencial depende, en gran medida, de previsiones. Esto significa que la valoración del tamaño de la brecha de producción en un momento determinado vuelve a efectuarse ex post cuando se dispone de nuevos datos y se conocen los errores de predicción.

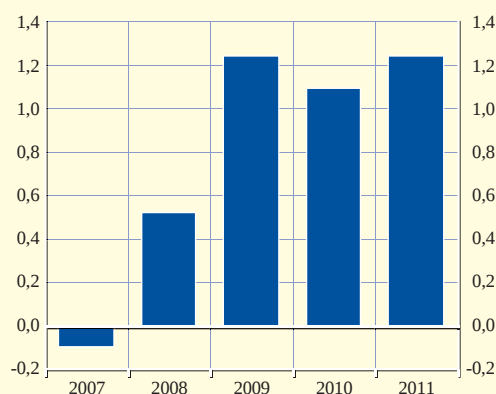
Las revisiones de las estimaciones de la brecha de producción y, por tanto, de los componentes cíclicos estimados del saldo presupuestario, son mayores cuando la economía se ve afectada por perturbaciones imprevisibles. Por poner un ejemplo, en el otoño de 2007 se consideró que el crecimiento del PIB de la zona del euro para ese año estaría más o menos en línea con su potencial, lo que hizo que se estimara que el componente cíclico del saldo presupuestario de la zona se situaría en un nivel muy próximo a cero. No obstante, dado que, posteriormente, la economía de la zona del euro se vio afectada por la crisis económica y financiera mundial, esta opinión se modificó, y ahora se considera

1 Véase F. D'Auria, C. Denis, K. Havik, K. McMorrow, C. Planas, R. Raciborski y W. Röger, «The production function methodology for calculating potential growth rates and output gaps», *European Economy – Economic Papers*, n.º 420, Comisión Europea, julio de 2010.

2 Véase *New and updated budgetary sensitivities for the EU budgetary surveillance*, Comisión Europea (sitio web de la DG-ECFIN), septiembre de 2005.

Gráfico A Estimaciones sucesivas del componente cíclico¹⁾ del saldo presupuestario de las Administraciones Públicas de la zona del euro en 2007

(en porcentaje del PIB)

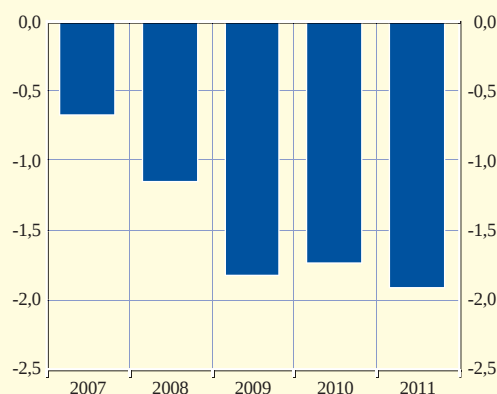


Fuente: Comisión Europea.

1) Componente cíclico basado en la brecha entre el producto efectivo y el potencial a precios constantes de mercado recogido en las previsiones sucesivas de la Comisión Europea de otoño.

Gráfico B Estimaciones sucesivas del saldo presupuestario ajustado de ciclo¹⁾ de las Administraciones Públicas de la zona del euro en 2007

(en porcentaje del PIB)



Fuente: Comisión Europea.

1) Saldo ajustado de ciclo basado en la brecha entre el producto efectivo y el potencial a precios constantes de mercado recogido en las previsiones sucesivas de la Comisión Europea de otoño.

que la producción se situó aproximadamente un 2,5 % por encima de su potencial, lo que se traduce en un componente cíclico positivo del saldo presupuestario cercano al 1,25 % del PIB (véase gráfico A). Esto implica una revisión de la estimación del déficit ajustado de ciclo en la zona del euro para ese año (véase gráfico B).

El segundo problema se refiere a que la relación entre los componentes cíclicos del saldo presupuestario y el PIB es más débil de lo que implican los supuestos que subyacen al ajuste cíclico. Para empezar, para las finanzas públicas no solo es importante el nivel general del PIB, sino también su composición. Por ejemplo, un crecimiento del PIB determinado por la demanda exterior neta generará una recaudación impositiva menor que el crecimiento del PIB originado por la demanda interna. El método de ajuste cíclico utilizado actualmente en el SEBC para analizar la política fiscal trata de incluir estas influencias en el componente cíclico del saldo presupuestario³. A tal fin, en este método los componentes cíclicos se calculan por separado para diferentes flujos de ingresos y de gasto sobre la base de la evolución cíclica de cualquier agregado macroeconómico (incluido en la proyección macroeconómica correspondiente) que se considere que se aproxima más a la base impositiva o del gasto.

No obstante, las bases impositivas o de gasto todavía suelen ser muy diferentes, y comportarse de manera muy distinta, respecto de los agregados macroeconómicos que las aproximan con mayor exactitud. Ello se debe a numerosas razones, que, por lo general, están relacionadas con la compleja naturaleza de los sistemas tributarios y de prestaciones sociales. Existen varios ejemplos al respecto. En primer lugar, los impuestos se recaudan en parte sobre ingresos (como las plusvalías realizadas) y sobre gastos (por ejemplo, las adquisiciones de viviendas ya construidas) que no se incluyen en el cálculo del PIB. En segundo lugar, la principal medida de beneficios (el excedente de explotación) en las cuentas nacionales es una agregación de las pérdidas y ganancias de las empresas y los hogares,

3 Véase Bouthevillain *et al.*, *Working Paper Series*, n.º 77, BCE, Fráncfort del Meno, septiembre de 2001.

aunque en los sistemas tributarios las pérdidas no tributan negativamente, sino que se difieren y se compensan con los beneficios de ejercicios futuros. En tercer lugar, lo que determina la recaudación impositiva no son tanto los agregados (como el consumo privado), sino su composición (por ejemplo, el consumo de combustibles, tabaco y alcohol). En cuarto lugar, el gasto que representan las prestaciones por desempleo depende no solo del desempleo agregado, sino de si los parados pueden acogerse a la prestación, lo que normalmente dependerá de las cotizaciones sociales anteriores, de la duración de la situación de desempleo, etc. Las fluctuaciones interanuales de los ingresos y del gasto público originadas por estos factores no se recogen en el componente cíclico del saldo presupuestario, aunque pueden estar directa o indirectamente relacionadas con el ciclo económico. Los procedimientos utilizados normalmente para llevar a cabo el ajuste cíclico no pueden recoger estas influencias porque sus principales determinantes no se incluyen en las proyecciones macroeconómicas habituales.

Otra cuestión que se ha de tener presente es que la brecha de producción es un concepto de volumen, mientras que los impuestos y las prestaciones dependen de importes nominales. El ajuste cíclico trata de ajustar por los ciclos económicos reales, y no por los ciclos de precios. Dicho de otro modo, se supone que las fluctuaciones de los precios no tienen un efecto cíclico significativo en el saldo presupuestario. Sin embargo, la inflación sí es importante para las finanzas públicas, sobre todo porque las partidas de gasto de los presupuestos suelen fijarse en términos nominales, mientras que muchos impuestos y prestaciones se ajustan automáticamente a la inflación de precios y salarios.

Conclusiones

Teniendo presente todo lo anterior, la mejor manera de interpretar el componente cíclico del saldo presupuestario probablemente sea la siguiente. Esa parte del déficit o del superávit tenderá a autocorregirse a lo largo del tiempo, como consecuencia del impacto del ciclo económico, suponiendo que la previsión actual del PIB resulte ser correcta, así como una relación simple y estable entre los componentes cíclicos del presupuesto y el PIB en el futuro. Sobre la base de estos supuestos, la reducción del déficit presupuestario ajustado de ciclo generalmente exige una combinación de subida de impuestos y/o una senda de gasto de carácter no cíclico que se mantenga por debajo de la tasa de crecimiento potencial o tendencial de la economía. En líneas más generales, se ha de observar que muchos factores, incluidos no solo los factores cuasi cíclicos anteriormente citados, sino también otros de naturaleza no cíclica, como el envejecimiento de la población, incidirán en el saldo presupuestario ajustado de ciclo. Es importante prever estos factores en la medida de lo posible y tenerlos en cuenta al calibrar las decisiones impositivas y de gasto para formular adecuadamente la política fiscal. De igual modo, debido a la incertidumbre existente en torno a las estimaciones de los saldos ajustados de ciclo, el cumplimiento de los límites de déficit presupuestario, especialmente el valor de referencia del 3 % del PIB, sigue siendo un elemento esencial del Pacto de Estabilidad y Crecimiento.