

EVOLUCIÓN ECONÓMICA Y MONETARIA

I ENTORNO EXTERIOR DE LA ZONA DEL EURO

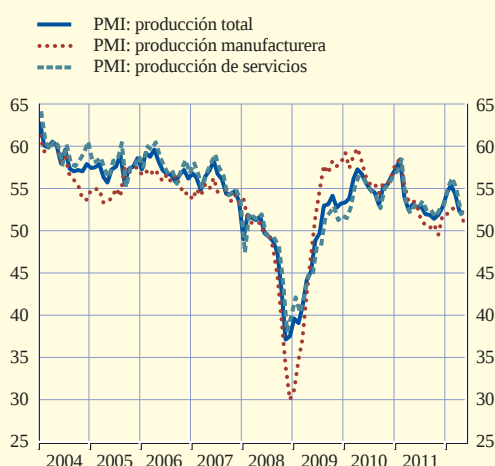
La recuperación de la economía mundial sigue siendo frágil. La información que se ha ido conociendo en los últimos meses confirma que se ha producido un gradual repunte de la actividad mundial. En la mayoría de las principales economías avanzadas no pertenecientes a la zona del euro se han observado nuevas señales de una moderada expansión, pero algunos impedimentos estructurales siguen empañando las perspectivas de crecimiento a medio plazo. En las economías emergentes, el crecimiento se ha moderado últimamente en cierta medida, pero sigue siendo sólido en general, lo que ha supuesto una importante contribución al crecimiento mundial. En consonancia con la dinámica de la actividad mundial, el comercio internacional registró una ligera recuperación en el primer trimestre de 2012. En la mayoría de los países, la inflación ha seguido reduciéndose en los últimos meses, principalmente como consecuencia de la evolución de los precios de la energía.

I.1 EVOLUCIÓN DE LA ECONOMÍA MUNDIAL

La recuperación de la economía mundial sigue siendo frágil. Al mismo tiempo la información que se ha ido conociendo en los últimos meses confirma que se ha producido un repunte de la actividad mundial. En lo que respecta a los países de la OCDE, las estimaciones provisionales muestran que, en un contexto de continuas divergencias, el crecimiento intertrimestral del PIB fue del 0,4% en el primer trimestre de 2012, frente al 0,3% del trimestre anterior. En el primer trimestre la actividad mundial contó con el respaldo temporal de la mejora de las condiciones de financiación a escala mundial, que, no obstante, se han deteriorado en las últimas semanas, debido a la inquietud suscitada por la situación de algunas economías de la zona del euro. La debilidad de los mercados de trabajo y de la vivienda en las principales economías avanzadas, así como la necesidad de sanear los balances, seguirá siendo, probablemente, un grave obstáculo para el ritmo de crecimiento de la economía mundial. Si bien se está avanzando en el reequilibrio del endeudamiento del sector privado, los niveles de deuda de los hogares continúan siendo elevados en varias de las principales economías avanzadas. En las economías emergentes, el crecimiento, aunque se ha moderado ligeramente, debido al anterior endurecimiento de las políticas y al debilitamiento de la demanda interna y externa, sigue siendo sólido en general, lo que ha supuesto una significativa contribución al crecimiento de la economía mundial.

Gráfico 1 PMI: producción mundial

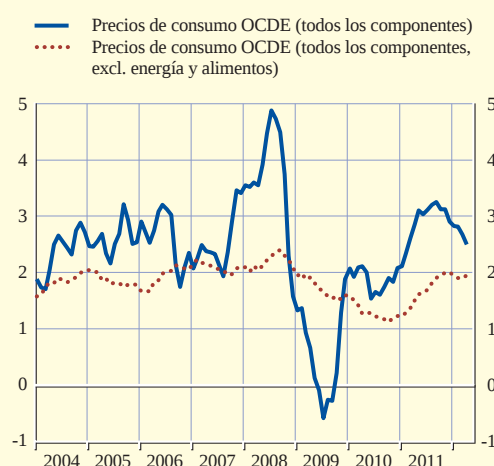
(índice de difusión; datos mensuales desestacionalizados)



Fuente: Markit.

Gráfico 2 Evolución internacional de los precios

(datos mensuales; tasas de variación interanual)

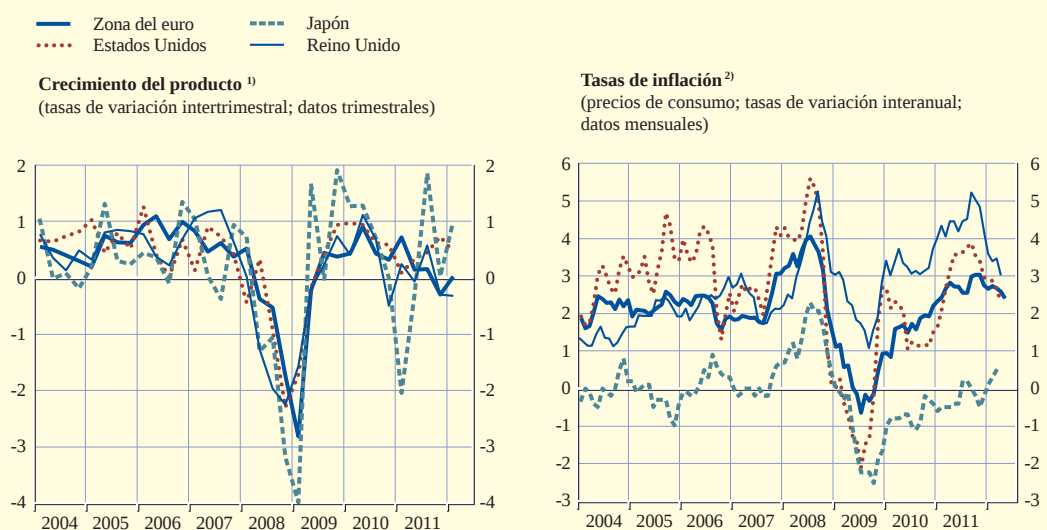


Fuente: OCDE.

En las principales economías avanzadas no pertenecientes a la zona del euro, con la excepción del Reino Unido, hay evidencia de una moderada expansión de la actividad económica en general. A escala mundial, el crecimiento de la producción industrial también repuntó en el primer trimestre de 2012. Los datos más recientes procedentes de las encuestas también siguen siendo coherentes con una gradual recuperación de la economía mundial. Aunque el índice PMI global de producción de manufacturas y servicios registró otro pequeño descenso, hasta el 52,1, en mayo (véase gráfico 1), el deterioro se produce tras las cifras muy positivas del primer trimestre. El descenso del índice PMI global de producción refleja una significativa contracción del índice de producción de manufacturas, que se compensó en parte con una mejora del índice de actividad en los servicios. Por países, el descenso del índice PMI refleja, principalmente, unas cifras menos favorables en la zona del euro, mientras que se mantiene estable en Estados Unidos y mejora en varias de las principales economías emergentes. Por lo que se refiere al consumo, los indicadores de confianza de los consumidores tendieron a mejorar en todos los países. No obstante, en el caso de las economías avanzadas, se mantienen por debajo de las normas históricas, mientras que en las economías emergentes la confianza ha resistido muy bien.

En consonancia con la evolución de la actividad a escala mundial, el comercio internacional experimentó un ligero repunte en el primer trimestre de 2012. Según los datos del *CPB Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis*, el comercio mundial de bienes creció un 1,6% (en tasa intertrimestral) en el primer trimestre, tras un estancamiento en el último trimestre de 2011. Esta recuperación se vio favorecida por el crecimiento bastante vigoroso registrado en las principales economías emergentes, como consecuencia, en parte, de la normalización de los vínculos en las cadenas de producción que se habían interrumpido tras las inundaciones en Tailandia. Al mismo tiempo, la dinámica del comercio exterior en las principales economías avanzadas siguió siendo más bien lenta. Los indicadores de opinión más recientes sugieren cierta pérdida de impulso del comercio mundial en el corto plazo. El índice PMI de

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



Fuentes: Datos nacionales, BPI, Eurostat y cálculos del BCE.

1) Para la zona del euro y el Reino Unido, se utilizan datos de Eurostat; para Estados Unidos y Japón, datos nacionales. Los datos del PIB se han desestacionalizado.

2) IAPC para la zona del euro y el Reino Unido; IPC para Estados Unidos y Japón.

nuevos pedidos exteriores, que había aumentado en enero por encima del umbral de 50 que separa la expansión de la contracción, descendió de nuevo, hasta 49,7, en mayo.

En las economías avanzadas, la inflación ha seguido reduciéndose en los últimos meses. En el año transcurrido hasta abril, los precios de consumo en la OCDE aumentaron un 2,5 %, en comparación con el 2,7 % registrado en el año transcurrido hasta marzo. La moderación de la tasa de inflación interanual de la OCDE refleja, principalmente, la evolución de los precios de la energía, que descendieron hasta el 4,8 % en abril, desde el 6,5 % del mes anterior. La inflación interanual, excluidos la energía y los alimentos, se mantuvo, en general, estable en el 2 % en los países de la OCDE. En las economías emergentes, las tasas de inflación interanual tendieron, en general, a reducirse aún más, situándose en abril por debajo de los niveles medios de 2011 en las principales economías.

ESTADOS UNIDOS

En Estados Unidos, la expansión de la actividad económica continúa a un ritmo moderado. Según indica la segunda estimación de la oficina de análisis económico (*Bureau of Economic Analysis*), el PIB real creció a una tasa interanual del 1,9 % en el primer trimestre de 2012 (0,5 % en tasa intertrimestral), frente al 3 % registrado en el trimestre anterior. En comparación con la estimación de avance del 2,2 %, la revisión a la baja se debió, principalmente, a una menor contribución de las existencias, que se compensó en parte con revisiones al alza de la inversión privada en capital fijo. El crecimiento en el primer trimestre estuvo respaldado, fundamentalmente, por el gasto en consumo personal, que se financió, en parte, mediante una reducción de la tasa de ahorro personal, habida cuenta del escaso crecimiento de la renta. Los indicadores de opinión y los datos de alta frecuencia sugieren que la expansión seguirá siendo moderada en el segundo trimestre de 2012. Si bien la producción industrial y el gasto en consumo han seguido aumentando, la desaceleración del ritmo de creación de empleo en abril y mayo ha planteado cierta inquietud respecto a la dinámica de la recuperación, inquietud que se ha intensificado por la persistente incertidumbre en los mercados financieros mundiales. En el recuadro 1 se analiza de forma sucinta la evolución de las tasas de actividad en la zona del euro y Estados Unidos

Las presiones inflacionistas han seguido relajándose. En abril, la inflación interanual medida por el IPC se redujo de nuevo hasta el 2,3 %, desde el 2,7 % del mes anterior y muy por debajo del máximo del 3,9 % registrado en septiembre de 2011. La desaceleración continuó reflejando la moderación de la tasa de variación interanual de los precios tanto de la energía como de los alimentos. Excluidos estos componentes, la inflación interanual se mantuvo estable en el 2,3 %, la misma tasa que en marzo. Los incrementos del coste de la atención sanitaria, los vehículos y las prendas de vestir, como consecuencia del afianzamiento de la demanda, han respaldado la capacidad de resistencia de la inflación subyacente.

De cara al futuro, en un contexto de políticas macroeconómicas de estímulo y de gradual relajación de las condiciones de concesión de préstamos, se prevé que la recuperación continúe a un ritmo moderado con el respaldo de la demanda interna. En particular, la actividad en el sector de la vivienda parece haberse estabilizado, el mercado de trabajo se ha tornado, en general, más favorable en los últimos trimestres, pese a una ligera pérdida de impulso últimamente, y se han moderado los precios de la energía. Al mismo tiempo, el vigor del gasto en consumo seguirá estando limitado por las presiones de desapalancamiento, lo que obligará a los hogares a reconstituir su ahorro en un contexto de escaso crecimiento de la renta. Como consecuencia de la atonía de la demanda mundial, se prevé que el crecimiento de las exportaciones continuará siendo débil en el corto plazo, y que se afianzará gradualmente en los próximos trimestres. Entre los notables riesgos a la baja que aún persisten, cabe destacar la incertidumbre respecto a la senda de la consolidación fiscal en el futuro. Por lo que respecta a la evolución de los precios, la reciente moderación de los precios de los combustibles ha aliviado los riesgos al alza derivados de la dinámica de los

precios de la energía. Se espera que la abundante capacidad excedente de producción mantenga contenidas las presiones inflacionistas subyacentes en un contexto de expectativas de inflación estables.

El 25 de abril de 2012, el Comité de Operaciones de Mercado Abierto de la Reserva Federal señaló que la economía ha estado registrando una moderada expansión y reconoció la mejora de las condiciones del mercado de trabajo en los últimos meses. El Comité decidió mantener la banda del 0 % al 0,25 % fijada como objetivo para el tipo de interés de los fondos federales y anticipó que la situación económica probablemente justifique que dicho tipo se mantenga en niveles excepcionalmente bajos como mínimo hasta finales de 2014.

Recuadro I

EVOLUCIÓN RECIENTE DE LA TASA DE ACTIVIDAD EN LA ZONA DEL EURO Y EN ESTADOS UNIDOS

Desde que comenzó la recesión en 2008, la tasa de paro en Estados Unidos ha aumentado desde aproximadamente el 5 % hasta el 8,1 % alcanzado a principios del segundo trimestre de 2012, aunque actualmente es ligeramente inferior al máximo del 10 % registrado en el último trimestre de 2009. La tasa de paro agregada en la zona del euro se incrementó desde el 7,2 % en el primer trimestre de 2008 hasta el 10,9 % en el primer trimestre de 2012. Aunque el aumento observado en la zona del euro se debe, en cierta medida, a los ajustes de los mercados de trabajo que se están llevando a cabo en varios países miembros, una parte de la diferencia en la evolución del desempleo en la zona en comparación con Estados Unidos refleja un comportamiento muy distinto de la tasa de actividad en las dos economías. De hecho, desde el inicio de la crisis financiera, la tasa de actividad ha aumentado en la zona del euro, mientras que ha disminuido considerablemente en Estados Unidos. En este recuadro se analizan las diferencias en las tasas de actividad en las dos áreas económicas desde el año 2000, centrandose especialmente la atención en la evolución por edad y sexo.

Comportamiento de la tasa de actividad y evolución de la población en la zona del euro y en Estados Unidos

La tasa de actividad se define como el porcentaje de la población total en edad de trabajar que tiene empleo o lo busca activamente¹. En el gráfico se compara la evolución de las tasas agregadas de actividad de la población en edad de trabajar en la zona del euro y en Estados Unidos (la línea continua azul en los dos paneles) desde el año 2000 (el primero para el que se dispone de datos de la zona del euro)². Dos diferencias llaman la atención de inmediato: en primer lugar, la mayor tasa de actividad en Estados Unidos (donde en promedio fue ligeramente superior al 75 % entre 2000 y 2011) en comparación con la zona del euro (donde en promedio se situó en algo menos del 70 % en ese mismo período) y, en segundo lugar, el hecho de que la evolución de las tasas de actividad ha sido muy diferente desde 2000, con una disminución notable en Estados Unidos y un aumento en la zona del euro durante gran parte del período.

Entre 2000 y 2011, la tasa agregada de actividad en la zona del euro aumentó desde el 68 % de la población total en edad de trabajar hasta el 72 %, mientras que, en Estados Unidos, la tasa se redujo del 78 % al 73 %. Esta tasa viene influenciada por las tasas de actividad de los distintos segmentos de

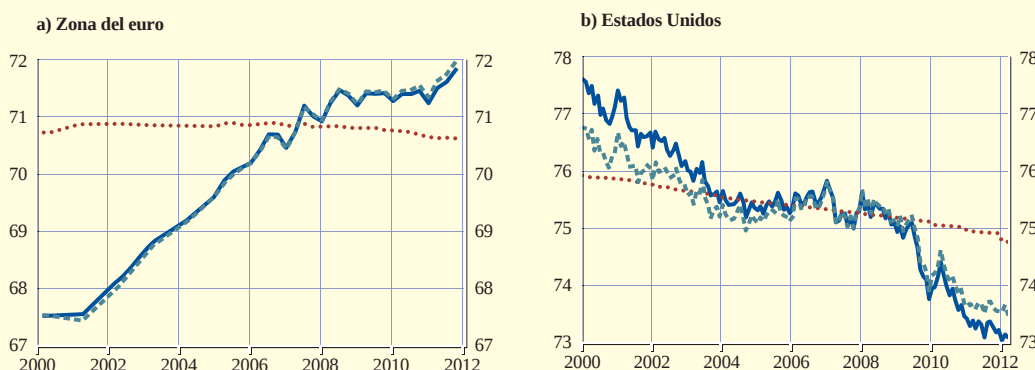
1 Las tasas de actividad generalmente se refieren a la población de más de 15 (o 16) años. No obstante, como el grupo relevante es la población en edad de trabajar, este recuadro se refiere a este último concepto (considerando la población de entre 15/16 y 64 años de edad), que es más comparable entre áreas económicas y en el tiempo.

2 Hasta 2004, los datos de la zona del euro están disponibles solo para un trimestre al año.

Evolución reciente de las tasas de actividad en la zona del euro y en Estados Unidos

(porcentajes)

- Tasas de actividad reales
- ... Tasas de actividad fijas
- - - Tasas de actividad con ponderaciones de la población fijas



Fuentes: Eurostat, US Bureau of Labor Statistics, National Bureau of Economic Research y cálculos del BCE.

Notas: Las tasas de actividad se expresan en porcentaje de la población en edad de trabajar (15-64 años en la zona del euro; 16-64 años en Estados Unidos). La «tasa de actividad real» se refiere a la tasa de actividad observada; las «tasas de actividad fijas», a una tasa de actividad hipotética calculada utilizando las tasas de actividad de 2007 de diez subgrupos, ponderadas por los cambios en la proporción de la población total en edad de trabajar, y las «tasas de actividad con ponderaciones de la población fijas» utilizan como ponderaciones la distribución de la población en 2007 y aplican tasas de actividad variables. Las cifras de la zona del euro correspondientes a 2000-2004 se han extrapolado de datos trimestrales.

la población y por el peso de estos segmentos en la población total. Una manera sencilla de diferenciar el papel que desempeña el comportamiento de la tasa de actividad en cada segmento de la población y la evolución de la población consiste en fijar las tasas de actividad o las ponderaciones de la estructura de la población por grupos de edad y sexo en un período determinado y a continuación valorar la evolución de las series ajustadas obtenidas. El gráfico muestra los resultados de este ejercicio, fijando cada variable en el nivel de 2007 anterior a la crisis.

Manteniendo fijas las ponderaciones de la estructura de población (como muestra la línea verde discontinua en los dos paneles) se identifica la evolución de la tasa agregada de actividad atribuible exclusivamente a los cambios en las decisiones de participación en el mercado de trabajo por grupos de edad y sexo. Los cambios en las decisiones de participación, particularmente entre ciertos grupos del mercado de trabajo, como se considera en la sección siguiente, explican casi toda la variación registrada en la tasa agregada de actividad en la zona del euro durante el período 2000-2011. Los efectos causados por estas decisiones de participación también fueron importantes en Estados Unidos en este período, pero no fueron el único factor determinante. La brecha entre la tasa agregada de actividad observada en Estados Unidos y la tasa que mide los cambios en la propensión a la participación de los distintos subgrupos se debe al impacto de los cambios en la composición de la población (obtenido fijando las tasas de actividad en los niveles de 2007, como muestran las líneas rojas de puntos del gráfico). Como se aprecia en el gráfico, desde principios de la década de 2000, los efectos de la composición de la población se han traducido en una reducción de aproximadamente 1 punto porcentual de la tasa agregada de actividad en Estados Unidos³. Este efecto es principalmente atribuible al impacto de la generación del «baby boom» (los nacidos entre 1946 y 1964) en este país

3 De hecho, un análisis a más largo plazo sobre Estados Unidos indica que la composición de la población había empezado a ejercer presiones a la baja sobre la tasa agregada de actividad de este país a mediados de los años noventa.

y de su paso del grupo de entre 25 y 54 años de edad a los grupos de más edad, que tienen menos relación con el mercado de trabajo. En cambio, en la zona del euro, los efectos de la composición de la población apenas influyeron en la tasa total de actividad durante el período.

El patrón de participación: evolución por sexo y edad

En ambas economías, los cambios en las decisiones de participación de los grupos han influido notablemente en las tasas agregadas de actividad. En el período 2000-2011, la brecha entre las tasas agregadas de actividad de la población en edad de trabajar en la zona del euro y en Estados Unidos se estrechó considerablemente, debido tanto al aumento de la actividad agregada en la zona del euro como al descenso observado en Estados Unidos (véase cuadro).

La mayor parte de la población activa está formada por hombres en las dos economías. Desde el año 2000, la tasa de actividad masculina en la zona del euro en su conjunto ha permanecido muy constante (en promedio, en torno al 78% entre 2000 y 2011, como se aprecia en el cuadro, aunque con un ligero descenso desde la recesión). En Estados Unidos, por el contrario, las tasas de actividad masculina han mostrado una tendencia a la baja relativamente sostenida (equivalente a una reducción de unos 0,2 puntos porcentuales por año, en promedio) desde principios de la década

Tasas de actividad en la zona del euro y Estados Unidos, 2000-2011

(porcentajes)

	2000	2007	2008	2009	2010	2011	2000-2007 (media)	2000-2011 (media)
Población total en edad de trabajar (hombres y mujeres)								
Zona del euro	67,5	70,9	71,3	71,4	71,4	71,5	69,1	69,9
Estados Unidos	77,2	75,3	75,3	74,6	73,9	73,3	76,0	75,4
Hombres								
<i>Total hombres</i>								
Zona del euro	77,2	78,6	78,7	78,4	78,2	78,1	77,8	77,9
Estados Unidos	83,9	81,7	81,5	80,4	79,5	78,9	82,5	81,7
<i>jóvenes (menos de 25 años)</i>								
Zona del euro	47,7	47,8	47,8	46,7	45,5	44,9	47,6	46,9
Estados Unidos	68,6	61,6	61,0	58,5	56,8	56,6	64,6	62,4
<i>de 25 a 54 años</i>								
Zona del euro	93,0	93,0	93,0	92,6	92,4	92,2	92,9	92,7
Estados Unidos	91,7	90,9	90,6	89,8	89,3	88,7	90,9	90,5
<i>mayores (55-64 años)</i>								
Zona del euro	48,4	55,6	56,5	57,5	58,2	59,0	51,8	54,0
Estados Unidos	77,2	75,3	75,3	74,6	73,9	73,3	76,0	75,4
Mujeres								
<i>Total mujeres</i>								
Zona del euro	57,9	63,1	63,8	64,3	64,6	65,0	60,4	61,8
Estados Unidos	70,7	69,1	69,3	69,0	68,4	67,8	69,7	69,3
<i>jóvenes (menos de 25 años)</i>								
Zona del euro	40,9	40,9	41,0	40,5	39,5	39,4	40,4	40,2
Estados Unidos	63,0	57,2	56,5	55,2	53,6	53,3	59,7	58,0
<i>de 25 a 54 años</i>								
Zona del euro	71,1	76,3	77,1	77,5	77,9	78,2	73,7	75,1
Estados Unidos	76,7	75,4	75,8	75,7	75,2	74,7	75,8	75,6
<i>mayores (55-64 años)</i>								
Zona del euro	26,5	37,0	38,1	39,8	41,0	42,9	31,1	34,6
Estados Unidos	51,8	58,3	59,1	60,0	60,2	59,6	55,8	57,1

Fuentes: Comisión Europea, US Bureau of Labor Statistics y cálculos del BCE.

Notas: Las tasas agregadas de actividad se refieren a la población en edad de trabajar (15-64 años en la zona del euro; 16-64 años en Estados Unidos). Las tasas de actividad de los subgrupos se expresan en porcentaje de la población por edad y sexo. Hasta 2004, los datos de la zona del euro están disponibles solo para un trimestre al año.

de los setenta. Entre los factores determinantes de esta tendencia se incluye la disminución de los salarios reales de los trabajadores menos cualificados y el mayor acceso a prestaciones sociales, que hacen que, desde el punto de vista económico, trabajar resulte menos atractivo. La evolución en la década de 2000 fue bastante heterogénea, observándose cierta estabilización de esta tendencia durante el período de mayor crecimiento del empleo en los años centrales de la década (2003-2007). No obstante, desde la recesión, la participación masculina ha empezado a descender de nuevo. Como consecuencia de esta evolución diferente en las dos economías, las tasas de actividad masculina habían alcanzado niveles bastante similares en 2011 en la zona del euro y en Estados Unidos.

Si se examina la tasa de actividad masculina en los distintos grupos de edad, se observan claras diferencias. En el caso de los hombres más jóvenes, aunque la tasa de actividad en la zona del euro fue normalmente mucho más baja durante el período considerado, se mantuvo estable, en general, mientras que la de Estados Unidos experimentó un descenso. En parte, es probable que esta acusada tendencia a la baja refleje el aumento de las tasas de escolarización de las cohortes más jóvenes en general, si bien parece haberse visto acentuada en mucha mayor medida por la crisis de 2008-2009 en Estados Unidos que en la zona del euro. En cuanto a los hombres de entre 25 y 54 años de edad, las tasas de actividad de la zona del euro fueron superiores a las de Estados Unidos durante todo el período 2000-2011, y esta brecha ha seguido aumentando desde la recesión. Es posible que, hasta cierto punto, esta evolución sea resultado del fuerte crecimiento del empleo en la zona del euro en los años centrales del período considerado en sectores tradicionalmente asociados a la población masculina trabajadora de entre 25 y 54 años de edad. Además, también es probable que las reformas estructurales acometidas en muchos países de la zona del euro, dirigidas específicamente a aumentar la tasa de actividad, también hayan influido. Por último, es probable que el hecho de que la legislación de protección del empleo sea menos flexible en la zona del euro también haya contribuido a reducir las pérdidas de empleo en mayor medida que en Estados Unidos entre los hombres del citado grupo de edad en los sectores más afectados por la crisis.

La brecha entre las tasas de actividad de las dos economías es especialmente amplia en el caso de los trabajadores de más edad (de unos 14 puntos porcentuales en 2011). No obstante, esta cifra representa una reducción considerable con respecto a la brecha de casi 30 puntos porcentuales que registraba este grupo de edad en 2000. En la zona del euro, las tasas de actividad entre las personas de más edad (de ambos sexos) han continuado aumentando desde 2000, pero han descendido de manera constante durante gran parte del período considerado en Estados Unidos, si bien desde un nivel de partida considerablemente más elevado. Es probable que las tasas de actividad más altas de las personas de más edad observadas en este último país estén relacionadas principalmente con la mejora de la salud y la mayor longevidad, así como con la creciente necesidad de ahorrar para la jubilación⁴. El hecho de que las tasas de actividad del grupo de más edad sean más similares en las dos economías se debe más al pronunciado aumento registrado en la zona del euro que al ligero descenso que se ha producido en Estados Unidos. Este incremento en la zona del euro puede atribuirse a diversos factores, entre los que se incluyen los cambios en la composición sectorial del empleo, que probablemente hayan contribuido a que (físicamente) sea más fácil seguir formando parte de la población activa que en el caso de generaciones anteriores, a la corrección de los planes de jubilación anticipada que se habían introducido en algunos países de la zona en los años ochenta y noventa, y a las medidas para reformar los sistemas de pensiones en algunos países de la zona en la década de 2000.

4 Para un análisis detallado que incluye una perspectiva de futuro, véase M. Toossi, «Labor force projections to 2020: a more slowly growing workforce», *Monthly Labor Review*, US Bureau of Labor Statistics, enero de 2012.

Uno de los aspectos más destacados de la evolución de los mercados de trabajo en la zona del euro durante la década de 2000 fue el acusado aumento de la participación femenina⁵. El cuadro muestra que este ha sido un rasgo común a todos los grupos de edad excepto al de menos de 25 años, y que esta tendencia al alza continuó incluso tras la crisis financiera. Al igual que en el caso de los hombres, la participación de las mujeres de entre 25 y 54 años en la zona del euro actualmente es superior a la de las mujeres estadounidenses del mismo grupo de edad, aunque ambos grupos siguen registrando tasas considerablemente inferiores a las de los hombres. No obstante, el fuerte crecimiento de la participación femenina durante el período ayudó a que el diferencial entre hombres y mujeres en la zona del euro se redujera hasta situarse en unos 14 puntos porcentuales en 2011, frente a casi 22 puntos porcentuales en 2000. En ese mismo período, el diferencial de Estados Unidos apenas se modificó. En la zona del euro, el incremento de las tasas de actividad ha sido especialmente pronunciado en el caso de las mujeres de más edad (pasando de algo más del 25 % en 2000 a aproximadamente el 43 % en 2011), observándose un aumento mucho menor en Estados Unidos en este período. De hecho, desde la crisis financiera de 2007-2008, la tasa de actividad de las mujeres de más edad ha disminuido ligeramente en Estados Unidos, mientras que en la zona del euro ha seguido avanzando. Las tasas de actividad femenina del grupo más joven han registrado un retroceso sostenido en las dos economías, una tendencia que parece haberse reforzado desde la crisis de 2007-2008.

En conjunto, las tasas de actividad de las mujeres más jóvenes actualmente están casi en el mismo nivel que las de los hombres jóvenes en ambas economías. Entre los factores determinantes de la tendencia al alza de la participación femenina en la zona del euro se encuentran la creciente integración de la mujer en el mercado laboral y su mayor vinculación a este mercado, el impacto de la legislación contra la discriminación introducida anteriormente, las reformas estructurales de los sistemas tributarios y de prestaciones sociales, que contribuyen a que aumenten los rendimientos del trabajo, y las reformas de la legislación sobre empleo y sobre la jornada laboral, que han ayudado a que se incremente la proporción de trabajos a tiempo parcial y la flexibilidad en la organización de la jornada laboral, lo que interesa especialmente a las mujeres que tratan de conciliar el trabajo y la vida familiar. El actual crecimiento de las tasas de actividad femenina en la zona del euro también puede deberse a las mayores necesidades económicas de los hogares tras la crisis financiera. En cuanto a las mujeres más jóvenes, es probable que el descenso a largo plazo de la participación se deba, al igual que en el caso de los hombres más jóvenes, al mayor número de años dedicados a la educación para acceder a empleos más cualificados.

Conclusiones

Durante el período 2000-2011, las tasas de actividad disminuyeron en Estados Unidos, como consecuencia del descenso a largo plazo de las tasas de actividad de la mayor parte de los grupos de población activa y del impacto de los cambios demográficos que influyeron en la composición total de la población activa (en particular, la generación del «baby boom» estadounidense, que empezaba a alcanzar la edad de jubilación). En cambio, en la zona del euro, estas tasas han aumentado de manera constante desde el año 2000. Esta evolución ha estado muy influenciada por los acusados incrementos de la participación de dos grupos durante el período, concretamente las mujeres y las personas de más edad. Ambos grupos se han beneficiado particularmente de las reformas estructurales —de la legislación sobre empleo y de los sistemas tributarios y de prestaciones, incluidas las reformas de los sistemas de pensiones y de la legislación sobre la jornada laboral— que se han introducido en muchos países de la zona con el fin de promover una mayor flexibilidad en el mercado de trabajo y aumentar los incentivos económicos para trabajar.

5 Véase, por ejemplo, Grupo de Trabajo del Comité de Política Monetaria del Sistema Europeo de Bancos Centrales, «Labour supply and employment in the euro area countries – developments and challenges», *Occasional Paper Series*, n.º 87, BCE, Fráncfort del Meno, 2008.

JAPÓN

En Japón, la primera estimación provisional de las cuentas nacionales publicada en el primer trimestre de 2012 muestra que el crecimiento del PIB real registró una expansión del 1 %, en tasa intertrimestral (en cifras desestacionalizadas), tras el estancamiento del trimestre anterior (el crecimiento en el último trimestre de 2011 se revisó al alza en 0,2 puntos porcentuales, hasta el 0 %). Los factores que más contribuyeron al crecimiento fueron el consumo privado y el gasto público, junto con las variaciones de las existencias privadas. El consumo privado aumentó un 1,1 %, debido en parte a la reintroducción de los incentivos del Gobierno para la compra de vehículos respetuosos con el medio ambiente, así como a la demanda reprimida, mientras que la fortaleza del gasto público reflejó, principalmente, el sólido crecimiento de la inversión pública, lo que confirma que el gasto público relacionado con la reconstrucción está repuntando. Por otra parte, la contribución de la inversión privada al crecimiento fue negativa, ya que tanto la inversión empresarial como la inversión residencial registraron sendas caídas en tasa intertrimestral. La contribución de la demanda exterior neta de bienes y servicios fue discreta, observándose un sólido crecimiento de las exportaciones, que refleja, en cierta medida, la recuperación tras las distorsiones de oferta causadas por las inundaciones en Tailandia.

Los datos económicos publicados recientemente indican que el crecimiento de la economía japonesa se mantendrá en el segundo trimestre de este año, aunque a un ritmo más moderado, en consonancia con el reciente deterioro de los indicadores de opinión. No obstante, se espera que el gasto relacionado con las labores de reconstrucción continúe sosteniendo el crecimiento en el corto plazo, principalmente a través de un aumento del gasto público y de la inversión privada. También se prevé que, con el tiempo, la gradual recuperación de la demanda externa tenga un impacto positivo sobre las exportaciones y el crecimiento en general.

La inflación interanual medida por el IPC se situó en el 0,4 % en abril (frente al 0,5 % del mes anterior), mientras que la inflación interanual medida por el IPC, excluidos la energía y los alimentos, fue del -0,3 % en abril, frente al -0,5 % de marzo. En su reunión más reciente sobre política monetaria, celebrada el 23 de mayo, 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 %, aproximadamente.

REINO UNIDO

En el Reino Unido, los indicadores de opinión experimentaron un deterioro en el segundo trimestre de 2012 tras registrar unos niveles relativamente altos, mientras que la confianza de los consumidores siguió siendo débil. El PIB real se redujo un 0,3 %, en tasa intertrimestral, en el primer trimestre de 2012, y tanto la inversión como el consumo de los hogares contribuyeron negativamente al crecimiento. La situación del mercado de trabajo ha mostrado señales de estabilización, pero la tasa de paro sigue siendo relativamente alta (8,2 %, en promedio, en los tres meses transcurridos hasta marzo) y el crecimiento del empleo ha sido moderado. De cara al futuro, es probable que la recuperación económica solo cobre impulso de manera gradual, ya que se prevé que el crecimiento de la demanda interna siga estando limitado por las restrictivas condiciones de concesión de crédito, el ajuste de los balances de los hogares y las sustanciales restricciones presupuestarias.

La inflación interanual medida por el IPC se redujo al 3 % en abril, desde el 3,5 % de marzo, mientras que, si se excluyen la energía y los alimentos no elaborados, la tasa descendió también 0,5 puntos porcentuales, hasta el 2,4 %. El descenso de la inflación medida por el IPC se debió principalmente a efectos de base, y es probable que siga siendo persistente en el corto plazo. No obstante, a más largo plazo, la existencia de capacidad productiva sin utilizar y la lenta recuperación de la actividad económica deberían contribuir a moderar las presiones inflacionistas. El 10 de mayo, el Comité de Política

Monetaria del Bank of England mantuvo el tipo de interés oficial al que se remuneran las reservas de las entidades de crédito en el 0,5 % y el volumen de compras de activos financiadas mediante la emisión de reservas del banco central en un total de 325 mm de libras esterlinas.

OTROS PAÍSES DE LA UE

En los otros Estados miembros de la UE no pertenecientes a la zona del euro, se prevé que el crecimiento será relativamente moderado en el corto plazo, y algunos países ya están experimentando una recesión. No obstante, existen diferencias significativas entre unos países y otros en lo que respecta a las perspectivas económicas.

En Suecia y Dinamarca, la recuperación de la actividad económica cobró cierto impulso tras el debilitamiento observado en el cuarto trimestre de 2011. El PIB real creció a una tasa intertrimestral del 0,8 % en el primer trimestre de 2012 en Suecia y del 0,3 % en Dinamarca, impulsado, en ambos casos, por la demanda interna. En abril de 2012, la inflación medida por el IAPC se situaba en el 2,3 % en Dinamarca y en el 1 % en Suecia.

En los países más grandes de Europa Central y Oriental (PECO), la actividad económica ha sido débil últimamente. En el primer trimestre de 2012, el PIB real se redujo en la República Checa, Hungría y Rumanía (un 1 %, un 1,3 % y un 0,1 %, respectivamente, en tasa intertrimestral), mientras que siguió creciendo en Polonia (0,8 %). En conjunto, las perspectivas económicas se han estabilizado ligeramente en los países más grandes de este grupo tras el deterioro experimentado durante el invierno; no obstante, la recuperación será probablemente muy gradual y la situación varía de un país a otro. La debilidad de la demanda externa, la lenta recuperación de los mercados de trabajo y el proceso de consolidación fiscal actualmente en curso afectarán seguramente a la actividad en el corto plazo. Existen también riesgos a la baja relacionados con las necesidades de desapalancamiento del sector financiero en la UE, que probablemente tengan un efecto negativo sobre el crecimiento del crédito y las condiciones de financiación externa en muchos PECO.

La inflación interanual ha seguido moderándose en Rumanía (hasta el 1,9 % en abril), pero se ha mantenido relativamente estable en la República Checa, Hungría y Polonia (en el 4 %, el 5,6 % y el 4 % en abril, respectivamente). En general, el descenso de los precios de las materias primas ha atenuado las presiones inflacionistas, mientras que los incrementos de los impuestos indirectos y los precios administrados han contribuido positivamente a la inflación.

En los países más pequeños de Europa Central y Oriental ha continuado la recuperación económica, pero aún persisten los riesgos relacionados con el entorno exterior. El crecimiento intertrimestral del PIB real prácticamente no experimentó variación en el primer trimestre de 2012 en Bulgaria, Letonia y Lituania. No obstante, los indicadores de opinión apuntan, en general, a un deterioro del clima en los últimos meses, y el desempleo ha seguido siendo elevado en los tres países. La inflación ha seguido descendiendo en Letonia y Lituania (hasta el 2,8 % y el 3,3 % en abril, respectivamente) y se ha mantenido relativamente estable en Bulgaria (en el 2 % en abril). En el recuadro 2 se analiza la evolución de los factores determinantes y la suficiencia de las reservas internacionales en los PECO.

Recuadro 2

EVOLUCIÓN RECIENTE DE LAS TENDENCIAS DE RESERVAS INTERNACIONALES DE LOS PAÍSES DE EUROPA CENTRAL Y ORIENTAL NO PERTENECIENTES A LA ZONA DEL EURO

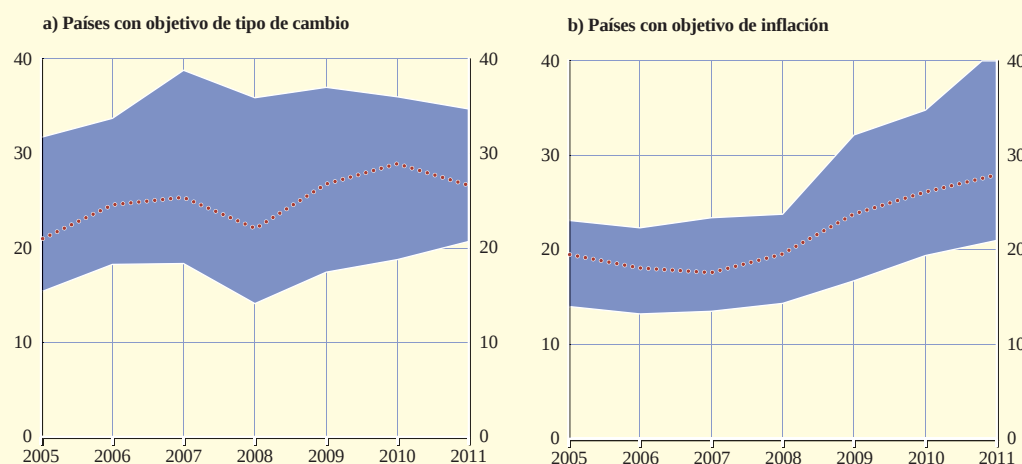
En los últimos años, varios países de Europa Central y Oriental no pertenecientes a la zona del euro (en adelante, PECO) han acelerado su acumulación de reservas internacionales por motivos de precaución. La experiencia de la crisis financiera mundial de 2008-2009 demostró la importancia de contar con un colchón de reservas internacionales como protección frente a las perturbaciones de la cuenta corriente y de la cuenta de capital. Las tenencias de reservas internacionales no solo reportan importantes beneficios, sino que suponen, además, costes de oportunidad significativos. Considerando lo anterior, se analizan, a continuación, la evolución, los factores determinantes y la suficiencia de las reservas internacionales de los PECO.

Tendencias recientes

La acumulación de reservas Internacionales en los PECO desde finales de los años noventa solo se vio interrumpida brevemente por la crisis financiera mundial de 2008-2009. Todos los PECO experimentaron un descenso de sus reservas al menos durante un trimestre entre marzo de 2008 y junio de 2009, y la magnitud de la pérdida entre el máximo y el mínimo osciló, durante el mismo período, entre el -0,3 % del PIB (en Polonia) y el -7,7 % del PIB (en Bulgaria). En los años posteriores, los PECO reconstituyeron sus reservas, elevándolas en algunos casos muy por encima de los niveles registrados antes de la crisis (véase gráfico A). Algunos países suscribieron también acuerdos de asistencia financiera multilateral con el propósito no menos importante de fortalecer la confianza de los mercados en su capacidad para resistir futuras perturbaciones. Una característica

Gráfico A Reservas internacionales como porcentaje del PIB en los PECO

(porcentajes)



Fuentes: Eurostat, datos nacionales y estimaciones de los expertos del BCE.

Notas: Activos de reserva oficiales de las estadísticas de balanza de pagos en moneda nacional como porcentaje del PIB. Se observa una tendencia similar cuando se utilizan los activos de reserva oficiales en euros como porcentaje del PIB en euros. Las líneas representan medias sin ponderar, mientras que las zonas sombreadas indican el intervalo entre los valores máximo y mínimo observados. Los países con objetivo de tipo de cambio son Bulgaria, Letonia y Lituania; los países con objetivo de inflación son la República Checa, Hungría, Polonia y Rumanía.

interesante ha sido el incremento de las reservas internacionales en los PECO con objetivo de inflación, que han elevado, en promedio, sus tenencias hasta niveles cercanos a los de los países con objetivo de tipo de cambio.

Factores subyacentes

Las reservas internacionales¹ pueden acumularse por motivos de precaución a fin de amortiguar perturbaciones externas, así como para alcanzar objetivos de política cambiaria o monetaria, o por razones estructurales (por ejemplo, ahorro intergeneracional de los recursos no renovables). Independientemente de los motivos originales para acumular reservas, hay evidencia de que un mayor volumen de reservas internacionales puede ayudar de tres formas a proteger el consumo en períodos de presión² en los mercados de divisas: 1) utilizándolas directamente para contrarrestar una contracción de la liquidez en moneda extranjera y financiar las importaciones; 2) defendiendo una paridad del tipo de cambio o evitando una depreciación desordenada para frenar los efectos riqueza negativos sobre el gasto derivado de la exposición de los balances del sector privado al riesgo cambiario, y 3) como medida preventiva de un deterioro de la confianza de los inversores en la solvencia de la economía.

En el caso de los PECO, la caída temporal de las reservas internacionales en 2008-2009 puede atribuirse a las acusadas distorsiones del comercio internacional y de los flujos financieros transfronterizos provocadas por la crisis financiera mundial. Por su parte, la posterior acumulación de reservas internacionales podría reflejar una reevaluación, por parte de los bancos centrales y de los mercados financieros, de la capacidad que necesitarían todas las economías —incluidas las que pueden recurrir al tipo de cambio como instrumento para absorber parcialmente las perturbaciones— para resistir perturbaciones futuras de magnitud similar. Como consecuencia, se ha producido un incremento proporcionalmente mayor de las reservas de los países con objetivos de inflación, dado que los países con objetivos de tipo de cambio ya han estado manteniendo reservas para respaldar la paridad de su tipo de cambio³. Dado que el mantenimiento de reservas internacionales entraña costes de oportunidad y que esas tenencias están sujetas a rendimientos decrecientes con respecto a los beneficios que generan, los responsables de la política económica deben considerar especialmente cuál ha de ser el nivel adecuado de las mismas.

Suficiencia de las reservas

Desde una óptica de precaución, la suficiencia de las reservas internacionales puede evaluarse basándose en un conjunto de indicadores calibrados por la experiencia colectiva de los países en crisis anteriores o modelizarse conforme a un análisis de coste-beneficio. Las medidas más conocidas de la suficiencia exigen que las reservas internacionales cubran como mínimo: 1) tres meses de importaciones; 2) el 100 % de la deuda a corto plazo con vencimiento residual (lo que se conoce como regla

1 Según la definición del FMI, las reservas internacionales se definen como «...activos externos que están disponibles de inmediato y bajo el control de las autoridades monetarias para satisfacer necesidades de financiamiento de la balanza de pagos, para intervenir en los mercados cambiarios a fin de influir sobre el tipo de cambio y para otros fines conexos (como el mantenimiento de la confianza en la moneda y la economía y servir como base para el endeudamiento externo)». Véase Manual de Balanza de Pagos y Posición de Inversión Internacional, sexta edición, FMI, Washington, DC 2009 (disponible en el sitio web del FMI, <http://www.imf.org>).

2 Véase *Assessing Reserve Adequacy*, FMI, Washington, DC, febrero de 2011, p. 10 (disponible en el sitio web del FMI, <http://www.imf.org>).

3 La acumulación de reservas en los PECO con objetivo de inflación no parece haber tenido su origen en políticas encaminadas a mantener sus monedas infravaloradas a fin de obtener una ventaja comparativa. Véanse los informes más recientes sobre las respectivas Consultas del Artículo IV con el FMI (disponibles en el sitio web del FMI, www.imf.org).

Greenspan-Guidotti⁴); 3) la regla Greenspan-Guidotti ampliada, que incluye también la balanza por cuenta corriente, y 4) el 20% del agregado monetario amplio (M2). El FMI ha propuesto recientemente una quinta medida, que supondría calibrar las reservas internacionales con referencia a un «saldo de pasivos ponderados por el riesgo», que debería recoger todos los posibles drenajes de reservas, ponderados por la probabilidad de que se produzcan, calculados a partir de un análisis de eventos de cola de episodios anteriores de presiones en los mercados de divisas⁵. En el enfoque propuesto por el FMI, los posibles drenajes se aproximan utilizando como variables sustitutivas la deuda a corto plazo con vencimiento residual, M2, las exportaciones y «otros pasivos exteriores», que se definen como el saldo de los pasivos exteriores de cartera más otros pasivos en concepto de inversiones extranjeras menos la deuda a corto plazo con vencimiento residual. Se utilizan ponderaciones diferentes para los regímenes de tipo de cambio flexible y para los de tipo de cambio fijo, que reflejan la mayor vulnerabilidad de los últimos frente a ataques especulativos. La cobertura propuesta de la medida ponderada por el riesgo por las reservas internacionales se sitúa entre el 100% y el 150%, con los ajustes apropiados para reflejar las circunstancias de cada país. Por último, cabe señalar que uno de los modelos más utilizados de tenencias óptimas de reservas⁶, cuando se aplica a los PECO con supuestos de medición de referencia, produce resultados muy cercanos a la medida tradicional del 100% de la deuda a corto plazo.

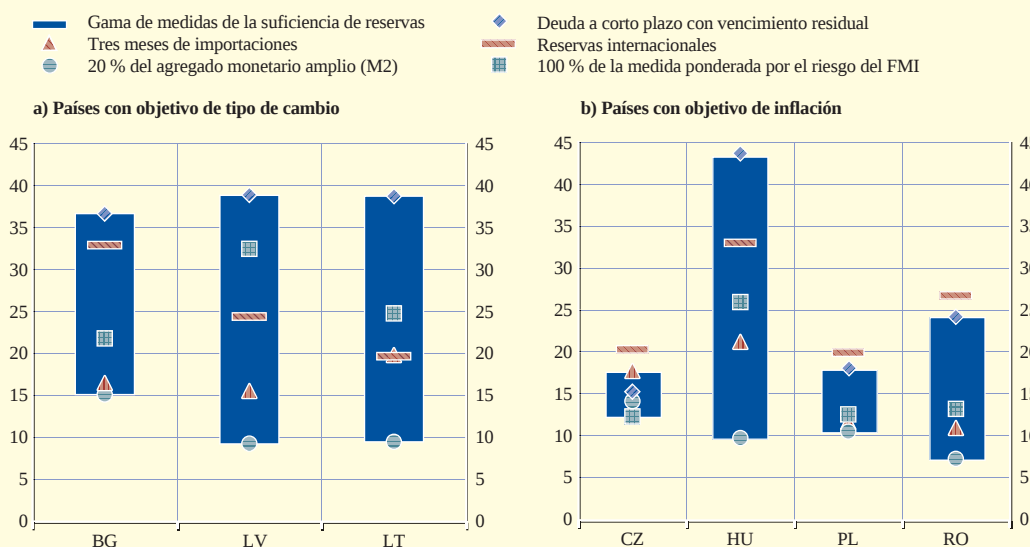
4 Véanse P. Guidotti, observaciones en el seminario del G 33 en Bonn, Alemania, 11 de marzo de 1999, y A. Greenspan, *Currency reserves and debt*, observaciones realizadas en la conferencia del Banco Mundial sobre tendencias recientes en la gestión de las reservas (World Bank Conference on Recent Trends in Reserves Management), Washington, DC, 29 de abril de 1999 (disponible en el sitio web de la Reserva Federal, <http://www.federalreserve.gov>).

5 Véase *Assessing Reserve Adequacy*, FMI, Washington, DC, febrero de 2011, pp. 24-27 (disponible en el sitio web del FMI, <http://www.imf.org>).

6 Véase O. Jeanne y R. Rancière, «The Optimal Level of International Reserves For Emerging Market Countries: A New Formula and Some Applications», *CEPR Discussion Papers*, n.º 6723, febrero de 2008.

Gráfico B Indicadores de suficiencia de reservas en los PECO

(como porcentaje del PIB en 2011)



Fuentes: FMI: informes sobre países (*Country Reports*), FMI: Normas Especiales de Divulgación de Datos, Eurostat, datos nacionales y estimaciones de los expertos del BCE.

Notas: Los datos sobre las reservas internacionales corresponden a finales de abril de 2012 y proceden de los activos oficiales de reserva, tal como se publican en la planilla de datos sobre reservas internacionales y liquidez en moneda extranjera de las Normas Especiales de Divulgación de Datos. Todas las demás variables corresponden a 2011. Las fuentes de los datos sobre deuda a corto plazo con vencimiento residual son los informes sobre países del FMI, disponibles en el sitio web de la institución, <http://www.imf.org>.

En el gráfico B se presenta la situación relativa de las tenencias de reservas internacionales de los PECO comparándola con un conjunto de medidas de suficiencia. Todos los PECO cumplen o superan por lo menos dos de las referencias consideradas. Además, todos los PECO con objetivo de inflación y Bulgaria cumplen el límite inferior de la medida de suficiencia de las reservas, ponderada por el riesgo, propuesta por el FMI. La capacidad de los Estados bálticos para mantener un nivel de reservas internacionales inferior al de otros PECO, tal como la recoge el indicador de suficiencia ponderada por el riesgo del FMI, podría deberse a factores propios de cada país o podría significar que el análisis de la vulnerabilidad de estas economías, realizado por los bancos centrales y los mercados financieros basándose en una evaluación de sus desequilibrios internos y externos y en la fuerza de las medidas correctivas, arroja estimaciones de la probabilidad de que se produzcan eventos de cola diferentes de las que implica la medida de suficiencia ponderada por el riesgo que propone el FMI.

Así pues, en general, todos los PECO presentan actualmente niveles de reservas internacionales en consonancia con diversas medidas convencionales de suficiencia de reservas. Al mismo tiempo, aunque unas reservas internacionales adecuadas y unas redes de protección para contingencias pueden ayudar a reducir las presiones externas, no son en absoluto un sustituto de unas políticas macroeconómicas y prudenciales sólidas.

OTROS PAÍSES EUROPEOS

La economía turca siguió desacelerándose en el cuarto trimestre de 2011, registrando una tasa de crecimiento interanual del PIB real del 5,2 %, tras haber crecido a tasas del 9,1 % en el segundo trimestre y del 8,4 % en el tercero, con lo que la tasa de crecimiento medio interanual fue del 8,5 % para el conjunto del año. Además, los datos confirmaron un moderado reequilibrio del crecimiento desde la demanda interna hacia la demanda exterior neta, que supuso una creciente contribución positiva al crecimiento. La inflación interanual descendió hasta el 8,3 % en mayo de 2012, debido en parte a efectos de base favorables, tras marcar un máximo del 11,1 % en abril. El Banco Central de la República de Turquía no modificó el tipo de interés oficial en sus reuniones de abril y mayo, pero mantuvo el tipo de interés de financiación por encima de ese nivel. De cara al futuro, se prevé una nueva desaceleración del crecimiento del PIB como resultado de las condiciones de financiación externa más restrictivas y del debilitamiento de la demanda de la zona del euro.

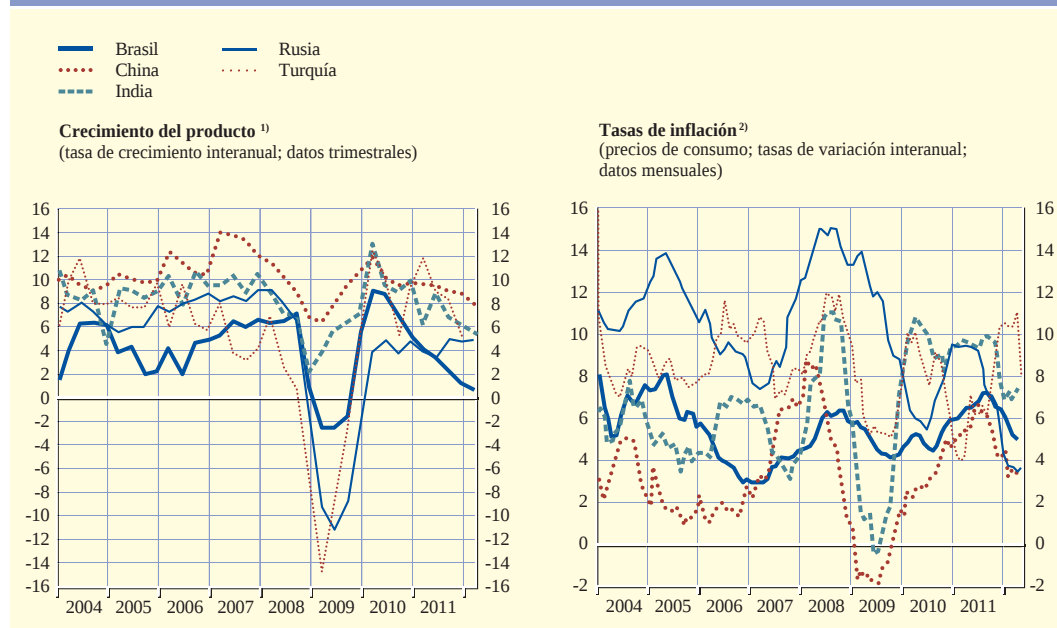
En Rusia, el PIB real registró una expansión del 4,9 %, en tasa interanual, en el primer trimestre de 2012, según indica la estimación de avance de su instituto nacional de estadística. Esta evolución se produce tras un comportamiento igualmente sólido en el segundo semestre de 2011. La demanda interna siguió siendo el principal motor del crecimiento, con una aceleración del crecimiento de las inversiones a finales del pasado año, mientras que la demanda exterior neta contribuyó negativamente al crecimiento. La producción industrial creció notablemente en los primeros meses de 2012, pero se moderó de forma significativa a partir de entonces, registrando un incremento interanual del 1,3 % en abril. La inflación se mantuvo sin variación en un mínimo interanual del 3,6 % en mayo, gracias a la favorable evolución de los precios de los alimentos y al retraso de los incrementos de los precios administrados hasta mediados del año. Hasta ahora, el Banco de Rusia no ha modificado los tipos de interés oficiales este año, refiriéndose a los factores transitorios que han impulsado la sustancial desaceleración de la inflación. De cara al futuro, se prevé que la economía crecerá a tasas similares a las observadas en los últimos años, a condición de que los precios de las materias primas sigan resistiendo bien.

ECONOMÍAS EMERGENTES DE ASIA

En las economías emergentes de Asia, la actividad económica experimentó una desaceleración en el primer trimestre de 2012, como consecuencia del debilitamiento de las exportaciones y de la inversión. El crecimiento de las exportaciones se moderó en el primer trimestre, debido, principalmente, a la atonía de la demanda de Europa, mientras que la inversión siguió siendo débil como resultado de la mayor volatilidad de los flujos de capital y de los efectos retardados de un endurecimiento de las políticas monetarias internas. No obstante, el impacto adverso de las dificultades a escala mundial se compensó en parte por la resistencia del consumo. Las tasas de inflación interanual se moderaron aún más en el primer trimestre, debido a la debilidad de la actividad económica y a la estabilización de los precios mundiales de las materias primas. En vista de la disminución de las presiones inflacionistas y de los riesgos a la baja para las perspectivas económicas, algunos bancos centrales de la región han adoptado recientemente medidas para flexibilizar la política monetaria.

En China, el crecimiento del PIB real se redujo hasta una tasa interanual del 8,1 % en el primer trimestre de 2012, desde el 8,9 % del último trimestre de 2011. La situación exterior siguió siendo desfavorable como consecuencia de la atonía de la demanda de la zona del euro. Por consiguiente, el crecimiento de las exportaciones descendió hasta situarse, en tasa interanual, en el 8,9 % en el primer trimestre de 2012 y en el 4,9 % a finales de abril. El superávit por cuenta corriente se redujo hasta el 1,4 % del PIB en el primer trimestre de 2012, desde el 2,7 % de 2011. El crecimiento de la demanda interna también experimentó una desaceleración, y los datos indican que el consumo desempeña un papel cada vez más importante como principal fuente de crecimiento. El sector inmobiliario parece estar enfriándose como consecuencia de las políticas más restrictivas, aunque el programa de viviendas sociales de las autoridades está compensando, en parte, la menor inversión del sector privado.

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



Fuentes: Datos nacionales.

1) Datos desestacionalizados para Brasil y China. Datos sin desestacionalizar para India, Rusia y Turquía. Observación más reciente: cuarto trimestre de 2011 en el caso de Turquía y primer trimestre de 2012 para los demás países.

2) Inflación medida por el índice de precios al por mayor en el caso de India. Observación más reciente: mayo de 2012 en el caso de Rusia y Turquía y abril de 2012 para los demás países.

Las presiones inflacionistas se han moderado significativamente desde finales de 2011, debido a una desaceleración de la actividad económica y a la estabilización de los precios mundiales de las materias primas. La inflación interanual medida por el IPC descendió hasta el 3,4 % en abril, desde el 3,6 % del mes anterior. En este contexto y en un entorno de aumento de los riesgos a la baja como consecuencia del deterioro de la demanda externa, se relajó aún más la política monetaria. En mayo, el Banco Central de la República Popular China redujo dos veces el coeficiente de reservas obligatorias, situándolo en el 20 % para las grandes entidades de crédito y en el 18 % para las más pequeñas. La acumulación de reservas internacionales repuntó en el primer trimestre del año, tras la caída registrada a finales de 2011, aumentando en 124 mm de dólares estadounidenses en los tres primeros meses de 2012 hasta situarse en 3,3 billones de dólares en marzo.

En India, el crecimiento del PIB real se moderó hasta el 5,6 %, en tasa interanual, en el primer trimestre de 2012 (desde el 6,2 % del cuarto trimestre de 2011). El crecimiento, del consumo privado descendió hasta el 6,1 %, mientras que el crecimiento de la inversión y de las exportaciones se aceleró hasta el 3,6 % y el 18,1 %, respectivamente. La inflación interanual medida por los precios al por mayor —la medida de la inflación que utiliza preferentemente el Banco de Reserva de India— se situó en el 7,2 % en abril de 2012, frente al 9,5 % registrado en 2011. Por consiguiente, el banco central redujo en 50 puntos básicos su tipo de interés oficial, hasta el 8 %, en abril.

En Corea, el crecimiento del PIB real se moderó hasta el 2,8 %, en tasa interanual, en el primer trimestre de 2012, frente al 3,4 % registrado en el cuarto trimestre de 2011. La demanda exterior neta contribuyó significativamente a la desaceleración, mientras que el crecimiento de la inversión y del gasto público aumentó hasta el 5,1 % y el 4,4 %, respectivamente. La inflación interanual medida por el IPC se redujo aún más, hasta el 2,5 %, en abril (desde el 2,6 % de marzo), situándose así dentro de la banda del 2 % al 4 % fijada como objetivo por el Banco de Corea, que ha mantenido su 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 del 6,3 %, en tasa interanual en el primer trimestre de 2012, impulsada por la inversión y el consumo privado, que continuaron mostrando capacidad de resistencia. En Malasia y Singapur, el crecimiento del PIB experimentó una desaceleración, hasta situarse, respectivamente, en el 4,7 % y el 1,6 %, en tasa interanual, en el primer trimestre, impulsado, principalmente, por la demanda exterior neta y el gasto público. En Tailandia, la actividad económica repuntó hasta el 0,4 %, en tasa interanual, en el primer trimestre de 2012, recuperándose así de la significativa contracción (–8,9 %, en tasa interanual) experimentada en el cuarto trimestre de 2011, tras las peores inundaciones de su historia reciente.

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 externa se compense con la 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 la intensidad de los efectos de contagio de las economías avanzadas, así como con una rápida corrección de los desequilibrios internos en algunas economías emergentes de la región.

ORIENTE MEDIO Y ÁFRICA

Pese a los fuertes aumentos de la producción de crudo en varios países, en el primer trimestre de 2012 los precios del petróleo siguieron siendo elevados, lo que sostuvo la actividad económica en los países

productores de Oriente Medio y África. Además de una mayor producción de petróleo, también contribuyeron al crecimiento las políticas fiscales expansivas y un consumo privado más sólido. La inflación medida por los precios de consumo en varios de estos países fue ligeramente más alta en los tres primeros meses de 2012 que en el trimestre anterior.

En respuesta al aumento de la incertidumbre respecto al suministro mundial de petróleo en los últimos meses, Arabia Saudita mantuvo la producción en un nivel muy elevado. Además, la economía siguió cobrando impulso, no solo como resultado de las fuertes exportaciones de crudo, sino también de la solidez de la demanda de los consumidores y del gasto público. La inflación medida por los precios de consumo aumentó hasta el 5,4%, en tasa interanual, en el primer trimestre de 2012, desde el 5,2% del trimestre anterior, impulsada por los precios de los alimentos.

En otros países de la región, salvo algunas excepciones, se mantuvo el sólido comportamiento económico, a pesar del entorno exterior menos favorable. Los factores que coadyuvaban al crecimiento fueron los precios de las materias primas (no energéticas), que seguían siendo altos, y las políticas macroeconómicas, en general, acomodaticias. En la mayoría de los países importadores de petróleo, la inflación se mantuvo estable en el primer trimestre de 2012.

De cara al futuro, se prevé que la actividad económica mantendrá su capacidad de resistencia en la mayoría de los países de la región. Asimismo, en unos pocos países que mantienen lazos comerciales y financieros más estrechos con Europa, así como en las economías que aún se ven afectadas por el malestar social y la incertidumbre política, se prevé un crecimiento relativamente moderado.

AMÉRICA LATINA

El crecimiento en América Latina experimentó una desaceleración en 2011 y se prevé que haya sido moderado a principios de 2012, debido principalmente al impacto del entorno exterior y a los efectos retardados del endurecimiento de la política monetaria en los respectivos países. Al mismo tiempo, las presiones inflacionistas mostraron signos de estabilización, en niveles más bien elevados, en la mayoría de los países de la región a comienzos del año en curso.

En Brasil, la actividad económica registró un enfriamiento a comienzos de 2012 siguiendo una tendencia que se inició a principios de 2010. El PIB real creció a una tasa interanual del 0,7% en el primer trimestre de 2012, frente al máximo del 9,1% registrado a principios de 2010 y a una media del 2,7% en 2011. La desaceleración fue especialmente pronunciada en el sector manufacturero en el segundo semestre del año pasado, seguida de un significativo descenso al inicio de 2012. Las presiones inflacionistas, aunque se están relajando, continúan siendo elevadas, con una tasa de inflación interanual del 5,7% en el primer trimestre de 2012. En Argentina, los indicadores de actividad económica también mostraron señales cada vez más claras de desaceleración tras las tasas de crecimiento excepcionalmente altas registradas en los dos últimos años. De hecho, el crecimiento del PIB real fue del 7% en el cuarto trimestre de 2011, tras haberse situado en tasas de alrededor del 10% durante muchos de los trimestres anteriores. Al mismo tiempo, la inflación interanual medida por el IPC se mantuvo en niveles cercanos a los dos dígitos en el primer trimestre de 2012. En México, el crecimiento del PIB real ascendió hasta el 4,7% en el primer trimestre de 2012, frente al 3,9% del último trimestre de 2011. El crecimiento se apoyó en la favorable evolución del mercado de trabajo, la demanda exterior proveniente de Estados Unidos y, de forma más general, las ganancias de competitividad. La inflación interanual medida por los precios de consumo se situó en niveles ligeramente más altos que en los trimestres precedentes, registrando una media del 3,8% en el primer trimestre de 2012.

De cara al futuro, la mejora prevista de la demanda mundial debería favorecer la dinámica de crecimiento en la región. Se prevé que la demanda interna será el principal motor del crecimiento, mientras que la dinámica del comercio sur-sur respaldará el crecimiento de las exportaciones.

1.2 MERCADOS DE MATERIAS PRIMAS

Los precios del petróleo han descendido de forma acusada desde finales de marzo, contrarrestando con creces a las fuertes ganancias registradas en el primer trimestre de 2012. El 5 de junio, el precio del barril de Brent se situaba en 97,7 dólares estadounidenses, es decir, un 9 % por debajo del nivel de comienzos del año y un 23 % por debajo del máximo del año en curso, alcanzado el 14 de marzo de 2012. De cara al futuro, los participantes en los mercados prevén que los precios del crudo sean ligeramente más bajos en el medio plazo, y los futuros con entrega en diciembre de 2013 se negocian actualmente a 94,6 dólares estadounidenses el barril.

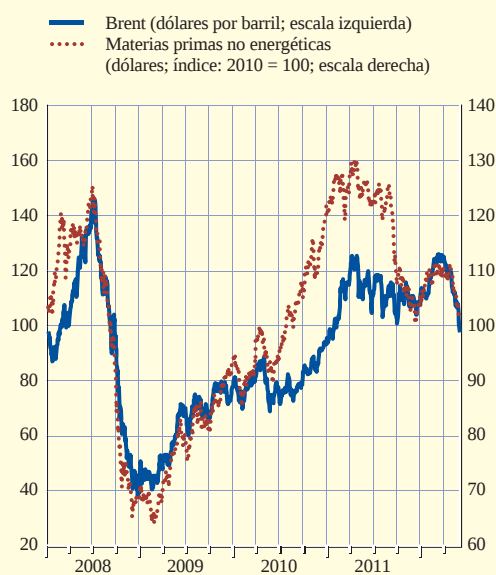
Entre finales de marzo y principios de junio, los precios del Brent descendieron más de 25 dólares estadounidenses el barril. Esta reciente corrección a la baja se produjo en un entorno de mayor incertidumbre respecto a las perspectivas de crecimiento mundiales, que se vio acentuada por la intensificación de las tensiones en algunos mercados de deuda soberana de la zona del euro. Además, la sólida producción de la OPEP en previsión del embargo de la UE

a las importaciones de petróleo de Irán, combinada con una atonía algo mayor de la demanda de crudo, ha hecho que las existencias de petróleo de la OCDE hayan aumentado recientemente hasta igualar la media de los últimos cinco años en marzo por primera vez desde mediados de 2011. Por último, las negociaciones en curso respecto a una liberación de la reserva estratégica de petróleo en caso de que se produzcan nuevas distorsiones de oferta, reforzadas recientemente por una declaración del G 8, han moderado significativamente las presiones alcistas sobre los precios asociadas a las tensiones geopolíticas con Irán. No obstante, por el lado de la oferta persisten las presiones al alza sobre los precios, debido, principalmente, a las proyecciones sobre la falta de dinamismo de la oferta de los productores no pertenecientes a la OPEP y a la evolución del embargo de la UE a las importaciones de crudo de Irán en el segundo semestre del año.

Los precios de las materias primas no energéticas también experimentaron una fuerte caída en abril y en mayo, perdiendo asimismo el terreno ganado desde comienzos del año. El principal factor determinante de estas caídas, especialmente en el caso de los precios de los metales, es el aumento de la incertidumbre respecto a las perspectivas de crecimiento mundiales. Por la misma razón, los precios de las semillas oleaginosas y los aceites han registrado recientemente un significativo retroceso, aunque persisten las presiones alcistas relacionadas con la oferta y los precios todavía se sitúan un 11 % por encima del nivel observado a comienzos del año. En cifras agregadas, el índice de precios de las materias primas no energéticas (denominado en dólares estadounidenses) se situaba, a principios de junio de 2012, un 2,1 % por debajo del nivel de comienzos del año.

Gráfico 5 Evolución de los precios de las materias primas

(datos diarios)



Fuentes: Bloomberg y HWWI.

1.3 TIPOS DE CAMBIO

TIPO DE CAMBIO EFECTIVO DEL EURO

Desde finales de febrero de 2012, el euro se ha depreciado, en general, en un entorno de volatilidad relativamente baja. El 5 de junio, 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 3,3% por debajo del nivel registrado a finales de febrero y un 6% por debajo de la media de 2011 (véanse cuadro 1 y gráfico 6).

Cuadro 1 Evolución del tipo de cambio del euro ¹⁾

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

	Ponderación en el TCE-20	Nivel a 5 de junio de 2012	Apreciación (+)/depreciación (–) del euro a 5 de junio de 2012 desde:		
			29 de febrero de 2012	2 de enero de 2012	en comparación con: media de 2011
Renminbi chino	18,8	7,915	-6,4	-2,9	-12,0
Dólar estadounidense	16,9	1,243	-7,5	-3,9	-10,7
Libra esterlina	14,9	0,810	-4,0	-3,0	-2,9
Yen japonés	7,2	97,3	-9,9	-2,3	-12,4
Franco suizo	6,5	1,201	-0,3	-1,2	-2,6
Zloty polaco	6,2	4,382	6,3	-2,0	6,3
Corona checa	5,0	25,72	3,5	0,8	4,6
Corona sueca	4,7	8,969	1,8	0,5	-0,7
Won coreano	3,9	1.467	-2,3	-1,8	-4,8
Forint húngaro	3,2	302,2	4,7	-3,9	8,2
TCEN ²⁾		97,2	-3,3	-2,3	-6,0

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).

Gráfico 6 Tipo de cambio efectivo del euro (TCE-20) y sus componentes ¹⁾

(datos diarios)

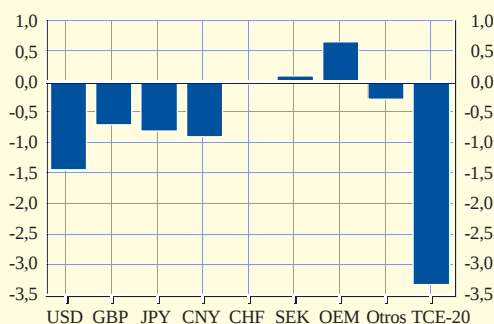
Índice: 1 1999 = 100



Contribuciones a las variaciones del TCE-20 ²⁾

Del 29 de febrero al 5 de junio 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.

Desde comienzos de marzo, 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 con la evolución de los diferenciales de rendimiento esperados entre la zona del euro y otras economías avanzadas. Tras una mejora del clima de los mercados financieros en marzo, el euro ha seguido depreciándose a partir de abril, debido a la persistente inquietud respecto a las perspectivas fiscales de algunos países de la zona del euro.

La volatilidad en el mercado de divisas del euro siguió reduciéndose en marzo y abril hasta situarse en niveles inferiores a las medias históricas. Desde entonces, la volatilidad implícita, en particular en el tipo de cambio entre el euro y el dólar estadounidense, ha vuelto a aumentar en un contexto de empeoramiento del clima en los mercados financieros, aunque se ha mantenido en niveles próximos a las medias históricas (véase gráfico 7).

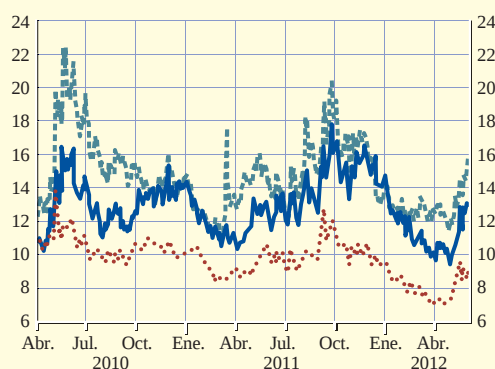
Por lo que respecta a los indicadores de competitividad internacional en términos de precios y costes de la zona del euro, en mayo de 2012, el tipo de cambio efectivo real del euro, basado en los precios de consumo (medido frente a las monedas de 20 de los socios comerciales más importantes de la zona) se situaba un 3,6% por debajo de la media de 2011 (véase gráfico 8). Esta evolución refleja, en gran medida, la depreciación nominal del euro desde comienzos de 2011 y también, aunque en menor grado, la tasa de inflación más baja de los precios de consumo que registra la zona del euro en comparación con las de sus principales socios comerciales.

Gráfico 7 Evolución de los tipos de cambio y volatilidades implícitas

(datos diarios)

Volatilidades implícitas de los tipos de cambio (a tres meses)

— USD/EUR
 GBP/EUR
 - - - JPY/EUR

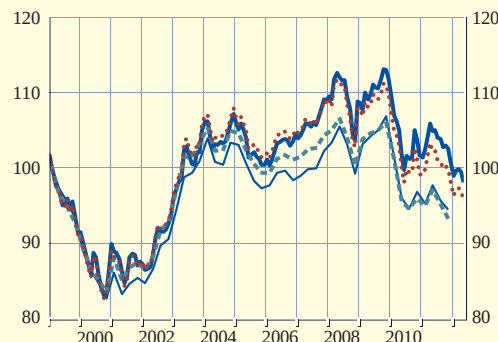


Fuente: Bloomberg.

Gráfico 8 Tipos de cambio efectivos nominal y real del euro (TCE-20)¹⁾

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

— Nominal
 Real, deflactado por el IPC
 - - - Real, deflactado por el PIB
 — Real, deflactado por los CLUT



Fuente: BCE.

1) Un aumento de los índices de los TCE-20 supone una apreciación del euro. Las observaciones mensuales más recientes corresponden a mayo 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 cuarto trimestre de 2011.

TIPOS DE CAMBIO BILATERALES

Desde comienzos de marzo de 2012, y en particular a partir de finales de abril, la moneda única se ha depreciado frente al dólar estadounidense. Desde el 29 de febrero hasta el 5 de junio de 2012, el euro se ha depreciado un 7,5% frente a la moneda estadounidense, cotizando un 10,7% por debajo de la media de 2011 (véanse gráfico 6 y cuadro 7). Como se mencionó anteriormente, los principales factores determinantes de esta evolución 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 las dos economías.

Durante el período considerado, el euro se depreció también frente al yen japonés. El 5 de junio de 2012, cotizaba un 9,9% por debajo del nivel registrado a finales de febrero y un 12,4% por debajo de la media de 2011. Esta evolución refleja, en gran medida, un nuevo fortalecimiento del yen japonés, que, tras depreciarse con respecto a los máximos alcanzados hacia finales del pasado año, se ha apreciado significativamente frente a la mayoría de las principales monedas desde mediados de marzo.

Por lo que respecta a otras monedas, el tipo de cambio del euro frente a la libra esterlina siguió una trayectoria bastante similar a la observada frente a otras principales monedas, depreciándose, en particular, a partir de abril. El 5 de junio de 2012, el tipo de cambio del euro frente a la libra esterlina se situaba un 4% por debajo del nivel registrado a finales de febrero y un 6,7% por debajo de la media de 2011 (véase cuadro 1). Durante el período considerado, el euro se depreció también un 0,3% frente al franco suizo, y el 5 de junio de 2012 cotizaba un 2,6% por debajo de la media de 2011. El euro se apreció frente a algunas otras monedas europeas, especialmente frente a la corona checa (un 3,5%), el forint húngaro (un 4,7%) y el zloty polaco (un 6,3%), dado que el aumento de la aversión al riesgo entre los inversores internacionales desde abril de este año ha afectado negativamente al clima de los mercados financieros respecto a la región.

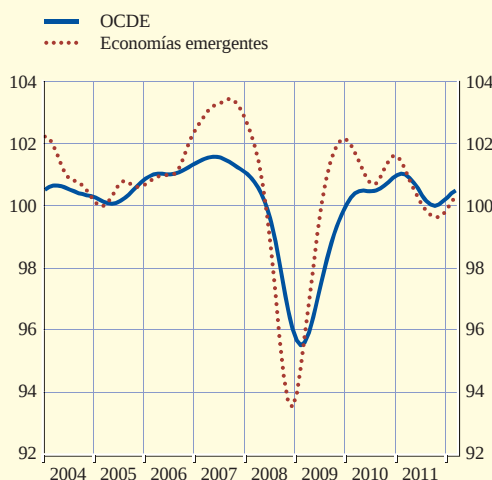
Durante el período considerado, las monedas que participan en el MTC II se han mantenido, en general, estables frente al euro, cotizando al tipo de cambio correspondiente a las respectivas paridades centrales o en torno a dichas paridades. El lats letón cotizó en la zona más fuerte de su paridad central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

1.4 PERSPECTIVAS DEL ENTORNO EXTERIOR

En general, las proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema de junio de 2012 confirman, prácticamente, el perfil del crecimiento mundial descrito en las proyecciones de marzo de este año, en las que se prevé una gradual recuperación. Estas previsiones son coherentes con la evolución del indicador sintético adelantado de la OCDE, que recuperó cierto impulso en marzo. Concretamente,

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.

dicho indicador sugiere que podrían producirse algunas nuevas mejoras de la actividad económica en Estados Unidos y en Japón. En los principales mercados emergentes (excepto Rusia), los indicadores también han vuelto a mejorar. Los resultados del indicador Ifo de clima económico mundial también sugieren que se mantiene la tendencia a una recuperación de la economía mundial. La mejora del índice tuvo su origen, principalmente, en unas expectativas más favorables para los próximos seis meses, mientras que la situación actual también se consideró algo mejor que en la última encuesta. Pese a estas perspectivas de la economía mundial a corto plazo, se prevé que las perspectivas de crecimiento a medio plazo sigan siendo moderadas, dado que las economías avanzadas continuarán registrando impedimentos importantes para el crecimiento.

Las perspectivas de la economía mundial siguen siendo sumamente inciertas. Las tensiones que se observan en segmentos clave del mercado financiero podrían propagarse a escala mundial, lo que provocaría bucles de retroalimentación adversos y perturbaciones en los mercados financieros. Los desequilibrios presupuestarios en las grandes economías avanzadas representan otro riesgo a la baja para la actividad. Asimismo, un cambio brusco en el clima de los mercados podría agravar el riesgo de que se produzca una corrección desordenada de los desequilibrios mundiales. Además, las tensiones geopolíticas en Oriente Medio suponen un riesgo al alza para los precios del petróleo y otro riesgo a la baja para la economía mundial.

2 EVOLUCIÓN MONETARIA Y FINANCIERA

2.1 DINERO Y CRÉDITO DE LAS IFM

Las fuerzas contractivas que afectaron a la evolución monetaria y del crédito en el cuarto trimestre de 2011 quedaron contrarrestadas en el primer trimestre de 2012, lo que se vio favorecido por el efecto de las medidas de política monetaria no convencionales anunciadas en diciembre de 2011. En consecuencia, el crecimiento de M3 se recuperó en el primer trimestre del año como resultado de los abultados flujos mensuales de entrada observados. El crecimiento más acusado de M3 marcó una disociación de la trayectoria del crédito al sector privado, que solo registró un flujo de entrada reducido y, por lo tanto, continuó siendo débil. En cambio, la mayor parte de las entradas en M3 quedaron reflejadas en las contrapartidas de este agregado por las adquisiciones de deuda pública. El fortalecimiento del crecimiento de M3 en el primer trimestre se revirtió, en parte, en abril, debido a una salida mensual considerable que, no obstante, tuvo su origen en operaciones del sector financiero, más que en el comportamiento de los hogares y las sociedades no financieras. Además, el flujo de salida de ese mes se produjo en un contexto de aumento del crédito al sector privado no financiero y de salidas limitadas de activos exteriores netos, en contraposición a la evolución de finales de 2011. En conjunto, teniendo en cuenta que la expansión monetaria subyacente se mantiene en niveles moderados, el análisis monetario sugiere que, en general, los riesgos para la estabilidad de precios a medio plazo están equilibrados. Al mismo tiempo, la incertidumbre en torno a las perspectivas de inflación sigue siendo elevada.

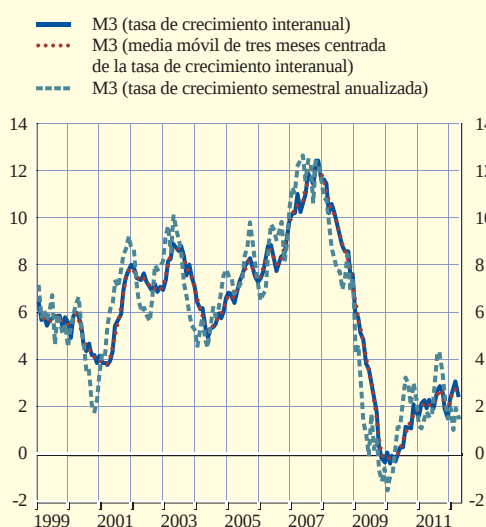
EL AGREGADO MONETARIO AMPLIO M3

La tasa de crecimiento interanual de M3 se situó en el 2,5% en abril de 2012, ligeramente por debajo de la media de los tres primeros meses del año (véase gráfico 10). No obstante, el crecimiento interanual de este agregado monetario se recuperó con fuerza en el primer trimestre, como puede apreciarse si se compara la tasa de crecimiento interanual de finales de diciembre (el 1,5%) con la de finales de marzo (el 3,1%). Durante el primer trimestre de 2012 se registraron abultadas entradas mensuales, que probablemente reflejen el considerable impacto del mayor recurso a la financiación del Eurosistema en el contexto de las dos operaciones de financiación a plazo más largo (OFPML) a tres años. Estas entradas revirtieron el acusado retroceso del crecimiento monetario que se produjo en el cuarto trimestre de 2011, cuando M3 registró tres flujos mensuales de salida consecutivos. Aunque la disminución de la tasa de crecimiento interanual en abril se debe a una salida significativa ese mes, las contribuciones de los sectores a ese flujo y el comportamiento de las contrapartidas de M3 sugieren que es probable que sea de carácter temporal y diferente de las salidas observadas en el cuarto trimestre de 2011.

Los flujos de entrada en M3 en el primer trimestre de 2012 fueron generalizados en términos de los componentes de este agregado monetario, aunque fueron especialmente elevados en los depósitos a corto plazo. Los hogares aumentaron sustancialmente sus tenencias de depósitos a corto plazo distintos

Gráfico 10 Crecimiento de M3

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



Fuente: BCE.

de los depósitos en vista de la atractiva remuneración ofrecida por estos depósitos, especialmente en algunos países de la zona del euro. Las entidades de crédito de esos países están compitiendo de manera creciente por conseguir financiación estable, lo que ha provocado un aumento de la remuneración de estos instrumentos y ha hecho que los depósitos a corto plazo y los depósitos de ahorro sean más atractivos de lo que sería el caso si se tiene en cuenta el nivel actual de los tipos de interés oficiales del BCE. Al mismo tiempo, los intermediarios financieros no monetarios, especialmente los fondos de inversión, han reducido sus tenencias de valores públicos y han colocado parte de los beneficios en depósitos a corto plazo. Las salidas registradas en M3 en abril estuvieron principalmente impulsadas por la disminución de los depósitos a la vista en manos de los intermediarios financieros no monetarios distintos de las empresas de seguros y fondos de pensiones (OIF). Teniendo en cuenta la volatilidad del comportamiento de los OIF en lo que respecta a las tenencias de efectivo y los factores transitorios especiales que con frecuencia lo determinan, la salida de abril no debe sobreestimarse.

La recuperación del crecimiento de M3 en el primer trimestre de 2012 marcó una disociación de la evolución del crédito al sector privado, que solo registró una entrada reducida y, por lo tanto, continuó siendo débil. En cambio, la mayor parte de los flujos de entrada en M3 quedaron reflejados en las contrapartidas de este agregado por las adquisiciones de deuda pública, especialmente en algunos países de la zona del euro. Además, la disminución de los pasivos financieros a más largo plazo también fue atribuible, en cierta medida, a las entradas que se produjeron en M3, ya que las IFM recompraron valores distintos de acciones a largo plazo. Por otra parte, la financiación proporcionada por el banco central a través de las dos OFPML a tres años propició la amortización de valores distintos de acciones a más largo plazo próximos al vencimiento de las IFM. En abril, las principales contrapartidas de los flujos de salida de M3 fueron las ventas de valores del sector privado que estaban en manos de las IFM (debido, en parte, a la reversión de anteriores actividades de titulización) y la amortización de préstamos concedidos a intermediarios financieros no monetarios (fundamentalmente relacionada con la reducción de las adquisiciones temporales realizadas a través de entidades de contrapartida central) y del crédito otorgado a las Administraciones Públicas, mientras que los préstamos al sector privado no financiero registraron una entrada.

Los principales activos mantenidos por las IFM de la zona del euro (excluido el Eurosistema) aumentaron sustancialmente en el primer trimestre de 2012, antes de descender en abril. La financiación obtenida en el contexto de las dos OFPML a tres años permitió que las IFM de la zona del euro adquirieran activos, fundamentalmente valores distintos de acciones emitidos por Gobiernos e IFM de la zona. La financiación proporcionada por el Eurosistema a las entidades de crédito de la zona circula automáticamente dentro de un sistema cerrado integrado por las entidades que mantienen depósitos en el Eurosistema, es decir, las propias entidades de crédito y los Gobiernos de la zona. Por tanto, es natural que un incremento de la financiación del Eurosistema quede reflejado principalmente en un aumento de los depósitos mantenidos en el Eurosistema (si bien, en su mayor parte, depósitos que mantienen entidades de crédito distintas de las que han tomado prestados fondos). La contracción observada en abril estuvo básicamente impulsada por reducciones de los activos exteriores, pero también por la disminución de las operaciones entre IFM, como los préstamos entre IFM (incluidas las operaciones de préstamo realizadas a través de entidades de contrapartida central), y de las tenencias de valores de los sectores público y privado.

En conjunto, los datos disponibles hasta abril sugieren que las fuerzas contractivas que afectaron a la evolución monetaria y del crédito en el cuarto trimestre de 2011 quedaron contrarrestadas en el primer trimestre de 2012, lo que se vio favorecido por el efecto de las medidas no convencionales de política monetaria anunciadas en diciembre de 2011. Estas medidas evitaron un desapalancamiento brusco, que

podría haber tenido graves consecuencias para la economía. Es posible que el retroceso de M3 en abril se deba a operaciones temporales y, por tanto, sea distinto del registrado a finales de 2011, ya que se produjo en un contexto de aumento del crédito al sector privado no financiero y de salidas limitadas de activos exteriores netos, en contraposición a la evolución observada a finales de 2011. Además, la reducción de abril fue resultado de operaciones del sector financiero más que del comportamiento de los hogares y las sociedades no financieras. Al mismo tiempo, en abril, los flujos de salida de M3 fueron acompañados de la interrupción de la concesión de crédito a las Administraciones Públicas, que había sido la principal fuente de creación de dinero en el primer trimestre de 2012.

PRINCIPALES COMPONENTES DE M3

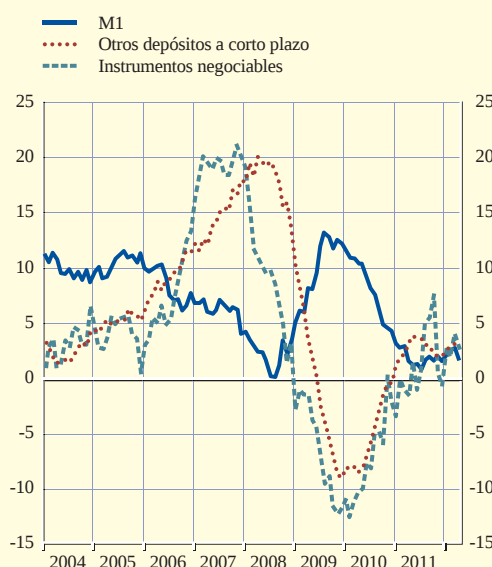
En el primer trimestre de 2012, los aumentos de la tasa de crecimiento interanual del agregado monetario estrecho M1 (especialmente de los depósitos a la vista) y de la de los depósitos a corto plazo distintos de los depósitos a la vista fueron el factor determinante del incremento de la tasa de crecimiento interanual de M3. En cambio, en abril, el acusado descenso de las tasas de crecimiento interanual de los depósitos a la vista y de los instrumentos negociables debilitó el crecimiento interanual de este agregado monetario (véase gráfico 11).

La tasa de crecimiento interanual de M1 aumentó hasta situarse en el 2,3% en el primer trimestre de 2012, frente al 1,9% del cuarto trimestre de 2011, como consecuencia de los significativos flujos de entrada en depósitos a la vista. Las elevadas entradas del primer trimestre del año fueron seguidas de un flujo mensual de salida considerable de M3 en abril (con una tasa de crecimiento intermensual del -0,6%; véase cuadro 2). Esta salida fue atribuible a la disminución de los depósitos a la vista mantenidos por los OIF. Sin embargo, las tenencias de efectivo de este sector suelen registrar una volatilidad notable a lo largo del tiempo, por lo que el abultado flujo de salida que se produjo en abril debe considerarse conjuntamente con los elevados flujos de entrada en depósitos a la vista mantenidos por OIF en el primer trimestre de 2012.

La tasa de crecimiento interanual de los depósitos a corto plazo distintos de los depósitos a la vista aumentó hasta el 2,7% en el primer trimestre de 2012, frente al 2,3% del cuarto trimestre de 2011. Las entradas registradas en estos instrumentos procedieron principalmente de los hogares, que trasladaron fondos de los depósitos a la vista, así como de instrumentos no incluidos en M3. Estos fondos se dirigieron fundamentalmente hacia los depósitos a corto plazo (esto es, depósitos a plazo hasta dos años), reflejando los intentos de las entidades de crédito, particularmente en algunos países de la zona del euro, de captar depósitos estables ofreciendo tipos de interés atractivos. En abril, estos flujos se revirtieron en parte. Cabe destacar que los hogares desplazaron fondos de los depósitos a corto plazo a los depósitos de ahorro (es decir, depósitos disponibles con preaviso hasta tres meses) y a los depósitos a la vista.

Gráfico 11 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 II	2011 III	2011 IV	2012 I	2012 Mar	2012 Abr
M1	48,8	1,7	1,4	1,9	2,3	2,8	1,8
Efectivo en circulación	8,6	4,2	4,5	6,2	6,1	5,5	5,5
Depósitos a la vista	40,1	1,1	0,8	1,0	1,5	2,2	1,0
M2 - M1 (= otros depósitos a corto plazo)	39,7	3,4	3,4	2,3	2,7	3,2	3,2
Depósitos a plazo hasta dos años	19,5	2,3	3,1	2,0	3,4	3,9	3,8
Depósitos disponibles con preaviso hasta tres meses	20,2	4,5	3,7	2,5	2,1	2,5	2,7
M2	88,4	2,4	2,3	2,1	2,5	3,0	2,4
M3 - M2 (= instrumentos negociables)	11,6	-0,3	2,7	3,4	2,2	4,1	2,9
M3	100,0	2,1	2,4	2,2	2,4	3,1	2,5
Crédito a residentes en la zona del euro		3,1	2,4	1,4	1,4	1,8	1,4
Crédito a las Administraciones Públicas		6,5	5,2	1,4	5,1	7,5	7,7
Préstamos a las Administraciones Públicas		10,7	7,0	-2,2	-4,7	-4,4	-2,9
Crédito al sector privado		2,3	1,8	1,4	0,6	0,5	0,0
Préstamos al sector privado		2,6	2,5	2,1	0,9	0,6	0,3
Préstamos al sector privado ajustados de ventas y titulaciones ²⁾		2,9	2,7	2,3	1,3	1,2	0,8
Pasivos financieros a más largo plazo (excluidos capital y reservas)		3,4	3,6	2,7	0,5	-0,9	-1,8

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 titulación.

La tasa de crecimiento interanual de los instrumentos negociables siguió fluctuando, en consonancia con el patrón observado en los últimos trimestres, y descendió hasta el 2,2 % en el primer trimestre de 2012, frente al 3,4 % del cuarto trimestre de 2011. No obstante, esta evolución oculta que en febrero y en marzo se registraron importantes entradas. Al igual que en trimestres anteriores, la trayectoria de los instrumentos negociables estuvo determinada fundamentalmente por las cesiones temporales realizadas a través de entidades de contrapartida central, que, en gran medida, reflejan operaciones interbancarias con garantías. Los elevados flujos de salida de cesiones temporales en el cuarto trimestre de 2011 en el contexto de las tensiones que se produjeron en los mercados financieros se revirtieron, en parte, en el primer trimestre de 2012, registrándose entradas significativas durante los dos primeros meses del año. Sin embargo, desde marzo, los flujos de estos instrumentos han vuelto a ser negativos. En el primer trimestre de 2012 se contabilizó un flujo de entrada en valores distintos de acciones a corto plazo de las IFM (es decir, valores distintos de acciones hasta dos años), que fue consecuencia de la mejora de la situación en los mercados, principalmente en el mercado de deuda a corto plazo, tras la realización de las dos OFPML a tres años. En cierta medida, es posible que esta evolución también sea atribuible a la nueva definición de fondos del mercado monetario del Eurosistema, que se ha traducido en un aumento del número de fondos de inversión (esto es, fondos que forman parte del sector tenedor de dinero) que adquieren bonos a corto plazo. Los flujos de participaciones en fondos del mercado monetario pasaron a ser positivos hacia el final del trimestre. El hecho de que los fondos del mercado monetario (que son parte del sector emisor de dinero) utilizaran parte de estos flujos para adquirir valores distintos de acciones a corto plazo de las IFM contribuyó a que en abril se observaran flujos negativos de estos valores que obran en manos del sector tenedor de dinero.

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 2,3% en el primer trimestre de 2012, frente al 2,6% del trimestre anterior (véase gráfico 12). Esta evolución oculta flujos de entrada generalizados en el primer trimestre del año, salvo en el caso de las sociedades no financieras, que redujeron sus tenencias de depósitos de M3. El incremento más acusado correspondió a los hogares, reflejando el aumento de sus tenencias de depósitos a corto plazo. En abril se registraron flujos de salida de depósitos de M3, principalmente como consecuencia de la evolución del sector de OIF. Además, los depósitos de las sociedades no financieras descendieron, mientras que los de los hogares continuaron incrementándose.

PRINCIPALES CONTRAPARTIDAS DE M3

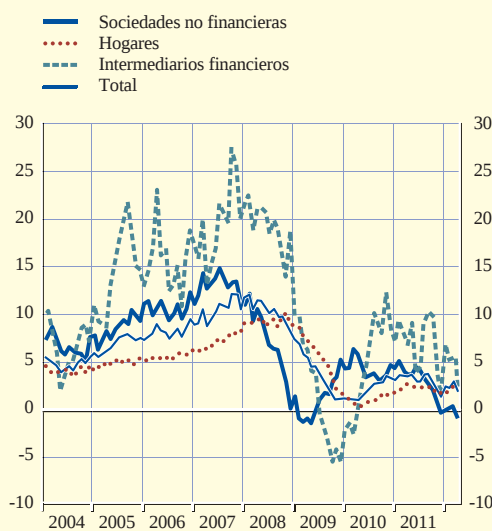
En cuanto a las contrapartidas de M3, la tasa de crecimiento interanual del crédito total concedido por las IFM a residentes en la zona del euro no se modificó y fue del 1,4% en el primer trimestre y en abril de 2012 (véase cuadro 2). No obstante, en estos cuatro primeros meses se observó una evolución divergente de las tasas de crecimiento interanual del crédito a las Administraciones Públicas y del otorgado al sector privado.

La tasa de crecimiento interanual del crédito otorgado por las IFM a las Administraciones Públicas aumentó hasta situarse en el 5,1% en el primer trimestre de 2012, frente al 1,4% del cuarto trimestre de 2011, principalmente como consecuencia de las adquisiciones de grandes cantidades de deuda pública por parte de las IFM. Aunque en el cuarto trimestre de 2011 estas compras fueron realizadas por los bancos centrales del Eurosistema en el contexto del programa para los mercados de valores, en el primer trimestre las efectuaron IFM distintas de los bancos centrales. Es probable que, en gran medida, esto obedeciera a la necesidad de invertir, al menos a corto plazo, los considerables volúmenes de liquidez que obran en poder de las IFM tras las dos OFPML a tres años, ya que las entidades de crédito financiaron con antelación sus obligaciones de pago futuras por la incertidumbre existente en torno a la disponibilidad de financiación cuando deban hacer frente a dichos pagos. Esta valoración se ve respaldada por el hecho de que las tenencias de deuda pública disminuyeron en abril, tras cinco meses consecutivos de adquisiciones netas, si bien en un contexto de emisiones netas negativas en algunos países en los que las compras se habían concentrado en los meses precedentes.

La tasa de crecimiento interanual del crédito otorgado por las IFM al sector privado descendió hasta el 0,6% en el primer trimestre de 2012, frente al 1,4% del trimestre anterior, antes de caer de nuevo hasta situarse en cero en abril. En el primer trimestre de 2012, el crédito al sector privado registró un flujo de entrada considerable, que se revirtió casi completamente en abril como resultado de una salida mensual elevada. No obstante, este flujo de salida estuvo impulsado por diversas operaciones con contrapartidas

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.

del sector financiero. En primer lugar, las adquisiciones de acciones del sector privado en manos de fondos de inversión por parte de las IFM de la zona del euro se redujeron con respecto a años anteriores (estas compras suelen producirse en torno a la fecha de las juntas de accionistas de las sociedades no financieras), contribuyendo con ello a que se produjeran ventas netas de este tipo de valores. En segundo lugar, se observó cierta reversión de las operaciones de titulización retenida que fue responsable de gran parte de la disminución de las tenencias de valores distintos de acciones del sector privado y, por último, los préstamos otorgados a OIF registraron una contracción, reflejo principalmente de las adquisiciones temporales con entidades de contrapartida central, lo que provocó la amortización de préstamos al sector privado.

La tasa de crecimiento interanual de los préstamos al sector privado, ajustados de ventas y titulizaciones, cayó hasta el 1,3% en el primer trimestre de 2012, frente al 2,3% del trimestre anterior (véase cuadro 2). El sustancial crecimiento de los préstamos a este sector que se produjo en enero se vio contrarrestado, en gran medida, por la amortización neta de préstamos observada entre febrero y abril. Estas salidas hicieron que la tasa de crecimiento interanual disminuyera de nuevo y se situara en el 0,8% en abril, frente al 1,2% de marzo. No obstante, desde una perspectiva sectorial, en el primer trimestre de 2012, tanto los préstamos a las empresas de seguros y fondos de pensiones como los concedidos a las sociedades no financieras experimentaron contracciones notablemente menores que en el trimestre anterior. Los préstamos a los hogares y a los OIF crecieron de manera relativamente acusada, y en el caso de los segundos estuvieron asociados a las adquisiciones temporales realizadas a través de entidades de contrapartida central. En cambio, la evolución de los préstamos en el mes de abril pone en evidencia que el crédito al sector privado no financiero aumentó, mientras que el otorgado al sector privado financiero descendió.

La tasa de crecimiento interanual de los préstamos concedidos por las IFM a los hogares, ajustados de ventas y titulizaciones, disminuyó hasta el 1,9% en el primer trimestre de 2012, frente al 2,3% del trimestre anterior, continuando con ello el debilitamiento observado desde el segundo trimestre de 2011. Este descenso se debió fundamentalmente al deterioro de las perspectivas económicas y de las relativas al mercado de la vivienda, así como a las necesidades de ajuste de los balances. La tasa de crecimiento interanual de los préstamos otorgados a este sector, ajustados de ventas y titulizaciones, volvió a retroceder ligeramente en abril de 2012 (mes en que se situó en el 1,5%, frente al 1,7% de marzo), pese a la considerable entrada mensual registrada. Los préstamos para adquisición de vivienda siguen siendo el principal factor impulsor de los préstamos concedidos por las IFM a los hogares. Los datos ajustados de titulizaciones apuntan a una abultada entrada trimestral en préstamos para adquisición de vivienda en el primer trimestre de 2012, similar a la contabilizada el trimestre anterior. En abril de 2012, estos préstamos registraron una nueva entrada mensual, mientras que continuó la amortización neta del crédito al consumo (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, descendió hasta el 0,9% en el primer trimestre de 2012, frente al 2,1% del trimestre anterior, lo que reflejó efectos de base y un volumen moderado de amortizaciones netas de préstamos a este sector. La tasa de crecimiento interanual de los préstamos otorgados a las sociedades no financieras continuó moderándose y se situó en el 0,7% en abril, pese a una entrada mensual considerable, que se concentró exclusivamente en los préstamos a corto plazo (es decir, hasta un año), mientras que se observaron amortizaciones netas de préstamos a largo plazo (para más detalles, véase la sección 2.6).

En conjunto, el crédito al sector privado no financiero sigue siendo reducido en términos históricos, y continúan observándose disparidades significativas entre países, tanto en términos del nivel como de la evolución de las tasas de crecimiento interanual de los préstamos a hogares y a las sociedades no financieras.

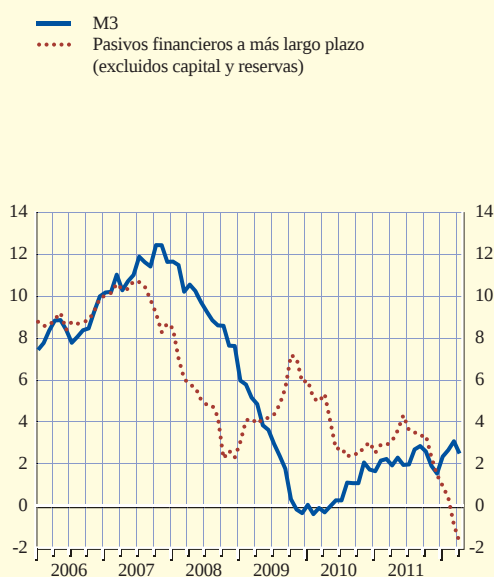
Es probable que estos datos reflejen, principalmente, diferencias en las perspectivas económicas y en las relativas al mercado de la vivienda de los distintos países, así como en los niveles de deuda de los diferentes sectores. El ajuste de estos niveles de deuda está contribuyendo a la debilidad del crédito a medida que se corrige el crecimiento excesivo del crédito registrado anteriormente.

De cara al futuro, teniendo en cuenta las proyecciones relativas a la actividad económica, la persistencia de un crecimiento moderado de los préstamos a los hogares y un debilitamiento adicional del crecimiento de los préstamos a las sociedades no financieras serían acordes con regularidades históricas de estos dos sectores, según las cuales los préstamos a los hogares evolucionan en consonancia con la actividad económica y los préstamos a las sociedades no financieras responden con un retardo, así como con la valoración de que el impacto pleno de las dos OFPML a tres años tardará varios trimestres en materializarse.

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) cayó hasta el -1,8% en abril de 2012, frente al 0,5% del primer trimestre y el 2,7% del cuarto trimestre de 2011 (véase gráfico 13). Se observó un flujo de salida considerable por segundo trimestre consecutivo, contribuyendo positivamente a la evolución monetaria. En gran medida, este flujo fue resultado de una sustancial contracción adicional, en base consolidada, de las tenencias de valores distintos de acciones a largo plazo emitidos por las IFM, ya que estas adquirieron estos valores en el contexto de programas de recompra para mejorar su nivel de capital, lo que en parte se vio facilitado por la liquidez conseguida en las OFPML a tres años. Además, hasta cierto punto, esta liquidez sustituyó a la financiación obtenida de los valores distintos de acciones amortizados en este período. En menor medida, este flujo de salida estuvo relacionado con una

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

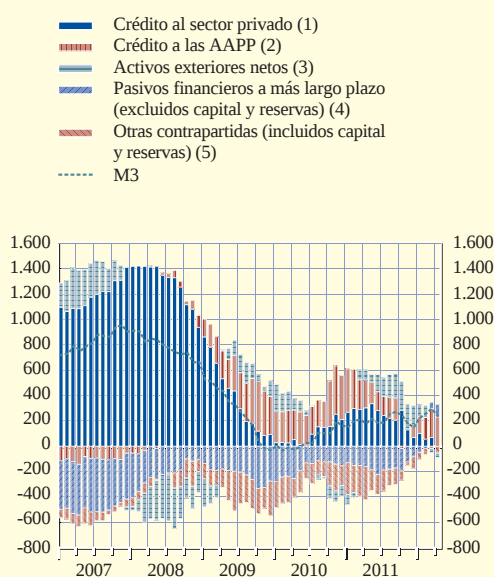
(tasas de variación interanual; datos ajustados de efectos estacionales y de calendario)



Fuente: BCE.

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.

reducción de los depósitos a largo plazo, ya que se revirtieron algunas operaciones de titulización previas en las que los préstamos no se habían dado de baja del balance de las entidades de crédito. Los datos de abril muestran una nueva contracción de los valores distintos de acciones a largo plazo de las IFM, que estuvo impulsada por la disminución de los valores distintos de acciones emitidos, más que por un aumento de las adquisiciones por parte del citado sector.

En el primer trimestre de 2012 se registró un flujo de salida de la posición acreedora neta frente al exterior de las IFM de la zona del euro, que recoge los flujos de entrada y de salida de capitales del sector tenedor de dinero de la zona cuando estos flujos se canalizan a través de las IFM, así como las transferencias de activos emitidos por el sector tenedor de dinero. En el recuadro 3, titulado «Evolución de la cuenta financiera de la balanza de pagos de la zona del euro hasta marzo de 2012», se proporciona un análisis detallado de las transacciones que generan estos flujos de capital. En abril también se registró una salida moderada (véase gráfico 14). Estos flujos de salida obedecieron a nuevas adquisiciones netas de activos exteriores por parte del sector tenedor de dinero, que se financiaron mediante instrumentos incluidos en M3.

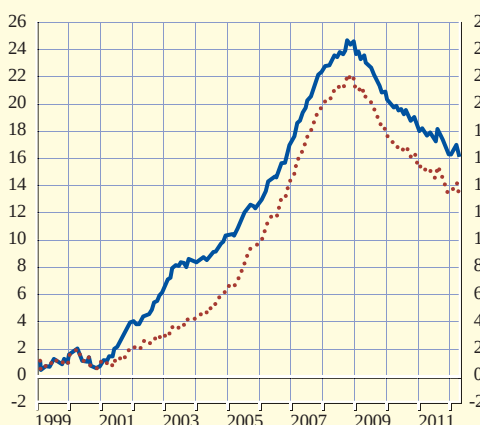
VALORACIÓN GENERAL DE LA SITUACIÓN DE LIQUIDEZ MONETARIA EN LA ZONA DEL EURO

Los flujos de entrada en M3 en el primer trimestre de 2012 interrumpieron la absorción de la liquidez monetaria que se había acumulado antes de la crisis financiera (véanse gráficos 15 y 16). Sin embargo,

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.

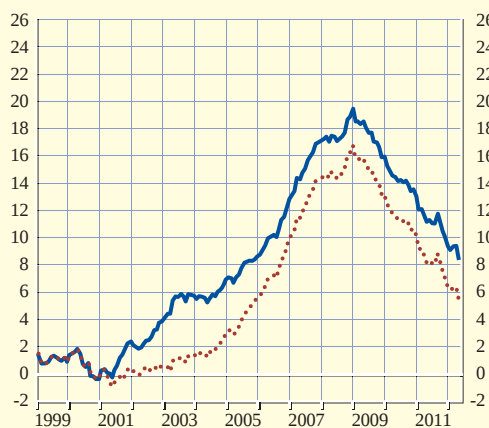
1) La brecha monetaria nominal se define como la diferencia existente entre el nivel efectivo de M3 y el nivel de M3 que correspondería a un crecimiento constante de este agregado monetario igual a su valor de referencia (4,5%), tomando diciembre de 1998 como período base.

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*, Fráncfort del Meno, 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, Fráncfort del Meno, octubre de 2004.

los datos de abril indican que en ese mes se produjo cierta absorción. En conjunto, los indicadores de liquidez monetaria continúan sugiriendo que el anterior crecimiento excesivo del dinero y del crédito todavía no se ha corregido totalmente, pese al sustancial ajuste llevado a cabo en los tres últimos años. Por lo tanto, cabe esperar que la corrección del exceso de crecimiento restante influya en la recuperación del dinero y el crédito en la zona del euro. Con todo, estos tipos de medida de la liquidez deben interpretarse con cautela, ya que se basan en una evaluación de los saldos monetarios de equilibrio, que conlleva una incertidumbre considerable. A este respecto, se ha de mencionar que algunas medidas ya señalan que los niveles de exceso de liquidez son bastante reducidos.

En conjunto, la tasa subyacente de expansión monetaria y crediticia sigue siendo moderada. El hecho de que la aceleración del crecimiento de M3 en el primer trimestre del año fuera acompañada por su disociación de la evolución del crédito al sector privado sugiere que se debe actuar con cautela al interpretar las posibles repercusiones de este repunte provisional en lo que respecta a los riesgos para la estabilidad de precios. Anteriormente, la evolución del agregado monetario amplio quedaba reflejada en el crecimiento monetario subyacente (y, por consiguiente, tendía a incidir en la evolución de los precios) cuando se mantenía durante un tiempo prolongado y coincidía con una trayectoria similar del crédito al sector privado. Aunque las OFPML a tres años aliviaron notablemente las presiones de liquidez de las entidades de crédito, una recuperación sostenida del crédito al citado sector también requeriría que se restablezca la capacidad de asunción de riesgos de las entidades y la recuperación de la demanda de crédito bancario.

Recuadro 3

EVOLUCIÓN RECIENTE DE LA CUENTA FINANCIERA DE LA BALANZA DE PAGOS DE LA ZONA DEL EURO HASTA MARZO DE 2012

En este recuadro se analiza la evolución reciente de la cuenta financiera de la balanza de pagos de la zona del euro hasta el primer trimestre de 2012. En el agregado de inversiones directas y de cartera se registraron salidas netas en el período de doce meses transcurrido hasta marzo de 2012, que se compensaron, en gran medida, con entradas netas en otras inversiones (véanse cuadro y gráfico). Tras la reducción de las tenencias internacionales de valores tanto de los inversores nacionales como de los inversores extranjeros en el segundo semestre de 2011, se observaron indicios de normalización de las inversiones de cartera en el primer trimestre de 2012 con la reanudación de las compras netas de valores, tanto de la zona del euro como extranjeros. En particular, las IFM de la zona del euro invirtieron en valores extranjeros por primera vez desde el período previo a la quiebra de Lehman Brothers y pudieron obtener liquidez en forma de préstamos y depósitos.

En el agregado de inversiones directas y de cartera se registraron salidas netas por importe de 23,6 mm de euros en el período de doce meses transcurrido hasta marzo de 2012, lo que contrasta con las entradas netas de 168,9 mm de euros contabilizadas un año antes. Este cambio de signo se debió principalmente a una reducción de las entradas netas de inversiones de cartera en la segunda mitad de ese período, especialmente en el último trimestre, período que se caracterizó por una volatilidad excepcionalmente alta y por cambios súbitos en el clima de los mercados y en el comportamiento de los inversores. Entonces se produjo un proceso de repatriación bidireccional, en virtud del cual los inversores de la zona del euro repatriaron fondos previamente invertidos en valores extranjeros y los inversores no residentes se deshicieron de valores de la zona, en especial de valores de renta fija

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

(mm de euros; datos sin desestacionalizar)

	2012		Cifras acumuladas de tres meses				Cifras acumuladas de doce meses	
			2011					
	Feb.	Mar.	Jun.	Sep.	Dic.	Mar.	Mar.	Mar.
Cuenta financiera ¹⁾	0,3	-19,0	21,2	3,5	-44,0	-8,3	-15,0	-27,6
Total de inversiones directas y de cartera netas	16,0	-53,8	107,2	15,8	-59,1	-87,6	168,9	-23,6
Inversiones directas netas	-3,4	-18,4	-31,8	-19,2	-57,3	-28,2	-111,7	-136,5
Inversiones de cartera netas	19,4	-35,4	139,1	35,0	-1,8	-59,4	280,7	112,8
Acciones y participaciones	-1,6	13,4	-31,1	31,4	79,0	18,8	201,2	98,2
Valores distintos de acciones	21,0	-48,8	170,1	3,6	-80,8	-78,2	79,5	14,7
Bonos y obligaciones	22,3	-25,6	145,3	19,9	-9,9	-55,8	66,7	99,5
Instrumentos del mercado monetario	-1,3	-23,2	24,9	-16,4	-70,9	-22,4	12,8	-84,9
Otras inversiones netas	-18,9	38,5	-94,1	-1,2	31,0	84,5	-183,9	20,1
De las cuales: sector tenedor de dinero ²⁾								
Inversiones directas netas	-7,7	-17,4	-25,2	-18,8	-56,0	-28,6	-99,8	-128,6
Inversiones de cartera netas	22,0	-4,7	79,7	19,9	-11,3	-16,9	30,9	71,4
Acciones y participaciones	1,6	16,6	-23,5	29,1	40,9	20,4	198,1	67,0
Valores distintos de acciones	20,4	-21,3	103,2	-9,2	-52,2	-37,3	-167,2	4,4
Otras inversiones netas	-0,5	-12,3	-17,3	24,6	10,1	-11,3	-5,4	6,2

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.

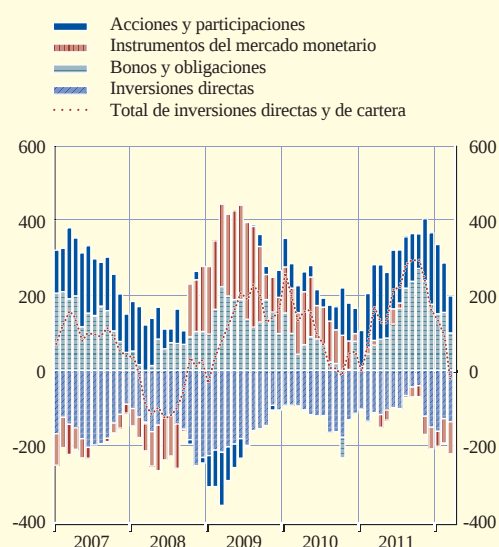
2) Administraciones Públicas y otros sectores de la balanza de pagos.

emitidos por el sector de Administraciones Públicas. Dado que la repatriación de fondos por parte de los inversores extranjeros superó ligeramente a la realizada por los inversores de la zona, las entradas netas de inversiones de cartera dieron paso a salidas netas. La aparición de este proceso de repatriación bidireccional debe considerarse en el contexto de la escalada de las tensiones en los mercados financieros y de la volatilidad y la caída de las cotizaciones bursátiles a nivel mundial. Estos factores parecen haber afectado al clima de los mercados, en un entorno de creciente inquietud respecto a las perspectivas de la economía mundial, y podrían haber dado lugar a un aumento de la aversión al riesgo.

No obstante, en el primer trimestre de 2012 se reanudaron las inversiones de residentes en la zona del euro en valores extranjeros. También se reactivaron las compras netas de valores de la zona por parte de inversores extranjeros, aunque fueron menores que las compras de valores extranjeros realizadas por los residentes en la zona. Por consiguiente, se produjo un aumento de las salidas netas de inversiones de cartera. La relajación de las tensiones en los mercados financieros, tras las medidas de política adoptadas para hacer frente a la crisis de la deuda soberana, parece haber tenido un impacto positivo en el clima de los mercados y podría haber dado lugar a cierta

Principales partidas de la cuenta financiera

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



Fuente: BCE.

reducción de la aversión al riesgo. Mientras que tanto el sector de IFM como el sector privado distinto de IFM de la zona del euro reanudaron sus inversiones, los inversores extranjeros en la zona compraron principalmente valores emitidos por este último sector. Además, las salidas netas de inversiones de cartera del sector distinto de IFM de la zona del euro han contribuido negativamente a la liquidez disponible en la zona, como se refleja, en parte, en la evolución del agregado monetario amplio M3. De hecho, como puede observarse en la presentación monetaria de la balanza de pagos, estas operaciones en las que participa el sector tenedor de dinero son el reflejo del descenso observado en la posición acreedora neta frente al exterior de las IFM a comienzos de 2012¹.

Por lo que respecta al sector de IFM, en el primer trimestre de 2012 las entidades de crédito de la zona del euro interrumpieron sus continuas y sostenidas ventas netas de valores extranjeros por primera vez desde el período anterior a la quiebra de Lehman Brothers. La relajación de las presiones sobre dichas entidades para vender activos exteriores es, probablemente, resultado de dos factores. Por una parte, la introducción de las medidas de liquidez no convencionales del Eurosistema, así como las intervenciones coordinadas del BCE y otros cinco bancos centrales —en forma de acuerdos de divisas recíprocos (líneas *swap*)— encaminadas a proporcionar liquidez al sistema financiero mundial. Por otro lado, la interrupción de las ventas netas de valores extranjeros por parte de las entidades de crédito de la zona del euro posiblemente refleje también la reanudación de las inversiones extranjeras en las IFM de la zona del euro. Es de destacar que los pasivos de otras inversiones de las IFM aumentaron considerablemente en el primer trimestre de 2012. El hecho de que las entidades de crédito de la zona del euro pudieran renovar los depósitos y los préstamos a corto plazo que iban venciendo, sumado a la reanudación de las inversiones extranjeras en valores emitidos por dichas entidades, aunque todavía se sitúan en niveles moderados, sugiere una relajación de las condiciones de financiación. Así pues, ambos factores parecen haber reducido la necesidad de que las IFM de la zona del euro movilicen recursos eliminando activos exteriores secundarios en un contexto de reestructuración de los balances.

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. Mayerlen 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 2008.

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 experimentó un descenso significativo en el cuarto trimestre de 2011, debido, en parte, a un crecimiento más débil de la renta de los hogares y a una ratio de ahorro baja en términos históricos. La tasa de crecimiento interanual de la inversión financiera de las empresas de seguros y fondos de pensiones se redujo sustancialmente, reflejando la considerable disminución de la inversión de los hogares en reservas técnicas de seguro. El aumento de las tensiones en los mercados financieros en el cuarto trimestre de 2011 condujo a que siguiera registrándose un volumen elevado de reembolsos netos en los principales tipos de fondos de inversión. No obstante, esta evolución cambió de signo en el primer trimestre de 2012, como consecuencia del impacto positivo de las medidas de política monetaria no convencionales del Eurosistema.

SECTORES NO FINANCIEROS

En el cuarto 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 descendió hasta el 2,6%

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 III	2009 IV	2010 I	2010 II	2010 III	2010 IV	2011 I	2011 II	2011 III	2011 IV
Inversión financiera	100	3,4	2,5	2,5	2,6	2,7	3,4	3,2	3,5	3,3	2,6
Efectivo y depósitos	24	5,9	3,3	2,0	1,7	2,3	3,1	3,6	3,8	3,0	2,7
Valores distintos de acciones, excluidos derivados financieros	6	-0,4	-3,2	-2,7	-2,8	-3,7	4,1	6,8	8,2	8,2	4,4
De los cuales: A corto plazo	0	-32,8	-35,9	-26,3	-23,2	-8,8	-5,9	0,0	8,2	0,4	20,0
De los cuales: A largo plazo	5	4,5	1,9	0,5	-0,5	-3,2	5,1	7,4	8,2	8,9	3,2
Acciones y otras participaciones, excluidas participaciones en fondos de inversión	28	4,0	2,7	2,5	2,4	2,7	3,1	2,5	2,7	2,9	2,5
De las cuales: Acciones cotizadas	5	4,7	4,6	5,3	3,8	3,3	3,9	1,5	1,9	3,6	2,5
De las cuales: Acciones no cotizadas y otras participaciones	22	3,8	2,2	1,8	2,1	2,5	2,8	2,8	2,9	2,7	2,5
Participaciones en fondos de inversión	5	-0,7	2,8	1,1	-1,1	-1,6	-2,5	-3,2	-2,7	-4,8	-5,1
Reservas técnicas de seguro	16	3,6	4,4	5,0	4,8	4,7	4,3	3,5	3,1	2,5	1,9
Otros ²⁾	22	1,6	1,6	3,4	4,7	4,5	4,9	4,3	4,8	5,4	4,7
M3 ³⁾		1,8	-0,4	-0,1	0,3	1,1	1,7	2,2	1,9	2,8	1,5

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 incluyen el crédito comercial concedido por las sociedades no financieras.

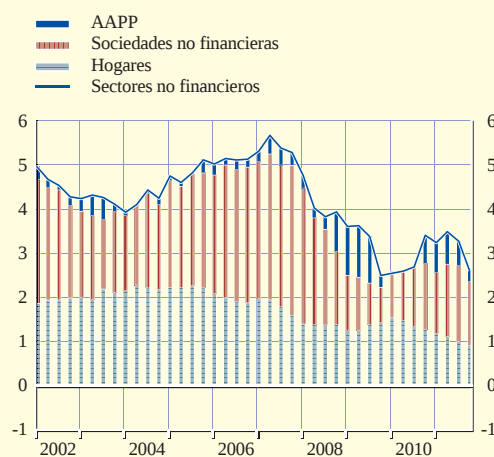
3) A fin de trimestre. El agregado monetario M3 incluye los instrumentos monetarios mantenidos por entidades de la zona del euro que no son IFM (es decir, los sectores no financieros y los intermediarios financieros no monetarios) en IFM de la zona del euro y Administración Central.

(frente al 3,3 % del tercer trimestre de 2011), alcanzando niveles próximos al mínimo registrado entre finales de 2009 y principios de 2010 (véase cuadro 3). La evolución más moderada observada en el cuarto trimestre de 2011 fue atribuible a la disminución de las tasas de crecimiento de casi todos los instrumentos individuales, reflejando la reticencia general del sector privado a invertir en un entorno de incertidumbre económica y en los mercados financieros. Únicamente los valores distintos de acciones a corto plazo registraron un aumento significativo, ya que podrían haberse utilizado para aparcar liquidez.

El detalle por sectores pone de manifiesto que todos contribuyeron al menor crecimiento interanual de la inversión financiera en el cuarto trimestre de 2011 (véase gráfico 17). El retroceso observado en la acumulación de activos financieros por parte de los hogares se debe a que continuaron deshaciéndose de sus participaciones en fondos de inversión y a la reducción de la inversión en reservas técnicas de seguro, en un entorno de debilitamiento del crecimiento de la renta nominal disponible y de una tasa de ahorro baja en términos históricos. Según la información procedente de las estadísticas de los fondos de inversión (particularmente de los fondos de renta fija), estos fondos registraron flujos de entrada considerables a principios de año, lo que sugiere que es posible que los hogares hayan aumentado sus participaciones en fondos de inversión en el primer trimestre de 2012.

Gráfico 17 Inversión financiera de los sectores no financieros

(tasas de variación interanual; contribución en puntos porcentuales)



Fuente: BCE.

La tasa de crecimiento interanual de la inversión financiera de las Administraciones Públicas se redujo considerablemente en el cuarto trimestre, debido, en gran parte, a un efecto de base, ya que el impacto de las transferencias de activos de las IFM a estructuras de «bancos malos» en el cuarto trimestre de 2010 desapareció de la tasa de crecimiento interanual.

La desaceleración observada en la acumulación de activos financieros por parte de las sociedades no financieras en el cuarto trimestre estuvo determinada, principalmente, por la disminución de las adquisiciones de acciones cotizadas. Para obtener información más detallada sobre la evolución de los flujos de financiación y de los balances del sector privado no financiero, véanse las secciones 2.6 y 2.7. El recuadro titulado «Cuentas integradas de la zona del euro del cuarto trimestre de 2011», publicado en el Boletín Mensual de mayo de 2012, también proporciona información relativa a todos los sectores institucionales.

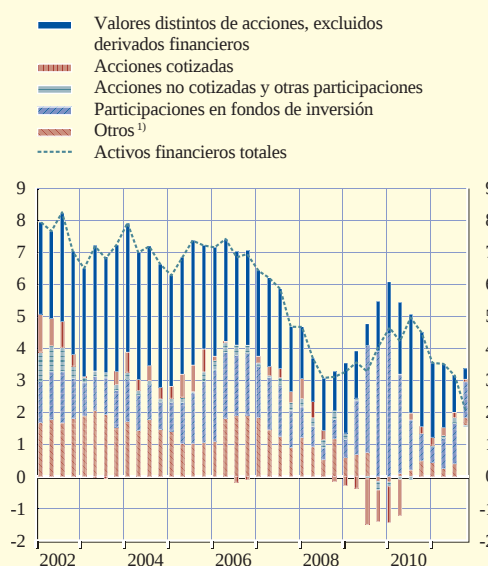
INVERSORES INSTITUCIONALES

La desaceleración de la inversión de los hogares en reservas técnicas de seguro, el principal factor que determina en qué fondos pueden invertir las empresas de seguros y fondos de pensiones, explica el descenso de la tasa de crecimiento interanual de la inversión financiera de las empresas de seguros y fondos de pensiones, que se situó en el 2,1 % en el cuarto 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), la tasa más baja desde 1999. Por instrumentos, las participaciones en fondos de inversión siguieron siendo las que más contribuyeron a la tasa de crecimiento interanual de la inversión financiera de las empresas de seguros y 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 fondos de pensiones también incrementaron adicionalmente 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) aumentaron hasta alcanzar los 85 mm de euros en el primer trimestre de 2012, frente a los 55 mm de euros del trimestre anterior. La tasa de crecimiento interanual se incrementó hasta el 1,4 %, desde el 0,7 % del cuarto trimestre. Los flujos de entrada interanuales se elevaron en el caso de los fondos de renta fija, mientras que los flujos netos interanuales de fondos mixtos siguieron siendo positivos (véase gráfico 19). No obstante, continuaron observándose salidas en los fondos de renta variable y en los fondos del mercado monetario. Como consecuencia del efecto positivo de las medidas de política monetaria no convencionales del Eurosistema, esto reflejó una reversión general de la evolución observada en el cuarto trimestre de 2011, cuando dichos activos se evitaron en un contexto de mayor incertidumbre

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

(tasas de variación interanual; contribución en puntos porcentuales)



Fuente: BCE.

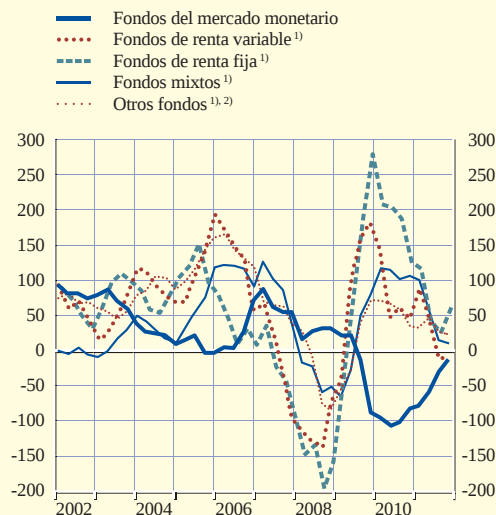
1) Incluye préstamos, depósitos, reservas técnicas de seguro y otras cuentas pendientes de cobro.

económica y en los mercados financieros. Los fondos del mercado monetario también se beneficiaron de la abundancia de liquidez, registrándose un aumento de los flujos de entrada en el primer trimestre de 2012 en comparación con el trimestre precedente. Las entradas observadas en los últimos trimestres casi han compensado las salidas anteriores (probablemente relacionadas con la rentabilidad relativamente limitada que ofrecían estos fondos).

Si se analiza específicamente la evolución durante el primer trimestre de 2012, las participaciones en fondos de inversión (excluidos los fondos del mercado monetario) registraron entradas por valor de 95 mm de euros, sobre la base de datos sin desestacionalizar, lo que compensó con creces las salidas de los dos trimestres precedentes. Los fondos de renta fija y los fondos mixtos contabilizaron las entradas más significativas, representando más de tres cuartas partes de los flujos totales del trimestre. Esta evolución refleja, en cierta medida, la relajación observada en los mercados de renta fija tras las OFPML a tres años del Eurosistema liquidadas el 22 de diciembre de 2011 y el 1 de marzo de 2012, así como la finalización del ejercicio de reestructuración de deuda en Grecia. De hecho, el mayor incremento en los fondos de renta fija se observó en marzo, mes en que la tasa de crecimiento interanual alcanzó el 3%, la más alta desde septiembre de 2011.

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 obtenían 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

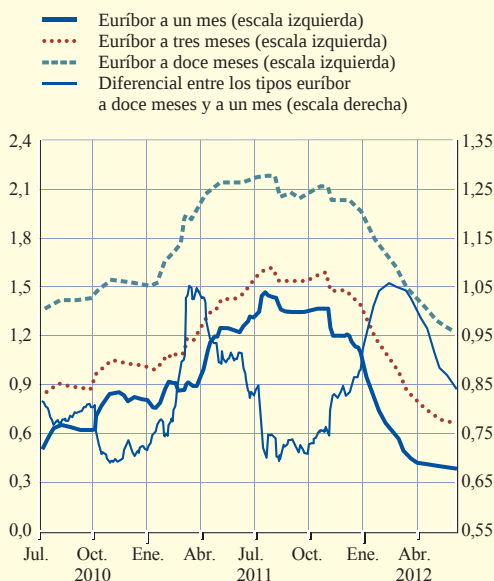
Los tipos de interés del mercado monetario descendieron con carácter general en el período comprendido entre el 7 de marzo y el 5 de junio de 2012. Esta evolución está en consonancia con la disminución del eonia, que ha fluctuado en niveles bajos desde principios de año, siendo reflejo del significativo exceso de liquidez existente en el mercado monetario a un día. La volatilidad de los tipos de interés del mercado monetario a plazos más largos aumentó durante el período analizado.

Los tipos de interés del mercado monetario sin garantías se redujeron en el período comprendido entre el 7 de marzo y el 5 de junio 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 0,38 %, el 0,66 %, el 0,94 % y el 1,22 %, respectivamente, esto es, 12, 25, 28 y 33 puntos básicos por debajo, respectivamente, de los niveles observados el 7 de marzo. 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, disminuyó 21 puntos básicos en dicho período y se situó en 84 puntos básicos el 5 de junio (véase gráfico 20).

Los tipos de interés del mercado monetario con garantías se estabilizaron en niveles muy bajos desde principios de año (véase gráfico 21). El tipo *swap* del eonia a tres meses se situó en el 0,27 % el 5

Gráfico 20 Tipos de interés del mercado monetario

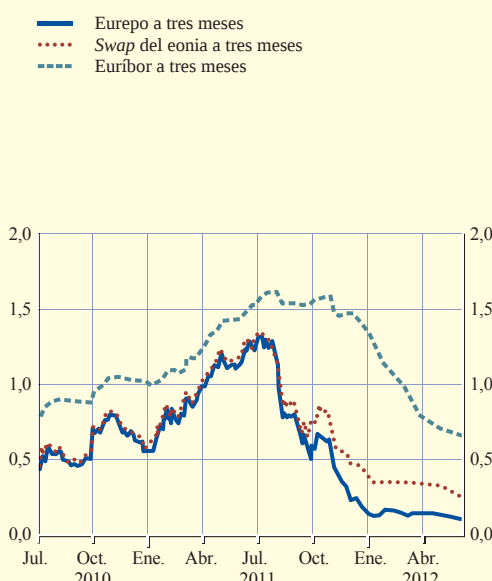
(porcentajes; diferencial en puntos porcentuales; datos diarios)



Fuentes: BCE y Thomson Reuters.

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

(porcentajes; datos diarios)



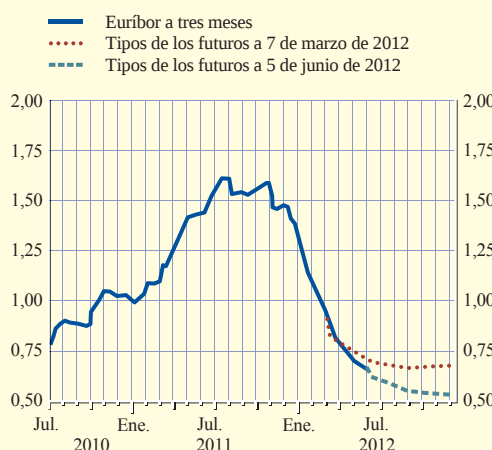
Fuentes: BCE, Bloomberg y Thomson Reuters.

de junio, alrededor de 7 puntos básicos por debajo del nivel registrado el 7 de marzo. Dado que el correspondiente euríbor sin garantías disminuyó de forma incluso más marcada, el diferencial entre los dos tipos cayó desde 57 puntos básicos el 7 de marzo hasta 40 puntos básicos el 5 de junio.

El 5 de junio, los tipos de interés implícitos en los precios de los futuros del euríbor a tres meses con vencimiento en septiembre y diciembre de 2012 y marzo de 2013 se situaron en el 0,55 %, el 0,53 % y el 0,52 %, respectivamente, lo que representa descensos de 12, 15 y 18 puntos básicos, respectivamente, en comparación con los niveles observados el 7 de marzo, 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 registraron su máximo nivel al final del período considerado (véase gráfico 23). Los aumentos más acusados de dichas volatilidades se observaron en los plazos más largos, mientras que los tipos *swap* del eonia a largo plazo se situaron en mínimos históricos.

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)

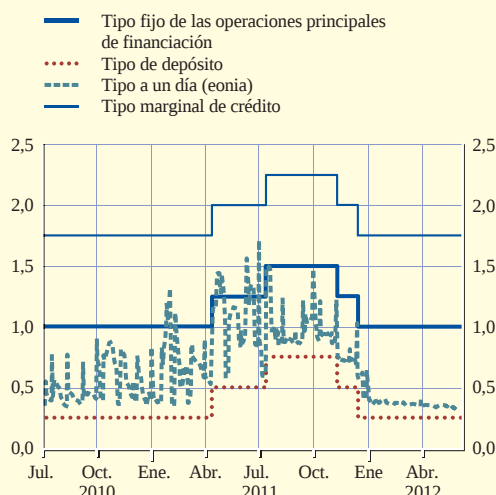


Fuentes: Thomson Reuters y cálculos del BCE.

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.

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

(porcentajes; datos diarios)



Fuentes: BCE y Thomson Reuters.

Si se considera el vencimiento a un día, el eonia disminuyó ligeramente en general hasta situarse en el 0,335 % el 5 de junio (con la única excepción de un repunte muy moderado el último día del primer trimestre, cuando se situó en el 0,388 %). El muy abundante exceso de liquidez en el mercado monetario a un día —consecuencia, principalmente, del considerable recurso a las dos OFPML con vencimiento a tres años liquidadas en diciembre de 2011 y en marzo de 2012— siguió teniendo su reflejo en 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.

En el período de referencia, el BCE siguió proporcionando liquidez mediante operaciones de financiación con vencimiento a una semana, un período de mantenimiento y tres meses. Todas estas operaciones se llevaron a cabo mediante el procedimiento de subasta a tipo de interés fijo con adjudicación plena.

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 tercero, cuarto y quinto período de mantenimiento de 2012. Con estas operaciones de drenaje, el BCE ofreció absorber un importe equivalente al valor de las adquisiciones realizadas en el marco del programa para los mercados de valores, que ascendieron a un total de 212,1 mm de euros el 5 de junio.

El período analizado se caracterizó por unos niveles muy elevados de exceso de liquidez, y el recurso medio diario a la facilidad de depósito en el tercero, cuarto y quinto período de mantenimiento de 2012 se situó en 770 mm de euros, frente a un total de 495 mm de euros en los tres períodos de mantenimiento anteriores (véase también el recuadro 4).

Recuadro 4

SITUACIÓN DE LIQUIDEZ Y OPERACIONES DE POLÍTICA MONETARIA EN EL PERÍODO COMPRENDIDO ENTRE EL 15 DE FEBRERO Y EL 8 DE MAYO 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 marzo, el 10 de abril y el 8 de mayo de 2012. En estos períodos, todas las operaciones de financiación en euros siguieron llevándose a cabo mediante procedimientos de subasta a tipo de interés fijo con adjudicación plena.

Tras la decisión adoptada por el Consejo de Gobierno el 8 de diciembre de 2011, se realizaron dos operaciones de financiación a plazo más largo de inyección de liquidez, con vencimiento aproximado de tres años y con la opción de reembolso anticipado al cabo de un año. Mientras que la primera de estas operaciones fue adjudicada el 21 de diciembre de 2011, la segunda se adjudicó el 29 de febrero de 2012 (es decir, durante el período analizado).

Además, dado que otras operaciones vencían cerca del comienzo de las dos operaciones de financiación a plazo más largo con vencimiento 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. Esta última se realizó durante el período analizado en este recuadro.

Durante el período de referencia, el Consejo de Gobierno decidió mantener sin variación los tipos de interés oficiales del BCE.

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 426 mm de euros, lo que representa un descenso de 7,5 mm de euros con respecto a la media diaria de los tres períodos de mantenimiento anteriores (esto es, el período comprendido entre el 9 de noviembre de 2011 y el 14 de febrero de 2012).

La disminución de las necesidades de liquidez fue el resultado de la combinación de un descenso de las reservas obligatorias (como consecuencia de la decisión del Consejo de Gobierno de reducir el coeficiente de reservas del 2 % al 1 % a partir del 18 de enero de 2012) y de un aumento de las necesidades de liquidez derivadas de los factores autónomos. Las exigencias de reservas se situaron en 105 mm de euros, en promedio, durante los tres últimos períodos de mantenimiento, frente a la cifra de 177,7 mm de euros de los

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.

tres períodos de mantenimiento anteriores. Al mismo tiempo, el valor de los factores autónomos aumentó 65,3 mm de euros, hasta situarse en 316,3 mm de euros en promedio. El valor medio del exceso de reservas fue de 4,7 mm de euros en los tres últimos períodos de mantenimiento, lo que está bastante en consonancia con el nivel observado en los tres períodos de mantenimiento anteriores¹ (véase gráfico A). Por tanto, el exceso de reservas siguió siendo elevado en comparación con la primera mitad de 2011 y con períodos anteriores.

Oferta de liquidez

En el período analizado, la liquidez neta total proporcionada a través de operaciones de mercado abierto ascendió, en promedio, a 1.145,1 mm de euros, lo que supone un incremento de 343,1 mm de euros con respecto a los tres períodos de mantenimiento anteriores. Las operaciones de subasta² aportaron un promedio de 863,4 mm de euros, 333,1 mm de euros más que en el período de referencia anterior, principalmente como consecuencia del aumento de la liquidez inyectada mediante la segunda operación de financiación a plazo más largo con vencimiento a tres años (véase gráfico B).

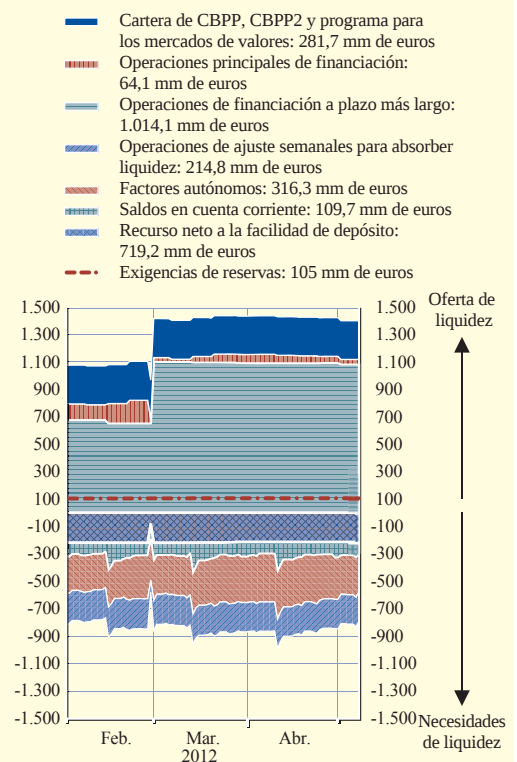
En comparación con el período de análisis anterior, la liquidez media proporcionada en las operaciones de financiación a plazo más largo aumentó 455,8 mm de euros. La liquidez media inyectada en las operaciones principales de financiación a una semana disminuyó 115,8 mm de euros, mientras que el volumen medio de liquidez absorbida mediante las operaciones de ajuste semanales se incrementó en 6,9 mm de euros.

En conjunto, el primer y el segundo programa 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 281,7 mm de euros en el período analizado, cifra ligeramente superior a la media de 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 56,6 mm de euros el 8 de mayo de 2012, ligeramente por debajo del volumen correspondiente al período de referencia anterior, como consecuencia del vencimiento de importes. El 8 de mayo de 2012, las adquisiciones liquidadas en el marco del CBPP2 (que se introdujo el 3 de noviembre de 2011) ascendieron a 11,1 mm de euros, mientras que el importe neto de las liquidadas al

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.

1 Para obtener 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.

amparo del programa para los mercados de valores se situó en 214,2 mm de euros, frente a los 219,3 mm de euros registrados el 14 de febrero de 2012, debido al vencimiento de importes. Las operaciones de ajuste semanales absorbieron toda la liquidez proporcionada mediante este último programa.

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 incremento del exceso de liquidez, que, en promedio, se situó en 725,9 mm de euros en el período considerado (frente a 373,4 mm de euros en el período de referencia anterior). El recurso a la facilidad marginal de crédito pasó de 4,4 mm de euros, en promedio, en los tres períodos de mantenimiento anteriores a 2,1 mm de euros, en promedio, durante el período analizado. Al mismo tiempo, en consonancia con la situación de abundancia de liquidez imperante, el recurso medio a la facilidad de depósito aumentó de 372,9 mm de euros a 721,2 mm de euros. El recurso neto³ medio a la facilidad de depósito ascendió a 719,2 mm de euros. El incremento del recurso bruto y neto a la facilidad de depósito a partir del 1 de marzo fue consecuencia, según lo esperado, de la liquidez adicional inyectada mediante la segunda operación de financiación a plazo más largo con vencimiento a tres años.

Tipos de interés

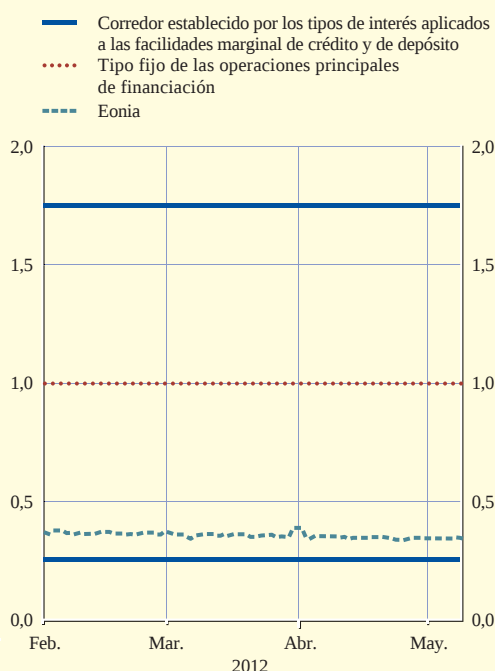
Durante el período analizado, tras las decisiones adoptadas por el Consejo de Gobierno, los tipos de interés de las operaciones principales de financiación, de la facilidad de depósito y de la facilidad marginal de crédito se dejaron sin variación en el 1%, el 0,25% y el 1,75%, respectivamente.

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 valor medio del eonia fue del 0,35% en el período analizado.

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.

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 el 1 de marzo y el 5 de junio de 2012, el rendimiento de la deuda pública a largo plazo con calificación AAA disminuyó en general alrededor de 70 puntos básicos en la zona del euro y de 50 puntos básicos en Estados Unidos. El rendimiento de la deuda pública a largo plazo de la zona del euro tendió a subir en la primera parte de marzo, pero posteriormente entró en una prolongada fase de descenso, impulsada principalmente por la creciente preocupación de los mercados acerca de las perspectivas

económicas a corto plazo, el deterioro de la confianza y la evolución negativa de la crisis de la deuda en la zona del euro. En Estados Unidos, el rendimiento de la deuda pública a largo plazo evolucionó bastante en consonancia con el de la zona del euro durante todo el período analizado. En la zona del euro, los diferenciales de rendimiento frente a los bonos alemanes aumentaron en líneas generales, especialmente en abril y en mayo, en el entorno de las significativas caídas que registraron los rendimientos de la deuda pública con calificación AAA. La incertidumbre existente en torno a la evolución futura de los mercados de renta fija, medida por la volatilidad implícita de estos mercados, aumentó ligeramente en la zona del euro a partir de principios de marzo, mientras que, en Estados Unidos, se mantuvo sin cambios notables en el mismo período. Los indicadores basados en los mercados continuaron sugiriendo que las expectativas de inflación a medio y largo plazo siguen siendo plenamente acordes con la estabilidad de precios.

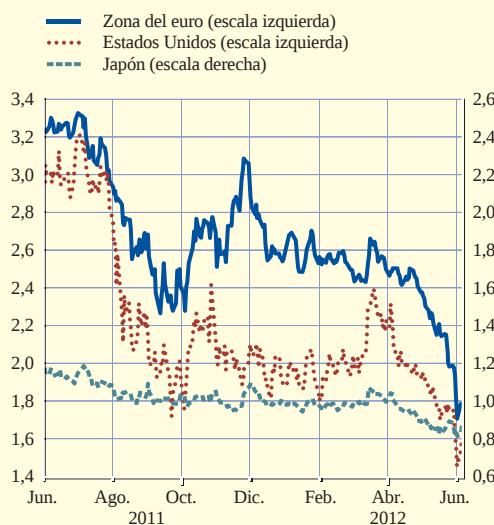
Entre el 1 de marzo y el 5 de junio de 2012, el rendimiento de la deuda pública a largo plazo con calificación AAA disminuyó en general en la zona del euro y en Estados Unidos, en torno a 70 y a 50 puntos básicos, respectivamente (véase gráfico 25). El 5 de junio dicho rendimiento se situó en el 1,8% en la zona del euro y en el 1,6% en Estados Unidos, valores próximos a los mínimos registrados en ambas zonas desde 1999.

El movimiento a la baja del rendimiento de la deuda pública a largo plazo con calificación AAA en la zona del euro y en Estados Unidos entre marzo y principios de junio fue casi continuo, salvo por un aumento registrado en ambas zonas a principios de marzo. En este período el rendimiento se vio favorecido por la publicación de datos económicos que seguían apuntando a perspectivas de crecimiento positivas, por el efecto de la liquidez proporcionada por el Eurosistema al sistema bancario a través de la OFPML a tres años llevada a cabo el 29 de febrero, y por el acuerdo de 9 de marzo sobre la reestructuración de la deuda soberana griega. Estos factores contribuyeron a aliviar las tensiones reinantes en los mercados financieros y a reducir la probabilidad percibida de que se produjeran eventos extremos en la zona del euro.

El rendimiento de la deuda pública a largo plazo de la zona del euro con calificación AAA comenzó a caer en la segunda quincena de marzo, con la publicación de datos que apuntaban a un deterioro de las perspectivas económicas. El rendimiento de la deuda correspondiente de Estados Unidos también disminuyó en este período, aunque en menor medida, pese a que los datos macroeconómicos publicados confirmaron, en general, que la economía estadounidense seguía recuperándose. En abril, mientras que el citado rendimiento se redujo unos 10 puntos básicos en la zona del euro, hasta situarse en torno al 2,4%, en Estados Unidos la caída fue más pronunciada, de alrededor de 30 puntos básicos, y el rendimiento se situó en el 1,9%, una aceleración significativa de la caída con respecto a marzo. En conjunto,

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. El rendimiento de la deuda pública de la zona del euro se basa en datos del BCE sobre deuda con calificación AAA, que incluyen bonos franceses.

la contracción del rendimiento de la deuda pública a largo plazo de Estados Unidos en abril, que recuperó los niveles existentes a principios de marzo, estuvo en línea tanto con la disparidad de los datos económicos publicados como con la revisión de las perspectivas de crecimiento económico. En cambio, en este período, el rendimiento de la deuda pública a largo plazo de la zona del euro con calificación AAA mostró una sensibilidad mucho menor a la creciente preocupación acerca del crecimiento y al recrudecimiento de las tensiones financieras y políticas en algunos países de la zona.

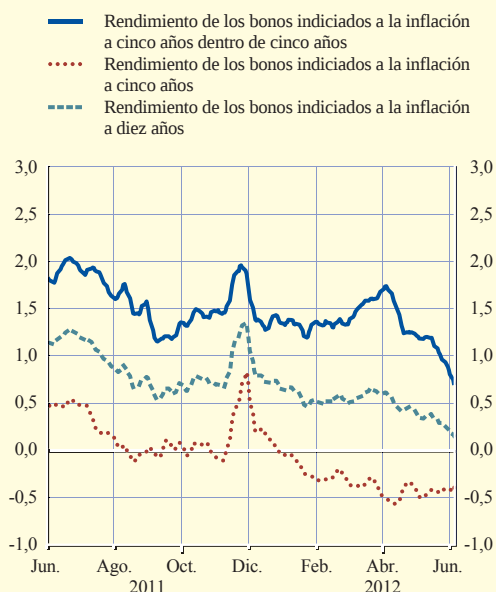
Entre principios de mayo y comienzos de junio, el rendimiento de la deuda a largo plazo disminuyó significativamente, en torno a 60 puntos básicos en la zona del euro y a 40 puntos básicos en Estados Unidos, debido, principalmente, a las evidencias adicionales de desaceleración del ritmo de expansión económica en las economías avanzadas a corto plazo. Además, el rendimiento de los bonos en Estados Unidos también puede haberse visto afectado por la mayor incertidumbre derivada de la publicación de datos económicos que continuaron ofreciendo señales dispares sobre la fortaleza esperada de la economía estadounidense, mientras que, en la zona del euro, la heterogeneidad existente entre países en relación con el crecimiento económico actual puede haber agudizado el impacto de las expectativas de crecimiento sobre los rendimientos. Asimismo, la caída del rendimiento de los bonos de la zona del euro con calificación AAA a partir de mayo se produjo en un contexto de recrudecimiento de las tensiones, tanto en el entorno político como en los mercados financieros.

A pesar del significativo descenso del rendimiento de la deuda a largo plazo en el período analizado, la incertidumbre de los inversores en torno a la evolución de los mercados de renta fija a corto plazo, medida por la volatilidad implícita obtenida de las opciones, solo aumentó de forma limitada en la zona del euro durante el período considerado, mientras que permaneció prácticamente estable en Estados Unidos. Si se adopta una perspectiva a un plazo un poco más largo, la volatilidad implícita de los mercados de renta fija fue considerablemente más baja en comparación con los niveles máximos registrados en noviembre de 2011, cuando se elevó hasta situarse alrededor del 12 % en la zona del euro y del 9,5 % en Estados Unidos. Sin embargo, la volatilidad de los mercados de renta fija de la zona del euro continúa siendo alta en términos históricos. Su nivel actual se sitúa aproximadamente 2 puntos porcentuales por encima del valor registrado justo antes de la quiebra de Lehman Brothers, mientras que la volatilidad de la deuda correspondiente de Estados Unidos se sitúa en torno a 3 puntos porcentuales por debajo de dicho máximo. En líneas generales, esto parece indicar que últimamente las preocupaciones de los participantes en los mercados se han centrado más en los acontecimientos de la zona del euro. Asimismo, la demanda de activos «refugio» (aproximada por las primas de liquidez de la deuda pública alemana en relación con las de bonos de institutos públicos de financiación) volvió a ser elevada en el período analizado y registró un máximo a finales de abril, lo que respalda la valoración de que, en general, el sentimiento de los mercados de renta fija continuó siendo frágil.

Desde comienzos de marzo hasta el 5 de junio, el rendimiento de los bonos de todos los países de la zona del euro con calificación AAA disminuyó entre 60 y 90 puntos básicos, debido, entre otros factores, a las menores expectativas de crecimiento y al desplazamiento de fondos hacia activos más seguros. Parece que el cambio de percepción del riesgo de impago no influyó en la caída del rendimiento de los bonos soberanos con calificación AAA, ya que las primas de los seguros de riesgo de crédito (CDS) de la deuda soberana a cinco años de la zona del euro subieron en general en la zona, con independencia de la calificación de los respectivos países. La evolución en los demás países de la zona del euro fue bastante dispar, ya que el rendimiento a largo plazo se redujo en Bélgica, Portugal y Grecia, entre 70 y 600 puntos básicos, y sin embargo aumentó en Irlanda, Italia y España, entre 40 y 145 puntos básicos. Los diferenciales de rendimiento de la deuda soberana a diez años frente a Alemania aumentaron en general desde principios de marzo, salvo en Austria y Finlandia, donde se estrecharon alrededor de 20

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

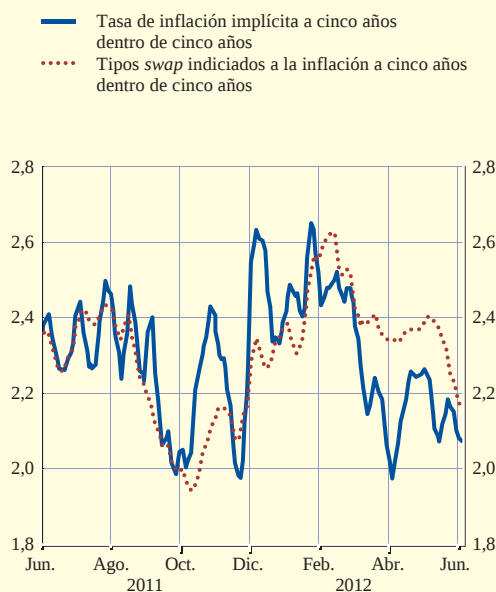
(porcentajes; datos diarios de medias móviles de cinco días; datos desestacionalizados)



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 indicados 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 indicia a la inflación de Francia y Alemania.

y 15 puntos básicos, respectivamente, y en Grecia y Portugal, donde la disminución fue de 550 y 110 puntos básicos, respectivamente.

El rendimiento de la deuda pública de la zona del euro a cinco años indicia a la inflación se mantuvo prácticamente estable en el período analizado, situándose el rendimiento real en el -0,4% a principios de junio, mientras que el rendimiento de la deuda pública a diez años indicia a la inflación disminuyó alrededor de 40 puntos básicos, con un rendimiento real de cero (véase gráfico 26). Reflejando los diferentes movimientos de los rendimientos nominales y reales a cinco y a diez años, las tasas de inflación implícitas a cinco años dentro de cinco años de la zona del euro disminuyeron alrededor de 25 puntos básicos, hasta situarse en el 2,1%, en el período analizado (véase gráfico 27). El tipo *swap* indicia a la inflación con el mismo horizonte temporal también se redujo 25 puntos básicos en el citado período, situándose alrededor del 2,1% a principios de junio. En general, teniendo en cuenta no solo la volatilidad de los mercados y las distorsiones existentes en un entorno de elevadas primas de liquidez, sino también las 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). Sin embargo, dado que los tipos a corto

plazo se mantuvieron prácticamente estables en el período analizado, la mayoría de los movimientos en la estructura temporal de los tipos *forward* se debieron a disminuciones de los rendimientos a medio y a largo plazo, que fueron de entre 50 y 80 puntos básicos entre principios de marzo y comienzos de junio.

En conjunto, entre principios de marzo y comienzos de junio, los diferenciales de los valores de renta fija privada con calificación de grado de inversión emitidos por las sociedades no financieras (en comparación con el índice Merrill Lynch EMU de deuda pública con calificación AAA) disminuyeron ligeramente en el caso de los emisores con calificación AAA, mientras que aumentaron en el caso de los emisores con calificación AA, A y BBB. En cuanto a los bonos emitidos por las instituciones financieras, los diferenciales se ampliaron para todas las categorías de calificación.

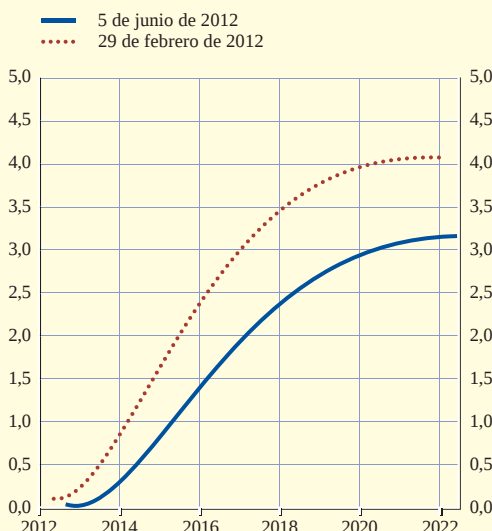
En la primera parte del período analizado, los diferenciales de los valores de renta fija disminuyeron en conjunto, tanto en el caso de los emitidos por instituciones financieras como en el de los emitidos por sociedades no financieras. La contracción de los diferenciales en este período prolongó la tendencia iniciada hacia principios de 2012 y es posible que fuera consecuencia del descenso general de la percepción del riesgo —como indica la notable caída del índice VIX—, de la reducción de las presiones de financiación de las instituciones financieras tras las dos OFPML a tres años del Eurosistema, llevadas a cabo en diciembre de 2011 y en febrero de 2012, y del canje de la deuda griega en la subasta del 9 de marzo. El estrechamiento de los diferenciales empezó a ser menos uniforme en abril. De hecho, en ese mes los diferenciales aumentaron alrededor de 10 puntos básicos en el caso de los emisores no financieros con calificación AAA y BBB y en torno a 10 y 60 puntos básicos, en el de los emisores financieros con calificación A y BBB, respectivamente, mientras que entre mayo y principios de junio, en línea con la intensificación de la incertidumbre global y el mayor coste asociado a la liquidez, los diferenciales se ampliaron para todas las categorías de calificación y sectores, en general entre 15 y 55 puntos básicos en el caso de los emisores no financiero y entre 15 y 180 puntos básicos en el de los emisores financieros.

2.5 MERCADOS DE RENTA VARIABLE

Entre el 1 de marzo y el 5 de junio de 2012, las cotizaciones bursátiles cayeron alrededor del 17% en la zona del euro y del 6,5% en Estados Unidos. Como en el caso del rendimiento de la deuda a largo plazo, el precio de las acciones de la zona del euro aumentó en la primera parte de marzo, debido a la publicación de datos positivos y a la mejora del clima de los mercados tras la segunda OFPML a tres años y la conclusión de la reestructuración de la deuda griega. Sin embargo, posteriormente,

Gráfico 28 Curvas de tipos *forward* a un día de 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 de la zona del euro con calificación crediticia AAA.

las cotizaciones de la zona siguieron una tendencia descendente, especialmente pronunciada en el sector financiero, con la publicación de datos que apuntaban a un deterioro de las perspectivas económicas a corto plazo y a la reaparición de preocupaciones en los ámbitos financiero y político. En Estados Unidos, el índice bursátil general también disminuyó a partir de mediados de marzo, contribuyendo el sector financiero y el no financiero en proporción bastante similar. La incertidumbre de los mercados bursátiles, medida por la volatilidad implícita, se acrecentó notablemente en las dos áreas económicas y actualmente se encuentra próxima a los niveles observados hacia mediados de diciembre de 2011.

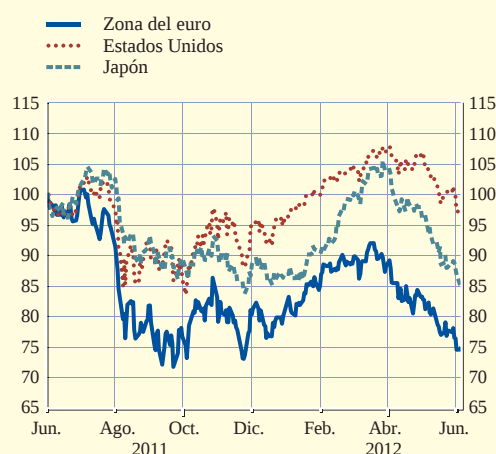
Entre el 1 de marzo y el 5 de junio de 2012, el índice bursátil general perdió alrededor del 17% en la zona del euro, mientras que el índice equivalente en Estados Unidos disminuyó un 6,5% (véase gráfico 29). En la zona del euro las cotizaciones del sector financiero registraron una acusada caída (-25%). En cambio, en Estados Unidos, los subíndices financiero y no financiero disminuyeron en torno al 7%, contribuyendo así en una medida bastante similar al descenso del índice bursátil general de Estados Unidos. En comparación, los índices generales cayeron alrededor del 11% en el Reino Unido y del 14% en Japón en los tres meses transcurridos hasta principios de junio. Las pérdidas que registraron los índices bursátiles en la zona del euro y en Estados Unidos se produjeron en un contexto caracterizado por un aumento de la percepción del riesgo, como indica la intensificación de la volatilidad implícita de las opciones sobre índices bursátiles (véase gráfico 21). Dicha mayor percepción del riesgo fue consecuencia de la revisión del crecimiento mundial, de la reaparición de tensiones políticas y financieras en la zona del euro y de la percepción de los mercados sobre la probabilidad de su propagación a los mercados financieros mundiales. En líneas generales, en los tres meses transcurridos hasta principios de junio la volatilidad implícita de los índices bursátiles se elevó 13 puntos porcentuales en la zona del euro y 7 puntos porcentuales en Estados Unidos, hasta situarse en el 32% y el 22%, respectivamente.

En la parte inicial del período analizado, las cotizaciones subieron en las dos áreas económicas, con un clima positivo favorecido por la disminución de la percepción de los mercados acerca de la probabilidad de eventos adversos extremos en la zona del euro y por la publicación de datos económicos que continuaron siendo positivos en Estados Unidos. En particular, el precio de las acciones en la zona del euro aumentó en torno al 4% entre el 29 de febrero —fecha de realización por parte del Eurosistema de la segunda OFPML a tres años— y el 19 de marzo, tras la conclusión de la reestructuración de la deuda griega.

En dicho período, en un entorno de aumento de la valoración de las acciones, la incertidumbre de los mercados bursátiles, medida por la volatilidad implícita, tendió a disminuir ligeramente en la zona del euro y en Estados Unidos, bajando a principios de abril hasta niveles no observados desde mayo de

Gráfico 29 Índices bursátiles

(índice: 1 de junio 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.

2011 (véase gráfico 30). Aunque dichos niveles de incertidumbre aún eran elevados en términos históricos, como consecuencia, entre otros factores, de la existencia de riesgos a la baja para el crecimiento mundial, así como de preocupaciones en torno a la evolución de la crisis de la deuda soberana de la zona del euro, se encontraban próximos a los valores registrados a principios de 2007, cuando las turbulencias del mercado de hipotecas *subprime* de Estados Unidos todavía no afectaban a los mercados financieros.

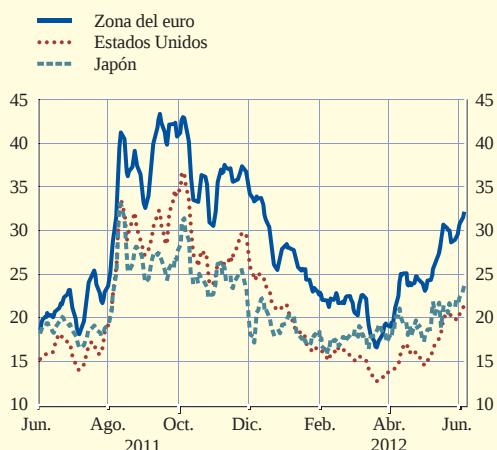
En la parte inicial del período analizado, los subíndices financieros de los mercados bursátiles de las dos áreas económicas adelantaron, en general, los movimientos de los índices generales respectivos. En concreto, estos subíndices registraron subidas mayores que los índices generales en las dos áreas hasta el 19 de marzo, aproximadamente, sobre todo como consecuencia de los resultados positivos de las pruebas de resistencia realizadas entre los bancos estadounidenses más importantes, el alivio de las tensiones en los mercados financieros y la publicación de datos económicos que señalaban que la recuperación económica continuaba en Estados Unidos.

A finales de marzo, las cotizaciones comenzaron a caer, inicialmente a un ritmo más rápido en la zona del euro que en Estados Unidos, y después más o menos a la misma velocidad en ambas áreas. De hecho, el precio de las acciones se contrajo alrededor de un 6,5% en la zona del euro en abril, mientras que la pérdida correspondiente en Estados Unidos fue solo del 0,5%, aproximadamente. Es posible que la diferente evolución de las cotizaciones en las dos áreas económicas en este período obedezca, entre otros factores, a la nueva inquietud en los mercados sobre la evolución de las finanzas públicas, a la incertidumbre política en algunos países de la zona del euro y a los efectos esperados de la revisión de la calificación de un gran número de entidades de crédito europeas por parte de una agencia de calificación crediticia. En esta parte del período analizado, el precio de las acciones descendió en la mayoría de los países de la zona, tanto en el sector financiero como en el no financiero, aunque el primero tendió a adelantar los movimientos del índice general, con una disminución de alrededor del 10%. En cambio, en Estados Unidos la evolución de los subíndices financiero y no financiero fue mucho más parecida, con caídas aproximadas del 1,5% y del 0,5%, respectivamente.

En mayo y a principios de junio, el retroceso de los índices bursátiles de las dos áreas económicas fue más uniforme (alrededor del -10% en la zona del euro y del -9% en Estados Unidos entre principios de mayo y el 5 de junio). En ese período las cotizaciones se vieron afectadas por nuevas señales de desaceleración de la actividad económica mundial y de pérdida de confianza, así como por un incremento de la percepción del riesgo de impago de la deuda soberana y de las empresas en la zona del euro, y sus posibles efectos en el mercado financiero mundial.

Gráfico 30 Volatilidad implícita de los mercados de renta variable

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



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	Tecnología	Telecomunicaciones	Agua, gas, electric.
Participación del sector en la capitalización bursátil (datos a fin de período)	100,0	10,6	6,8	18,5	7,9	18,5	6,4	14,6	4,8	5,4	6,6
Variación de los precios (datos a fin de período)											
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
I 2012	9,5	14,2	5,2	15,3	1,4	11,3	5,5	12,7	21,6	-5,0	1,3
Abril 2012	-5,7	-3,0	-5,0	-0,3	-6,3	-12,2	0,6	-4,1	-8,4	-8,8	-8,7
Mayo 2012	-8,2	-7,7	-6,0	-5,2	-7,9	-13,0	-1,9	-8,3	-7,7	-10,2	-10,7
29 feb. 12 – 05 jun. 12	-15,5	-14,9	-12,7	-7,7	-18,2	-24,7	1,8	-14,4	-15,9	-18,3	-19,5

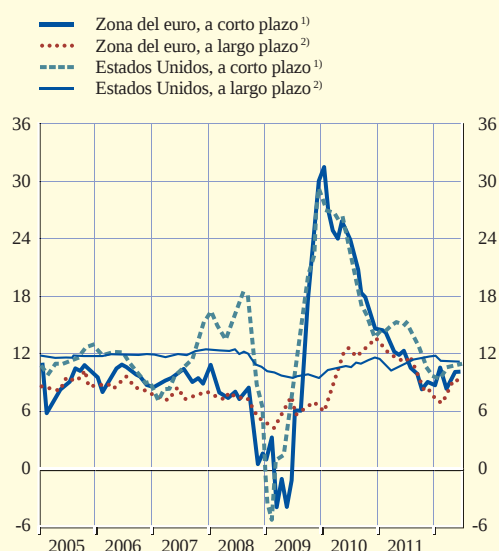
Fuentes: Thomson Reuters y cálculos del BCE.

Los subíndices sectoriales de los mercados de renta variable de la zona del euro registraron en conjunto un descenso generalizado en los tres meses transcurridos hasta el 5 de junio, aunque con algunas diferencias notables (véase cuadro 4). En relación con el índice general de la zona del euro, que cayó un 17 % en el período de referencia, las pérdidas fueron especialmente acusadas en los sectores financieros, de petróleo y gas, y de agua, gas y electricidad, donde las cotizaciones retrocedieron entre un 20 % y un 25 %. Por el contrario, en el sector industrial y en los sectores de bienes y servicios de consumo, las pérdidas estuvieron más o menos en consonancia con el retroceso del índice general. En Estados Unidos, donde el índice general cayó un 7 % en el período analizado, la evolución sectorial también fue negativa en líneas generales, aunque mucho más variada que en la zona del euro. Las pérdidas más importantes se registraron en los sectores de petróleo y gas y de materias primas, donde las valoraciones se redujeron un 18 % y un 15 %, respectivamente, mientras que las acciones del sector financiero descendieron un 8 % y las de los sectores de bienes y servicios de consumo solo perdieron un 4 % y un 2 %, respectivamente.

Los datos sobre beneficios de las empresas de la zona del euro que integran el índice Dow Jones EURO STOXX muestran que la tasa de crecimiento de los beneficios reales, calculados sobre los doce meses anteriores, continuó disminuyendo en el período analizado, desde el -7 %

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).

aproximadamente en marzo hasta el -10 % a finales de mayo. Al mismo tiempo, el crecimiento de los beneficios por acción previsto por los participantes en el mercado para los próximos doce meses se mantuvo prácticamente estable alrededor del 9 % entre marzo y mayo, mientras que, en el mismo período, el crecimiento esperado a largo plazo de dichos beneficios aumentó en torno a un punto porcentual, hasta situarse en el 9 % (véase gráfico 31).

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

Entre enero y abril de 2012, el coste real de la financiación de las sociedades no financieras de la zona del euro se redujo como consecuencia del descenso del coste de los valores de renta fija y de los tipos de interés de los préstamos a corto plazo. En cuanto a los flujos de financiación, el crecimiento interanual del crédito otorgado a este sector se moderó hasta situarse en el 0,3 % en el primer trimestre de 2012. Las débiles tasas de crecimiento de los préstamos se deben, en gran medida, a la fragilidad de la situación económica, al elevado riesgo de crédito y a la escasa demanda de préstamos. La emisión de valores de renta fija por parte de las sociedades no financieras aumentó nuevamente en el primer trimestre de 2012.

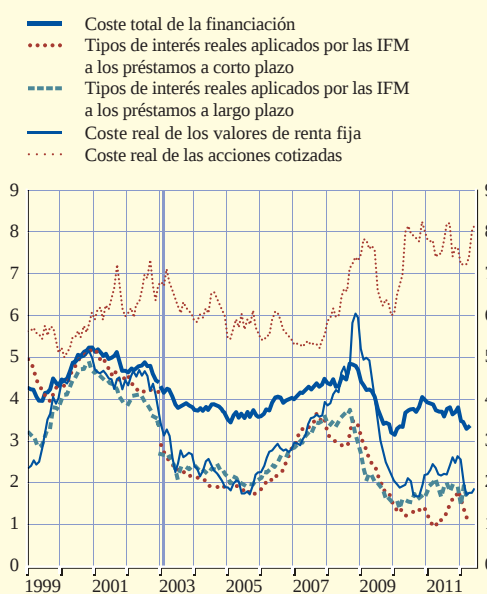
CONDICIONES DE FINANCIACIÓN

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 alrededor de 15 puntos básicos entre enero y abril de 2012, situándose en el 3,35 % en este último mes (véase gráfico 32).

La caída del coste total de la financiación se debió a la contracción especialmente acusada del coste real de los valores de renta fija y de los tipos de interés de los préstamos a corto plazo. El coste real de los valores de renta fija disminuyó unos 80 puntos básicos, hasta situarse en el 1,8 %, mientras que los tipos reales de los préstamos a corto plazo se redujeron 53 puntos básicos, situándose en el 1,1 %. En el período analizado, el coste real de las acciones cotizadas y los tipos de interés reales de los préstamos a largo plazo aumentaron en torno a 16 y 30 puntos básicos, respectivamente, hasta el 7 % y el 1,8 %. Los datos más recientes disponibles hasta finales de mayo indican que el coste real de las acciones cotizadas se incrementó significativamente, alrededor de 80 puntos básicos, debido a la caída de las cotizaciones, mientras que el coste real de los valores de renta fija se elevó unos 10 puntos básicos. Desde una perspectiva de más largo plazo,

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 abril de 2012 ¹⁾		
	I 2011	II 2011	III 2011	IV 2011	Mar 2012	Abr 2012	Ene 2011	Ene 2012	Mar 2012
Tipos de interés aplicados por las IFM									
Descubiertos en cuenta de las sociedades no financieras	4,01	4,27	4,40	4,47	4,40	4,25	25	-21	-15
Préstamos a las sociedades no financieras hasta un millón de euros									
A tipo flexible y hasta un año de fijación del tipo inicial	3,69	3,94	4,18	4,43	4,20	4,19	74	-19	-1
Más de cinco años de fijación del tipo inicial	4,19	4,39	4,19	4,17	4,21	4,21	35	1	0
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	2,63	2,92	2,91	3,16	2,52	2,54	9	-26	2
Más de cinco años de fijación del tipo inicial	3,84	3,29	3,69	3,74	3,46	3,54	-20	57	8
Pro memoria									
Tipo de interés a tres meses del mercado monetario	1,24	1,55	1,55	1,36	0,78	0,71	-36	-42	-7
Rendimiento de la deuda pública a dos años	2,91	3,61	5,47	10,98	1,66	1,62	-80	-1103	-4
Rendimiento de la deuda pública a siete años	3,19	2,89	1,96	2,08	1,90	1,80	-116	-18	-10

Fuente: BCE.

1) Pueden producirse discrepancias, debido al redondeo.

en abril de 2012, el coste real total de la financiación de las sociedades no financieras de la zona del euro continuó siendo bajo en términos históricos para todas las fuentes de financiación, con la excepción del coste real de las acciones.

En el período comprendido entre enero y abril 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, con la excepción de los tipos de interés a largo plazo de los préstamos por importe superior a un millón de euros (véase cuadro 5). Más concretamente, los tipos de interés a corto plazo se redujeron 26 puntos básicos en el caso de estos últimos préstamos y 19 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 aumentaron 57 puntos básicos, mientras que los tipos aplicados a los préstamos de hasta un millón de euros se mantuvieron prácticamente sin variación. El descenso de los tipos de interés a corto plazo de los préstamos concedidos a las sociedades no financieras refleja, en cierta medida, la transmisión retardada de los recortes 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 diferente evolución de los tipos de interés a corto y a largo plazo de los préstamos bancarios refleja la reciente reaparición de tensiones en los mercados financieros. Durante el período de referencia, los rendimientos de la deuda pública a siete años se redujeron 18 puntos básicos en la zona del euro en su conjunto, aunque con disparidades significativas entre países.

La volatilidad de los diferenciales entre los rendimientos de los valores de renta fija de las sociedades no financieras y los de la deuda pública se mantuvo en todas las categorías de calificación entre diciembre de 2011 y mayo de 2012. Los diferenciales de los valores de renta fija privada con calificación

crediticia intermedia y más baja cayeron en el período transcurrido hasta marzo de 2012, y los de los valores con alta calificación, en el período transcurrido hasta abril de 2012. Los diferenciales de los valores de renta fija privada de alta rentabilidad y con calificación BBB se estrecharon 257 y 85 puntos básicos, respectivamente, entre diciembre de 2011 y marzo de 2012, y los de los valores con calificación AA y A disminuyeron 49 y 40 puntos básicos, respectivamente, en el período transcurrido hasta abril de 2012 (véase gráfico 33). El estrechamiento de los diferenciales de los valores de renta fija privada fue consecuencia del clima positivo de los mercados, en especial tras las dos OFPML a tres años. Sin embargo, estos diferenciales volvieron a ampliarse recientemente en todas las categorías de calificación, reflejando las tensiones en los mercados financieros en un entorno de deterioro de las perspectivas económicas y de resurgimiento de preocupaciones en el ámbito político, pero sobre todo aumentaron en el caso de los valores con calificación BBB y de alta rentabilidad.

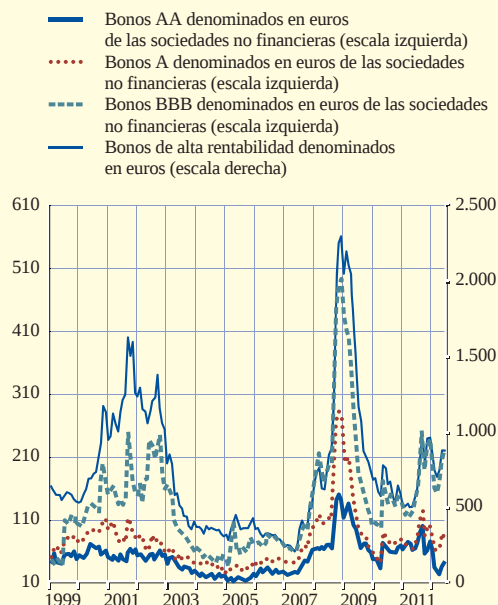
FLUJOS DE FINANCIACIÓN

Los indicadores de rentabilidad de las sociedades no financieras de la zona del euro apuntan a que esta siguió siendo positiva en el primer trimestre de 2012. 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 significativamente, desde aproximadamente el 34% de mayo del año pasado hasta el -6,3% de mayo de 2012. En febrero y en marzo de 2012 se registraron tasas de crecimiento negativas 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 a partir del cuarto trimestre de 2011. El descenso de la tasa de crecimiento del crédito de las IFM a este sector coincidió con un aumento de la emisión de valores distintos de acciones en ese mismo período (véase gráfico 35). El mayor dinamismo de la actividad emisora de las sociedades no financieras fue atribuible principalmente a la emisión de valores distintos de acciones a largo

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.

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

(tasas de variación interanual; datos mensuales)



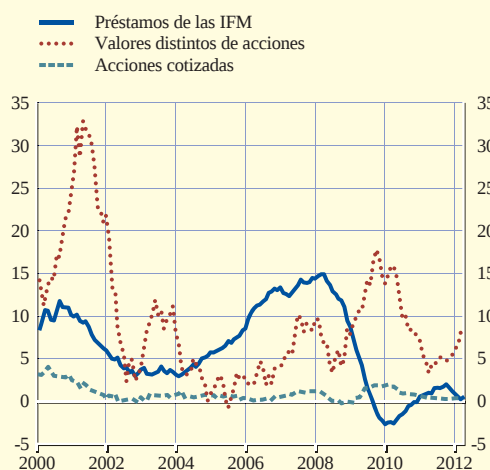
Fuentes: Thomson Reuters y cálculos del BCE.

plazo y a tipo de interés fijo, mientras que la contribución de la emisión de valores distintos de acciones a corto plazo fue 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 reducción del coste de dichas acciones. Según los datos facilitados por los participantes en el mercado, la actividad emisora en el primer trimestre de 2012 estuvo fundamentalmente relacionada con empresas de los sectores industrial y de automoción.

La tasa de crecimiento interanual del crédito bancario concedido a las sociedades no financieras cayó hasta el 0,3% en el primer trimestre de 2012 (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 del moderado descenso de la tasa de crecimiento interanual de los préstamos a largo plazo (más de cinco años). Las débiles tasas de crecimiento de los préstamos son atribuibles, en gran parte, a la atonía de la actividad económica y al riesgo de crédito asociado, aunque es posible que las restricciones en la oferta también estén influyendo.

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				
	2011 I	2011 II	2011 III	2011 IV	2012 I
Préstamos de IFM	0,9	1,6	1,7	1,2	0,3
Hasta un año	0,0	4,2	4,0	1,9	-0,4
De uno a cinco años	-2,3	-3,0	-3,0	-2,3	-2,9
Más de cinco años	2,4	2,0	2,3	2,1	1,6
Valores distintos de acciones	4,8	4,2	4,8	5,4	8,0
A corto plazo	-4,2	2,9	19,3	17,0	13,0
A largo plazo, de los cuales ¹⁾	5,7	4,4	3,4	4,4	7,5
A tipo fijo	7,3	5,4	4,3	5,0	8,0
A tipo variable	-1,0	-1,9	-3,8	-1,0	-0,9
Acciones cotizadas	0,5	0,4	0,3	0,3	0,4
Pro memoria²⁾					
Total financiación	2,2	2,5	2,6	2,3	-
Préstamos a sociedades no financieras	2,0	2,8	2,6	2,3	-
Reservas técnicas de seguro ³⁾	0,3	0,3	0,3	0,2	-

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.

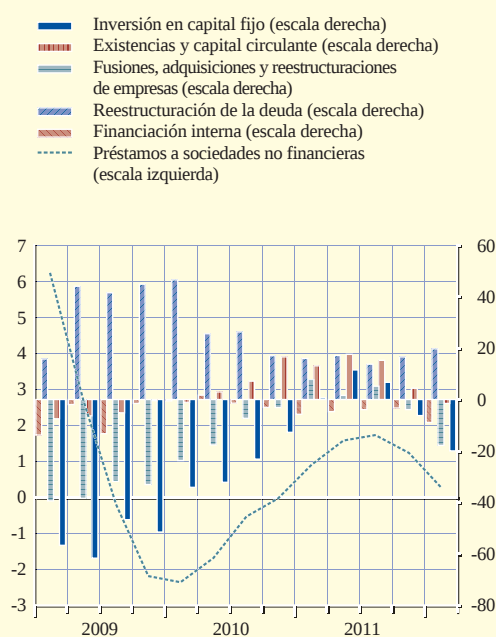
3) Incluye las reservas de los fondos de pensiones.

Los resultados de la encuesta sobre préstamos bancarios en la zona del euro correspondientes al primer trimestre de 2012 mostraron una contracción de la demanda de préstamos por parte de las sociedades no financieras, que retrocedió a un ritmo mucho más acelerado que en el trimestre anterior (véase gráfico 36). Este descenso estuvo impulsado principalmente por una caída de las necesidades de las empresas de financiar la inversión en capital fijo y, en menor medida, las fusiones y adquisiciones. También fue atribuible a la ligera reducción de las necesidades de financiación de las existencias y del capital circulante, así como a la mayor disponibilidad de financiación interna, que contribuyó moderadamente al citado descenso. Según las entidades, la caída de la demanda neta de préstamos afectó más o menos por igual a las pequeñas y medianas empresas y a las grandes empresas. Al mismo tiempo, el endurecimiento neto de los criterios de aprobación de los préstamos a las sociedades no financieras disminuyó sustancialmente en el primer trimestre de 2012, pues las presiones sobre los costes de financiación y los problemas de disponibilidad de fondos se redujeron, en especial en relación con el acceso a la financiación por parte de las entidades de crédito y su situación de liquidez. De cara al futuro, las entidades esperan una nueva disminución del endurecimiento neto de los citados criterios y un aumento de la demanda de préstamos por parte de las empresas.

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 cuarto 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 $-1,3\%$ y se mantuvo en niveles

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)

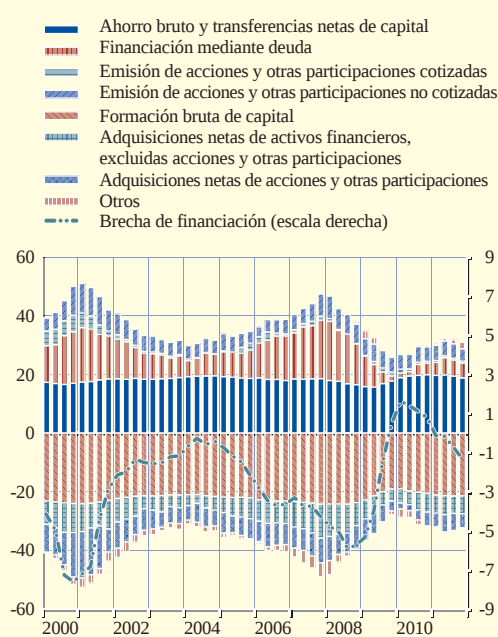


Fuente: BCE.

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.

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 compensadas 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.

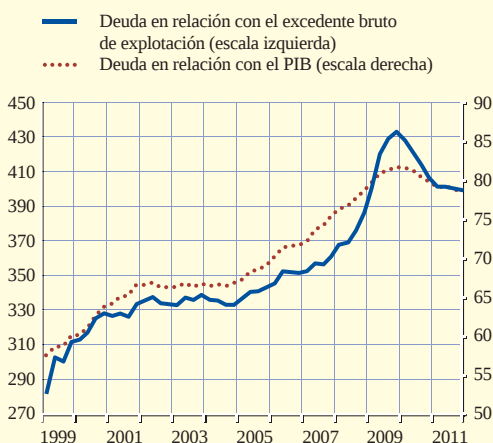
relativamente reducidos en términos históricos, pese a las señales de normalización observadas en los trimestres anteriores, ya que la formación de capital fue relativamente baja y los fondos generados internamente fueron significativos. Si se considera el detalle de los componentes del ahorro, la financiación y la inversión de las empresas de la zona del euro, parece que su inversión real (formación bruta de capital fijo) continuó financiándose principalmente con fondos internos, dada la coyuntura.

POSICIÓN FINANCIERA

Según las estadísticas de las cuentas de la zona del euro, el endeudamiento de las sociedades no financieras continuó disminuyendo en el cuarto trimestre de 2011, tanto en términos de la deuda en relación con el PIB, que cayó hasta el 78 %, como en términos de la deuda en relación con el excedente bruto de explotación, que disminuyó hasta situarse justo por debajo del 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 en el período transcurrido hasta el tercer trimestre de 2011 (véase gráfico 39). Después de estabilizarse, 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 a largo plazo.

Gráfico 38 Ratios de deuda del sector de sociedades no financieras

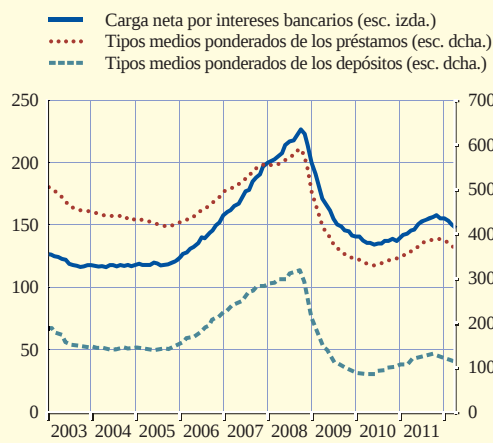
(porcentajes)



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 primer trimestre y en abril de 2012 se caracterizaron por una disminución de la mayoría de los tipos de interés de los préstamos bancarios concedidos a este sector. Además, según la encuesta sobre préstamos bancarios de abril de 2012, las entidades redujeron el endurecimiento neto 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, ajustados de ventas y titulizaciones, volvió a disminuir gradualmente en el primer cuatrimestre 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 bruta disponible de este sector básicamente no variaron en el primer trimestre de 2012.

CONDICIONES DE FINANCIACIÓN

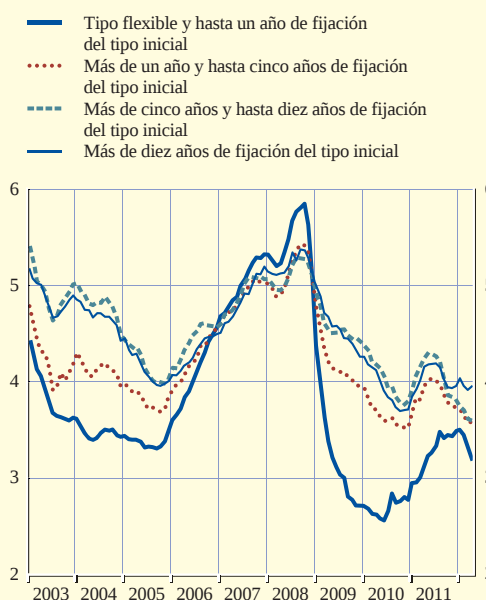
Los costes de financiación del sector hogares de la zona del euro disminuyeron ligeramente en el primer trimestre y en abril de 2012, sobre todo debido a la reducción de los tipos de interés aplicados por las IFM a los nuevos préstamos para adquisición de vivienda, mientras que los correspondientes a otros préstamos solo descendieron de manera marginal. En cambio, los tipos de interés de los nuevos créditos al consumo otorgados por las IFM se incrementaron levemente. En conjunto, los datos más recientes indican que los tipos de interés de los nuevos préstamos a los hogares se han beneficiado de las medidas de inyección de liquidez del Eurosistema, especialmente las OFPML a tres años efectuadas en diciembre de 2011 y en febrero de 2012, que permitieron a las entidades de crédito asegurarse la financiación a medio plazo a un coste reducido.

En cuanto al detalle de los nuevos préstamos a hogares según su finalidad, en el primer trimestre de 2012 los tipos de interés de los préstamos para adquisición de vivienda disminuyeron en todas las categorías principales: desde los préstamos a tipo flexible o hasta un año de fijación del tipo inicial hasta los préstamos de más de un año y hasta cinco años y de más de cinco años de fijación del tipo inicial (véase gráfico 40). Estos descensos fueron especialmente marcados entre febrero y abril, en parte debido a la transmisión de la reducción de los costes de financiación totales de las entidades de crédito (es decir, la financiación mediante depósitos y valores distintos de acciones) a partir de diciembre de 2011. Aunque la caída de los tipos de interés de los nuevos préstamos para adquisición de vivienda se observó en la mayoría de los países de la zona del euro, especialmente entre febrero y abril, siguió existiendo una disparidad considerable entre países.

Por lo que respecta a los tipos de interés de los nuevos créditos al consumo concedidos a los hogares en el primer trimestre de 2012, los aumentos registrados fueron algo más acusados en el caso de los préstamos de más de cinco años de fijación del tipo inicial que en el de los préstamos a tipo flexible o hasta un año de fijación del tipo inicial, mientras que los tipos de interés de los préstamos de más de un año y hasta cinco años de fijación del tipo inicial se mantuvieron prácticamente estables. Al mismo tiempo, la proporción de préstamos de más de cinco años de fijación del tipo inicial aumentó a costa de los préstamos a tipo flexible o hasta un año de fijación del tipo inicial, lo que sugiere que una parte significativa de la variación de la composición del crédito al consumo puede haber estado impulsada por la demanda. Los tipos de interés de otros préstamos otorgados a los hogares se redujeron ligeramente en el caso de los préstamos a tipo flexible o hasta un año de fijación del tipo inicial, mientras que

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.

permanecieron bastante estables en el caso de los préstamos de más de un año y hasta cinco años y de más de cinco años de fijación del tipo inicial.

Los resultados de la encuesta sobre préstamos bancarios de abril de 2012 muestran que las entidades de crédito de la zona del euro redujeron el endurecimiento neto de los criterios de aprobación de los préstamos a hogares en el primer trimestre de 2012. Las entidades señalaron que la disminución de las presiones procedentes del incremento del coste de la financiación en los mercados y de los problemas de disponibilidad de fondos —que, en cierta medida, puede deberse al impacto positivo de las dos OFPML a tres años sobre las condiciones de financiación de las entidades— fue el principal factor determinante de esta reducción del endurecimiento neto. Otros factores fueron la mejora de las expectativas de las entidades relativas a la actividad económica en general y de las perspectivas relativas al mercado de la vivienda. Sin embargo, la disminución del endurecimiento neto de los criterios de aprobación del crédito se tradujo solo en una ligera moderación del endurecimiento neto de las condiciones relativas al precio.

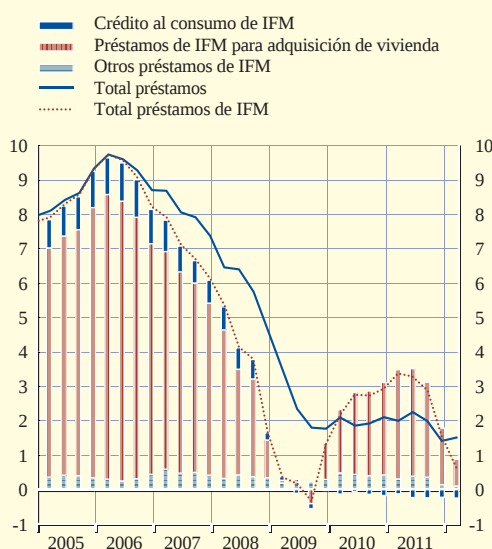
FLUJOS DE FINANCIACIÓN

El total de préstamos concedidos a los hogares de la zona del euro disminuyó nuevamente en el cuarto 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 débil en los sectores de IFM y de instituciones distintas de IFM. En consecuencia, la tasa de crecimiento interanual del total de préstamos otorgados a este sector disminuyó hasta situarse en el 1,4%, frente al 2% del tercer trimestre. La tasa de crecimiento interanual del total de préstamos concedidos por las IFM a los hogares (sin ajustar de ventas y titulizaciones) cayó hasta el 1,6% en el cuarto trimestre, desde el 3% del trimestre precedente. 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 octubre, reflejando la creación de activos de garantía admitidos en las operaciones del Eurosistema. Así pues, la tasa de crecimiento interanual de los préstamos concedidos por instituciones distintas de IFM a los hogares aumentó hasta el 0,6%, desde el -2,9% del trimestre anterior. Las estimaciones para el primer trimestre de 2012 apuntan a que la tasa de crecimiento interanual del total de préstamos otorgados a este sector se estabilizó en niveles bajos (véase gráfico 41).

Si se consideran los datos de las IFM disponibles para el primer trimestre y abril de 2012 se observa que el crecimiento interanual de los préstamos a hogares ha seguido debilitándose 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 0,5% en abril de 2012, frente al 1,6% de diciembre de 2011, reflejando una moderación gradual de los flujos mensuales de préstamos a hogares. Dado que las operaciones de venta

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 primer trimestre de 2012 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.

y titulización de préstamos fueron limitadas en el primer cuatrimestre de 2012, se observa también una disminución —aunque menor— de la tasa de crecimiento interanual de los préstamos de las IFM a los hogares ajustada por el impacto de las ventas y titulizaciones. En abril de 2012, dicha tasa ajustada se situó en el 1,5% (para más detalles, véase la sección 2.1), frente al 1,9% de diciembre de 2011. Al mismo tiempo, la evolución de los préstamos en la zona del euro ha seguido caracterizándose por una disparidad significativa entre países en los últimos meses.

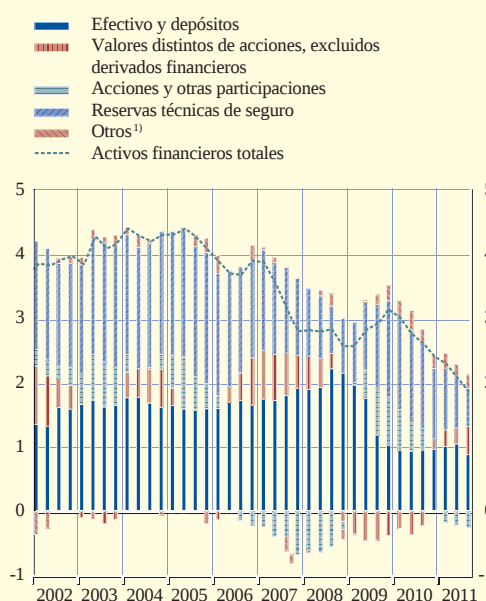
La tasa de crecimiento interanual de los préstamos para adquisición de vivienda concedidos por las IFM a los hogares, ajustados de ventas y titulizaciones, volvió a caer gradualmente, manteniendo la tendencia observada desde mediados de 2011, y se situó en el 2,4% en abril de 2012, frente al 2,8% de diciembre de 2011. Esta evolución fue atribuible a los reducidos flujos mensuales (ajustados) que volvieron a registrar los préstamos hipotecarios en los últimos meses, aunque en marzo y abril se apreciaron algunas señales de aumento con respecto a los niveles observados a partir de mediados de 2011. Sin embargo, estos préstamos siguieron representando la mayor parte del crédito otorgado por las IFM a los hogares. El crédito al consumo y otros préstamos otorgados a los hogares también contribuyeron a debilitar el total de préstamos de las IFM a los hogares. De hecho, especialmente entre febrero y abril, se registraron salidas mensuales en ambas categorías. Por tanto, la tasa de crecimiento interanual de estas dos categorías volvió a disminuir gradualmente, situándose la del crédito al consumo en el -2,4% en abril (frente al -1,8% de diciembre), y la de otros préstamos, en el 0,5% en el mismo mes (frente al 0,9% de diciembre).

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 abril de 2012 puso de manifiesto una fuerte contracción adicional de la demanda neta de todas las categorías de préstamo en el primer trimestre de 2012. El constante deterioro de las perspectivas relativas al mercado de la vivienda y de la confianza de los consumidores fueron los principales factores determinantes del descenso de la demanda de préstamos para adquisición de vivienda, mientras que los encuestados indicaron que el menor gasto de los hogares en bienes de consumo duradero, el mayor ahorro y la disminución de la confianza de los consumidores habían reducido el crédito al consumo. Esta valoración queda corroborada por la evolución de los indicadores de confianza de los consumidores. A pesar de las señales de una recuperación moderada en el primer trimestre de 2012, estas apuntan a un nuevo retroceso en abril y sugieren que la confianza sigue en niveles bajos. De cara al futuro, las entidades esperan que la demanda neta de préstamos para adquisición de vivienda y de crédito al consumo vuelva a contraerse en el segundo trimestre de 2012, aunque en un grado significativamente menor.

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 1,9% en el cuarto trimestre de 2011 (frente al 2,1% del trimestre anterior),

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.

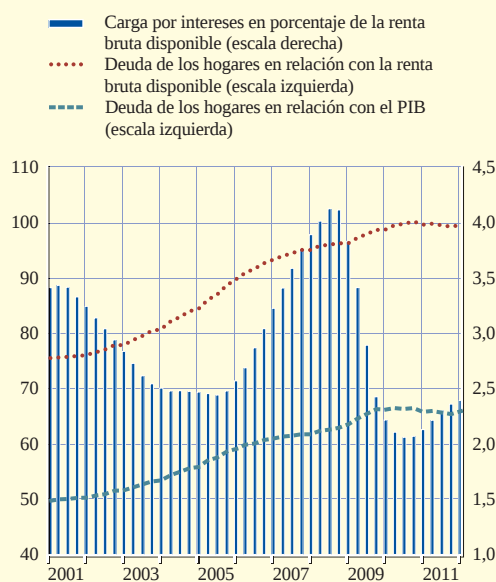
continuando con la tendencia a la baja observada desde mediados de 2010 (véase gráfico 42). Esta moderación fue atribuible en gran medida a la menor contribución del efectivo y depósitos y de las reservas técnicas de seguro. En cambio, la aportación de los valores distintos de acciones (excluidos derivados financieros) aumentó ligeramente, mientras que la de acciones y otras participaciones se mantuvo casi sin variación (y, por tanto, en niveles negativos). Esta evolución puede ser reflejo, en parte, de los intentos de los hogares por desplazar sus fondos hacia otros activos mejor remunerados, así como de su reticencia a mantener activos de riesgo ante la persistencia de la incertidumbre económica y financiera.

POSICIÓN FINANCIERA

Se estima que la deuda en relación con la renta bruta disponible nominal de los hogares se situó en el 99,7% en el primer trimestre de 2012 (véase gráfico 43), prácticamente sin variación desde mediados de 2010, ya que la renta disponible y el endeudamiento total de este sector solo registraron cambios menores. Según las estimaciones, la carga por intereses de los hogares permaneció casi inalterada en el 2,4% de la renta disponible en el primer trimestre de 2012, tras aumentar levemente en los tres trimestres precedentes, como consecuencia de los citados cambios menores en la renta disponible y en el endeudamiento total de los hogares, y de una disminución marginal de los tipos de interés. Por tanto, 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 se incrementó ligeramente en el trimestre de referencia, situándose en el 65,9%, frente al 65,4% 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 2,4% en mayo de 2012, frente al 2,6% del mes anterior. Es probable que la inflación se mantenga por encima del 2% durante el resto del año, debido principalmente a la evolución de los precios de la energía y de los impuestos indirectos. Sin embargo, tomando como base los precios actuales de los futuros sobre materias primas, las tasas de inflación interanual deberían descender hasta situarse de nuevo por debajo del 2% a principios de 2013. De cara al futuro, en un entorno de crecimiento moderado en la zona del euro y de expectativas de inflación a largo plazo firmemente ancladas, las presiones subyacentes sobre los precios deberían continuar siendo moderadas. Las proyecciones macroeconómicas de junio de 2012 elaboradas por los expertos del Eurosistema para la zona del euro sitúan la inflación interanual medida por el IAPC en un intervalo comprendido entre el 2,3% y el 2,5% en 2012, y entre el 1% y el 2,2% en 2013. En comparación con las proyecciones macroeconómicas de marzo de 2012 elaboradas por los expertos del BCE, los intervalos de las proyecciones para 2012 y 2013 se han estrechado. Los riesgos para las perspectivas de evolución de los precios a medio plazo siguen estando, en general, equilibrados. Los riesgos al alza proceden de nuevos incrementos de los impuestos indirectos, dada la necesidad de saneamiento presupuestario, y de unos niveles de precios de las materias primas mayores de lo previsto a medio plazo. Los principales riesgos a la baja están relacionados con el impacto de un crecimiento más débil de lo esperado en la zona del euro.

3.1 PRECIOS DE CONSUMO

Según el avance de Eurostat, la inflación medida por el IAPC disminuyó desde el 2,6% registrado en abril de 2012 hasta el 2,4% de mayo, su nivel más bajo desde marzo de 2011 (véase cuadro 7). Desde finales de 2010, la tasa de inflación interanual se ha mantenido claramente por encima del 2%, debido principalmente al fuerte crecimiento de los precios de la energía y de los alimentos, así como a incrementos pronunciados de los impuestos indirectos y de los precios administrados en algunas economías de la zona del euro. En los primeros cuatro meses del año, los precios de la energía fueron impulsados al alza por las subidas de los precios del petróleo y de los impuestos especiales sobre los combustibles en algunos países, así como por los efectos de la anterior depreciación del euro.

En abril de 2012, el último mes para el que se dispone de una desagregación oficial del IAPC (véase gráfico 44), la tasa de variación interanual del componente energético disminuyó hasta el 8,1%, desde

Cuadro 7 Evolución de los precios

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

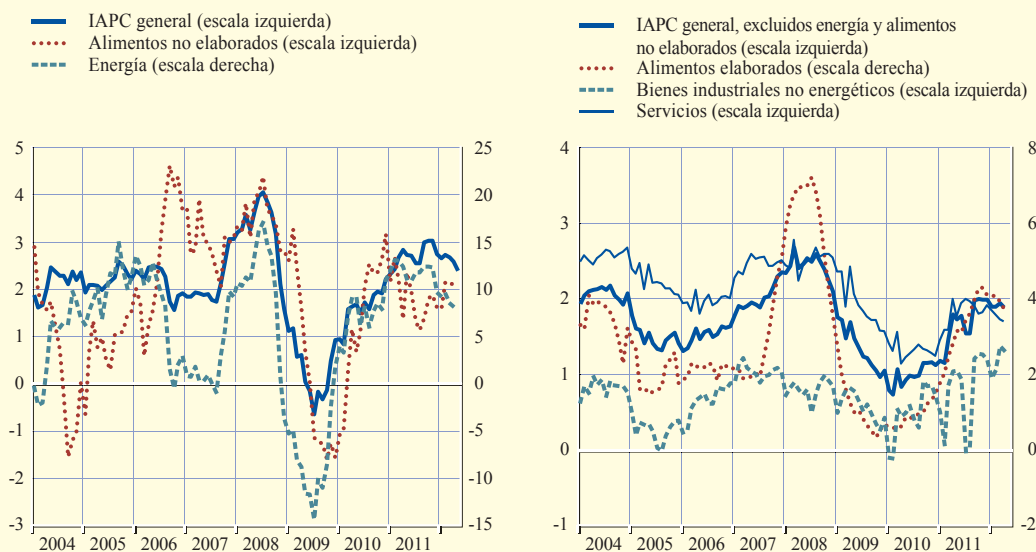
	2010	2011	2011 Dic	2012 Ene	2012 Feb	2012 Mar	2012 Abr	2012 May
IAPC y sus componentes								
Índice general ¹⁾	1,6	2,7	2,7	2,7	2,7	2,7	2,6	2,4
Energía	7,4	11,9	9,7	9,2	9,5	8,5	8,1	.
Alimentos no elaborados	1,3	1,8	1,6	1,6	2,2	2,2	2,1	.
Alimentos elaborados	0,9	3,3	4,1	4,1	4,1	3,9	3,7	.
Bienes industriales no energéticos	0,5	0,8	1,2	0,9	1,0	1,4	1,3	.
Servicios	1,4	1,8	1,9	1,9	1,8	1,8	1,7	.
Otros indicadores de precios								
Precios industriales	2,9	5,9	4,3	3,9	3,7	3,5	2,6	.
Precios del petróleo (euros por barril)	60,7	79,7	81,7	86,2	89,7	94,2	91,4	86,0
Precios de las materias primas no energéticas	44,6	12,2	-6,7	-4,6	-7,5	-5,2	-3,8	-0,2

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

1) La inflación medida por el IAPC de mayo de 2012 corresponde al avance de Eurostat.

Gráfico 44 Desagregación del IAPC por principales componentes

(tasas de variación interanual; datos mensuales)



Fuente: Eurostat.

el 8,5% registrado en marzo, continuando la tendencia a la baja que había comenzado en diciembre de 2011, cuando descendió hasta el 9,7% desde las tasas de crecimiento de dos dígitos observadas en los 12 meses anteriores. Contrariamente a las expectativas, los precios del crudo expresados en euros aumentaron nuevamente a principios de 2012, hasta alcanzar, en promedio, un máximo de 94,2 euros por barril en marzo. Por tanto, la tasa de variación interanual de los precios de la energía se mantuvo justo por debajo del 10% en enero y febrero de 2012, lo que refleja fuertes aumentos intermensuales, que fueron contrarrestados, en parte, por los efectos de base a la baja procedentes de las subidas de los precios de la energía a comienzos de 2011. Los nuevos descensos de la tasa de variación interanual de los precios de la energía en marzo y abril se debieron a efectos de base a la baja bastante pronunciados, que compensaron con creces el aumento intermensual de los precios de la energía. En particular, la tasa de crecimiento interanual de los precios de los combustibles líquidos, de los combustibles y lubricantes para vehículos privados y del gas disminuyó en abril, mientras que la tasa de los precios de la electricidad se incrementó.

La tasa de variación interanual del componente de alimentos del IAPC aumentó de forma constante durante 2011, hasta superar el 3% en septiembre. En abril de 2012 fue del 3,1%, frente al 3,3% de febrero y marzo. 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, los aceites y las grasas y, en especial, el café y el té. La evolución reciente de los precios de las materias primas alimenticias en el mercado interior de la UE sugiere que el impacto de la perturbación en los precios de los alimentos disminuyó a principios de 2012. Esto debería reducir las presiones latentes sobre la cadena de producción a corto plazo. Asimismo, la tasa de variación interanual de los precios industriales de los alimentos descendió hasta situarse en el 2,8% en abril, frente al valor máximo del 8,1% registrado en abril y en mayo de 2011.

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 se situó en el 1,6 % en abril de 2012 y ha oscilado en torno a este nivel desde septiembre 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. Desde 2011, las tasas de inflación interanual de estos dos componentes se han visto afectadas por las subidas del impuesto sobre el valor añadido (IVA) en varios países de la zona del euro. No obstante, la evolución de estos dos componentes 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 anterior depreciación del tipo de cambio y de las subidas de los precios de las materias primas, así como del impacto 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 como resultado de la introducción de las nuevas normas sobre el tratamiento de los productos de temporada en el IAPC. En los primeros dos meses de 2012, la tasa de variación interanual de los precios de los bienes industriales no energéticos osciló en torno al 1 %. No obstante, una vez finalizadas las rebajas de invierno, volvió a aumentar hasta situarse en el 1,4 % en marzo y en el 1,3 % en abril.

Tras registrar una evolución más débil en 2010, la inflación de los precios de los servicios aumentó notablemente en los primeros meses de 2011. A partir de abril de ese año, se estabilizó alrededor del 1,9 % hasta principios de 2012. En abril de 2012, la inflación de los precios de los servicios descendió hasta el 1,7 %, su nivel más bajo desde marzo de 2011. Este descenso se debe a las tasas de variación interanual más bajas de los servicios de comunicación, transporte y servicios diversos, que compensaron con creces las subidas de los precios de los servicios recreativos y personales.

3.2 PRECIOS INDUSTRIALES

Las presiones sobre la cadena de producción aumentaron de forma constante desde el mínimo registrado en el verano de 2009 hasta hace poco, debido, principalmente, a la 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. Desde entonces, la tasa de variación interanual de estos precios ha disminuido, 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 2,6 % en abril de 2012, desde el 3,5 % registrado en marzo. Este descenso se debió tanto a efectos de base a la baja como a las moderadas tasas de variación intermensual de los componentes de energía, bienes intermedios y bienes de consumo no alimenticio. Durante el mismo período, la inflación de los precios industriales, excluidas la construcción y la energía, retrocedió hasta el 1,3 %, desde el 1,6 %.

Si nos centramos en las fases posteriores de la cadena de producción, la tasa de variación interanual de los precios de consumo de los alimentos ha mostrado una tendencia a la baja gradual desde la segunda mitad de 2011, cayendo nuevamente desde el 3,6 % registrado en marzo de 2012 hasta el 3,2 % de abril. Se esperan nuevos descensos a corto plazo como respuesta retardada a las constantes caídas observadas en los precios de las materias primas alimenticias en la UE. La tasa de variación interanual del componente de bienes de consumo no alimenticio también retrocedió en abril, hasta el 1 %, desde el 1,4 % del

Gráfico 45 Desagregación de los precios industriales

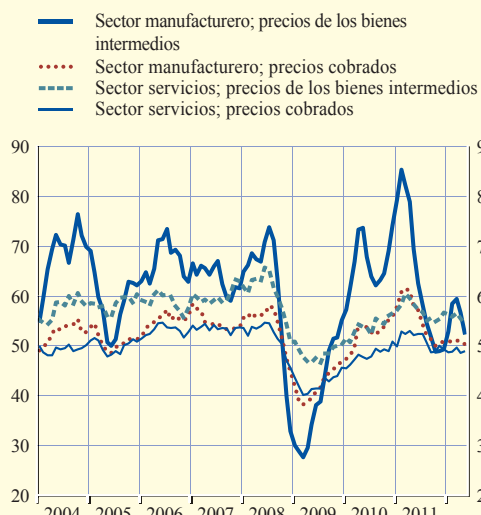
(tasas de variación interanual; datos mensuales)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

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.

mes anterior, continuando así su descenso con respecto a los niveles históricamente elevados alcanzados a finales de 2011. Esta disminución, unida a la observada en la inflación de los precios de importación, apunta a cierta relajación de las presiones latentes sobre el componente de bienes industriales no energéticos del IAPC.

Los indicadores basados en las encuestas de precios de venta en la industria, que anticipan la evolución del IPRI, disminuyeron nuevamente en mayo de 2012 (véase gráfico 46). Los datos de las encuestas de la Comisión Europea sobre las expectativas de precios de venta se han moderado, debido al retroceso de las expectativas en la rama de bienes intermedios. Por lo que se refiere al índice de directores de compras (PMI), el índice de precios de producción del sector manufacturero disminuyó ligeramente, de 50,5 en abril de 2012 a 50,4 en mayo, mientras que el índice de precios de bienes intermedios registró un descenso más pronunciado, de 56,7 en abril a 52,3 en mayo, en consonancia con las caídas recientes de los precios de las materias primas. Durante el mismo período, en el sector servicios, el índice de precios de bienes intermedios continuó su tendencia a la baja, mientras que el índice de precios de producción aumentó ligeramente, aunque, no obstante, se mantuvo por debajo del umbral de 50.

3.3 INDICADORES DE COSTES LABORALES

Como consecuencia de la mejora de las condiciones del mercado de trabajo, los indicadores de costes laborales de la zona del euro aumentaron gradualmente en los primeros meses de 2011 (véanse cuadro 8 y gráfico 47). Posteriormente se estabilizaron en un nivel algo más elevado que en 2010.

Cuadro 8 Indicadores de costes laborales

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

	2010	2011	2011 I	2011 II	2011 III	2011 IV	2012 I
Salarios negociados	1,7	2,0	2,0	1,9	2,1	2,0	1,9
Costes laborales por hora	1,5	2,8	2,5	3,3	2,6	2,8	.
Remuneración por asalariado	1,6	2,3	2,2	2,3	2,3	2,2	.
<i>Pro memoria:</i>							
Productividad del trabajo	2,5	1,3	2,2	1,3	1,1	0,9	.
Costes laborales unitarios	-0,9	0,9	0,0	1,0	1,2	1,3	.

Fuentes: Eurostat, datos nacionales y cálculos del BCE.

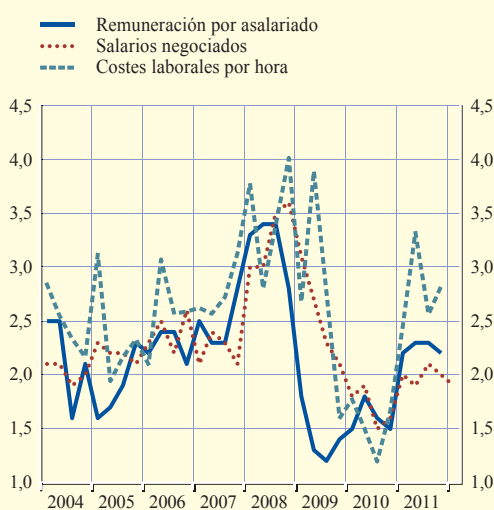
Los salarios negociados de la zona del euro —el único indicador disponible para el primer trimestre de 2012— crecieron un 2%, en tasa interanual, en marzo de 2012, en comparación con el 2,1% observado en febrero. Si se considera la evolución trimestral, los salarios negociados aumentaron un 1,9% en el primer trimestre de 2012, en comparación con el 2% registrado en el cuarto trimestre de 2011. Estos datos implican una estabilización general después de la aceleración experimentada hasta septiembre de 2011.

También otros indicadores salariales mostraron algunos signos de estabilización hacia finales de 2011. El crecimiento de la remuneración por asalariado se situó en el 2,2%, en términos interanuales, en el cuarto trimestre del año, prácticamente sin variación con respecto a los tres trimestres anteriores. 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 tercer trimestre. Esto se debió, principalmente, a la disminución de la tasa de crecimiento interanual de la productividad del trabajo, desde el 1,1% del tercer trimestre hasta el 0,9% del cuarto trimestre, como consecuencia del menor crecimiento del producto. La tasa de crecimiento interanual de los costes laborales por hora aumentó hasta el 2,8% en el cuarto trimestre, en comparación con el 2,6% del trimestre anterior, lo que fue reflejo, principalmente, de la evolución de la industria y de la construcción (véase gráfico 48). 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.

Desde 1999, varios países de la zona del euro han experimentado pérdidas sustanciales de competitividad. Estas pérdidas de competitividad en términos de precios y costes relativos quedan reflejados, entre otras variables, en las tasas de inflación medida por el IAPC o en las tasas de crecimiento de los costes laborales unitarios que se han mantenido persistentemente por encima de la media de la zona del euro. En el recuadro 5 se examina la evolución de la competitividad en términos de precios y costes en la zona del euro y sus implicaciones.

Gráfico 47 Indicadores de costes laborales

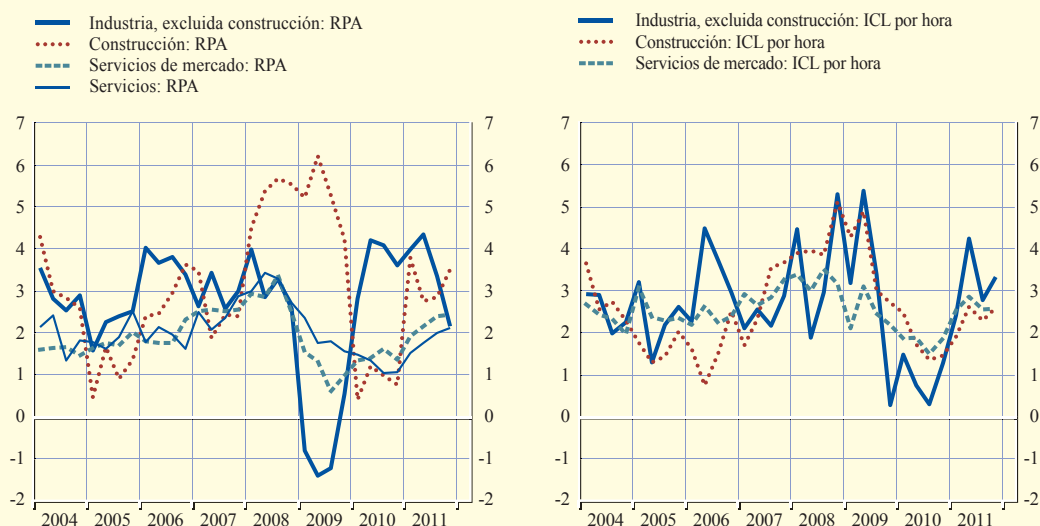
(tasas de variación interanual; datos trimestrales)



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 5

REEQUILIBRIO DE LA COMPETITIVIDAD EN LA ZONA DEL EURO E IMPLICACIONES PARA LA INFLACIÓN

Necesidad de reequilibrar la competitividad

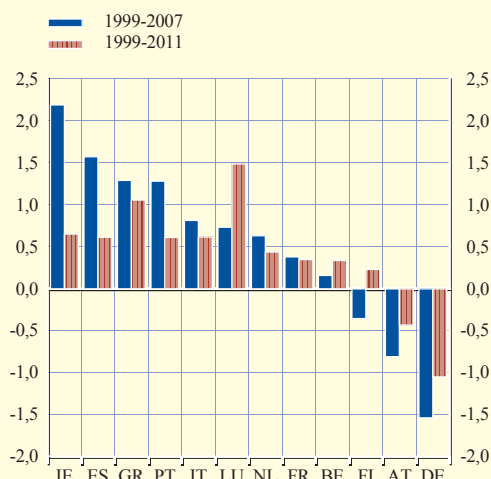
Desde 1999 se han observado pérdidas sustanciales de competitividad en términos de precios y costes en varios países de la zona del euro¹, pérdidas que se reflejan, por ejemplo, en las tasas de inflación medidas por el IAPC o en las tasas de crecimiento de los costes laborales unitarios, que se han situado persistentemente por encima de la media de la zona del euro (véanse gráficos A y B). Esos aumentos de los precios y de los costes por encima de la media pueden atribuirse, en parte, al proceso normal de convergencia real y nominal provocado por las diferencias en los niveles de desarrollo económico existentes al inicio de la tercera fase de la UEM². No obstante, en varios países de la zona del euro, esos aumentos reflejan pérdidas de competitividad que estuvieron, y siguen estando, asociadas a los excesos nominales impulsados, por ejemplo, por un crecimiento salarial que se ha desviado, de forma

1 Este recuadro se refiere, principalmente, a los doce Estados miembros de la UE que formaban parte de la zona del euro en 2001, es decir, Bélgica, Alemania, Irlanda, Grecia, España, Francia, Italia, Luxemburgo, Países Bajos, Austria, Portugal y Finlandia. No se incluyen los Estados miembros que se han incorporado a la zona del euro más recientemente, ya que los aspectos de convergencia real y nominal desempeñan un papel importante a la hora de explicar los diferenciales de inflación en esos países.

2 Los trabajos empíricos que han tratado de cuantificar los efectos de la convergencia (en forma de efectos Balassa-Samuelson) no han podido encontrar evidencia concluyente al respecto tras el inicio de la tercera fase de la UEM. En estudios anteriores sobre el efecto Balassa-Samuelson en la zona del euro (por ejemplo, B. Hofmann y H. Remsperger, «Inflation differentials among the euro area countries: potential causes and consequences», artículo presentado en la reunión anual de la ASSA 2005 y M. Katsimi: «Inflation divergence in the euro area: the Balassa-Samuelson effect», *Applied Economics Letters* (vol. 11, n.º 5, pp. 329-332), no se encontró ninguna contribución significativa de la convergencia de los países en términos de precios a las tasas de inflación nacionales en la tercera fase de la UEM. En M. Wagner (2005), «The Balassa-Samuelson-effect in East and West, differences and similarities», *Economic Series*, n.º 180, Institute for Advanced Studies, Viena, se presentan algunos de estos efectos en un grupo de países de la zona del euro entre 1999 y 2001.

Gráfico A Aumento medio interanual de los costes laborales unitarios en relación con la media de la zona del euro

(puntos porcentuales)

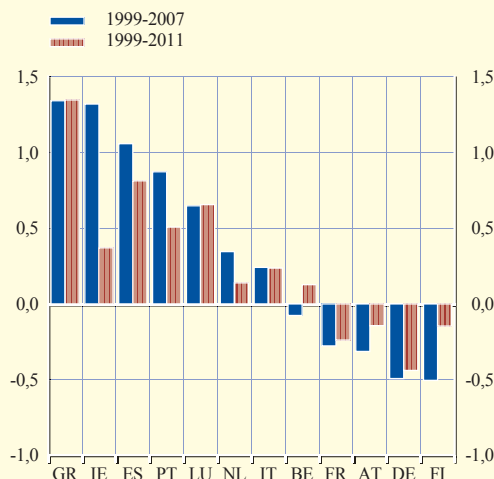


Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Notas: Los países se agrupan en orden descendente en el periodo 1999-2007. Los datos de Grecia solo abarcan los periodos 2001-2007 y 2001-2011. El gráfico solo incluye los 12 Estados miembros de la UE que se habían incorporado a la zona del euro en 2001.

Gráfico B Diferenciales medios de la inflación interanual medida por el IAPC en relación con la media de la zona del euro

(puntos porcentuales)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Notas: Los países se agrupan en orden descendente en el periodo 1999-2007. Los datos de Grecia solo abarcan los periodos 2001-2007 y 2001-2011. El gráfico solo incluye los 12 Estados miembros de la UE que se habían incorporado a la zona del euro en 2001.

persistente, de las ganancias de productividad, o por aumentos de la deuda del sector público y del sector privado sistemáticamente ajenos a la evolución de la renta, y crearon un exceso de demanda³. Con el inicio de la crisis, las pérdidas de competitividad resultaron especialmente nocivas para el empleo siempre que se asociaron a abultados déficits presupuestarios o por cuenta corriente o a burbujas en el mercado de la vivienda. A este respecto, las pérdidas de competitividad vía precios y costes experimentadas en varios países forman parte de un conjunto más amplio de desequilibrios macroeconómicos (véase el recuadro 7 titulado «El procedimiento de desequilibrio macroeconómico 2012»).

El estallido de la burbuja inmobiliaria en varios países y la reevaluación más general, por parte de los mercados, de las perspectivas de crecimiento y de la situación presupuestaria tras la crisis financiera pusieron de manifiesto la necesidad de un proceso de ajuste económico de gran envergadura. El gráfico A muestra que, si se compara la evolución hasta 2007 con la registrada hasta 2011, los diferenciales medios de crecimiento de los costes laborales unitarios, en términos anuales, en relación con la zona del euro ya se han reducido ligeramente en algunos países que registraban pérdidas de competitividad. No obstante, aunque parte del ajuste observado hasta ahora refleja las medidas estructurales adoptadas por los países para corregir la evolución de los costes y los precios relativos de forma más duradera, también refleja, en parte, la destrucción de empleo en sectores con baja productividad, lo que impulsó al alza la productividad agregada en varios países. El gráfico B muestra un comportamiento similar en el caso de los diferenciales medios de la inflación interanual medida por el IAPC, que aumentaron en los años anteriores a 2007, pero se han ajustado más recientemente, orientándose hacia diferenciales más reducidos.

3 Véanse el artículo titulado «Seguimiento de la evolución de los costes laborales en los países de la zona del euro», *Boletín Mensual*, BCE, noviembre de 2008, y una visión sectorial en el recuadro titulado «Los desequilibrios en la zona del euro desde una perspectiva de las cuentas sectoriales», *Boletín Mensual*, BCE, febrero de 2012.

Los gráficos A y B muestran también que aún persiste una necesidad sustancial de proceder a un reequilibrio para restablecer la competitividad. Para continuar con este proceso, los países tendrán que adoptar con decisión medidas encaminadas a mejorar la competitividad tanto vía precios como no precio. A este respecto, el conjunto de medidas y el grado en el que se apliquen puede variar de un país a otro. En los países que registran altas tasas de desempleo y bajos niveles de competitividad resulta especialmente urgente una auténtica y significativa reducción de los costes laborales unitarios (reducción de los salarios y/o aumento de la productividad) y de los márgenes de beneficio excesivos.

En primer lugar, en varios países de la zona del euro es necesario dar más flexibilidad al proceso de fijación de los salarios. En segundo lugar, los incrementos permanentes de la productividad del trabajo fortalecen el ajuste de la competitividad, ya que reducen los costes laborales unitarios y aumentan, al mismo tiempo, el producto potencial. Las ganancias de productividad refuerzan no solo la competitividad vía precios, sino también la competitividad no precio. No obstante, para aumentar la productividad (mediante la innovación de los procesos y productos, la cualificación de la mano de obra o factores relacionados con el entorno empresarial) se requiere, normalmente, poner en marcha con determinación reformas estructurales (como la liberalización de las profesiones colegiadas y la inmigración, la reorientación del gasto hacia la educación y las actividades de investigación y desarrollo, las reformas de instituciones clave, como la modificación de los marcos jurídico y normativo para que sean más favorables a la actividad empresarial, etc.). Esas reformas se ven obstaculizadas, con frecuencia, por grupos privilegiados e intereses creados, y sus efectos pueden tardar considerablemente en hacerse visibles. En tercer lugar, los márgenes de beneficio excesivos que son especialmente frecuentes en los sectores orientados al mercado interno (sobre todo, los sectores de servicios) limitan la competencia. Las reformas estructurales pueden corregir las rentas excesivas eliminando los obstáculos a la competencia, tanto a escala nacional como internacional, en particular en las profesiones protegidas, suprimiendo, por ejemplo, las elevadas barreras de acceso para las nuevas empresas (y, en general, reduciendo los trámites administrativos).

Reequilibrar la competitividad entre los países de la zona del euro supone que el crecimiento de los precios y de los costes en los países que antes han registrado excesos a este respecto ha de ser mucho menor que la media de la zona del euro durante una fase de transición. Al mismo tiempo, varias de las economías de la zona que aumentaron su competitividad en el pasado probablemente experimenten temporalmente un crecimiento de los precios y de los costes superior a la media de la zona del euro. No obstante, los países más competitivos han de evitar —también en esta fase de transición— incrementos excesivos de los salarios, que podrían dar lugar a tasas de paro más elevadas.

Mantenimiento de la estabilidad de precios en la zona del euro en su conjunto

El mandato del BCE es mantener estables los precios en la zona del euro en su conjunto en el medio plazo. La política monetaria única no puede hacer frente a las tasas de inflación propias de cada país o a los diferenciales de inflación específicos resultantes de reequilibrar la competitividad de los distintos países de la zona. No obstante, al centrarse en su objetivo primordial de mantener la estabilidad de precios en la zona del euro en su conjunto, la política monetaria del BCE contribuye a anclar las expectativas de inflación a más largo plazo en cada uno de los países que la integran.

El diseño del marco de la política monetaria del BCE tiene en cuenta la existencia de diferenciales de inflación entre los países. El Consejo de Gobierno del BCE ha definido la estabilidad de precios

como un incremento interanual del IAPC de la zona del euro inferior al 2 %. El objetivo es mantener la inflación interanual medida por el IAPC por debajo del 2 %, pero próxima a ese nivel en el medio plazo. La definición de estabilidad de precios ofrece margen suficiente para los diferenciales de inflación en la zona del euro.

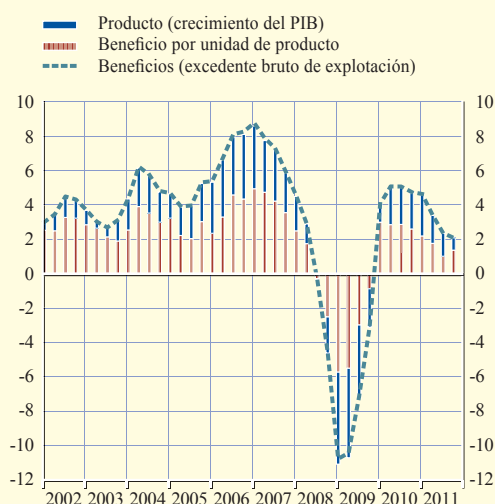
Como se señaló anteriormente, es necesario que las autoridades nacionales emprendan reformas estructurales para restablecer la competitividad. Como consecuencia natural del reequilibrio de la competitividad, los precios relativos entre los competidores dentro de la unión monetaria variarán con el tiempo y la zona del euro alcanzará de nuevo un equilibrio más estable. Se trata, pues, de un proceso deseable, durante el cual el objetivo del Consejo de Gobierno de mantener la inflación en un nivel próximo aunque inferior al 2 % en el medio plazo constituirá un ancla clara para las expectativas de inflación a medio plazo en la zona del euro en su conjunto. El mantenimiento de la estabilidad de precios a medio plazo en la zona del euro en su conjunto es la mejor contribución que el BCE puede hacer para lograr un proceso de ajuste fluido.

3.4 EVOLUCIÓN DE LOS BENEFICIOS EMPRESARIALES

El crecimiento de los beneficios empresariales (medido en términos del excedente bruto de explotación) disminuyó ligeramente de nuevo en el cuarto trimestre de 2011, hasta el 2,1 %, en tasa interanual, después de haberse mantenido en torno al 3,5 %, en promedio, en los tres primeros trimestres del año (véase gráfico 49). Esta marcada desaceleración del crecimiento de los beneficios empresariales durante 2011 refleja la moderación del crecimiento interanual del PIB y de los beneficios por unidad de producto (margen por unidad de producto) como resultado del notable descenso del crecimiento de la productividad. El nivel de beneficios permaneció 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 %.

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

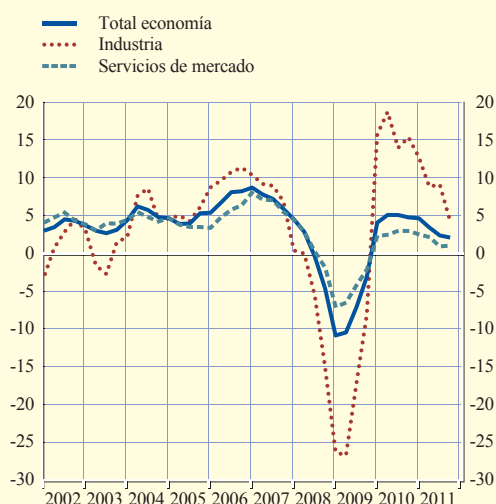
(tasas de variación interanual; datos trimestrales)



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.

Por lo que respecta a los grandes sectores económicos, el crecimiento interanual de los beneficios empresariales en el sector de servicios de mercado fue del 1 % en el cuarto trimestre de 2011, sin variación con respecto al tercer trimestre e inferior al del primero y segundo trimestre, en los que se situó en el 2,5 % y en el 2,2 %, respectivamente. En la industria (excluida la construcción), descendió hasta el 4,2 %, una tasa marcadamente inferior a la tasa media de crecimiento observada en los tres trimestres anteriores (véase gráfico 50). En tasa intertrimestral, el crecimiento de los beneficios empresariales se mantuvo prácticamente sin variación en el sector de servicios de mercado, pero disminuyó de forma acusada en la industria.

3.5 PERSPECTIVAS DE INFLACIÓN

Según el avance de Eurostat, la inflación interanual medida por el IAPC de la zona del euro fue del 2,4 % en mayo de 2012, frente al 2,6 % del mes anterior. Es probable que la inflación se mantenga por encima del 2 % durante el resto del año, debido principalmente a la evolución de los precios de la energía y de los impuestos indirectos. Sin embargo, tomando como base los precios actuales de los futuros sobre materias primas, las tasas de inflación interanual deberían descender hasta situarse de nuevo por debajo del 2 % a principios de 2013. De cara al futuro, en un entorno de crecimiento moderado en la zona del euro y de expectativas de inflación a largo plazo firmemente ancladas, las presiones subyacentes sobre los precios deberían continuar siendo moderadas.

De forma más detallada, las perspectivas de inflación a corto plazo siguen dependiendo, en gran medida, de los precios del petróleo, que se han reducido significativamente desde marzo de 2012. A finales de mayo, se situaron —en dólares estadounidenses— en torno al 7 % por debajo de los niveles alcanzados en marzo. Sin embargo, en euros, el descenso fue menor, ya que el euro se depreció frente al dólar estadounidense durante ese período. Con todo, como indican los precios de los futuros del petróleo, se espera que la tasa de variación interanual del componente energético del IAPC disminuya moderadamente en los próximos meses.

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 haya alcanzado su máximo en la primera parte de 2012 y que se modere posteriormente, principalmente como resultado de efectos de base a la baja.

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 industriales no energéticos 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 un crecimiento débil de la demanda interna y unas presiones salariales contenidas en gran medida. Hacia finales del año, es posible que las subidas del IVA de algunos países de la zona del euro den lugar a un nuevo aumento de la inflación en los servicios.

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.

Las proyecciones macroeconómicas de junio de 2012 elaboradas por los expertos del Eurosistema para la zona del euro sitúan la inflación interanual medida por el IAPC en un intervalo comprendido entre el 2,3 % y el 2,5 % en 2012, y entre el 1 % y el 2,2 % en 2013. En comparación con las proyecciones macroeconómicas de marzo de 2012 elaboradas por los expertos del BCE, los intervalos de las proyecciones para 2012 y 2013 se han estrechado.

Los riesgos para las perspectivas de evolución de los precios a medio plazo siguen estando, en general, equilibrados. Los riesgos al alza proceden de nuevos incrementos de los impuestos indirectos, dada la necesidad de saneamiento presupuestario, y de unos niveles de precios de las materias primas mayores de lo previsto a medio plazo. Los principales riesgos a la baja están relacionados con el impacto de un crecimiento más débil de lo esperado en la zona del euro.

En los últimos años, las previsiones de la inflación medida por el IAPC de la zona del euro, tanto de organizaciones internacionales como de instituciones privadas, han sido revisadas frecuentemente al alza. En el recuadro 6, titulado «El sesgo en las previsiones de la inflación medida por el IAPC de la zona del euro», se examinan las previsiones oficiales de la inflación de la zona del euro desde una perspectiva a más largo plazo y se analizan las causas del sesgo.

Recuadro 6

EL SESGO EN LAS PREVISIONES DE LA INFLACIÓN MEDIDA POR EL IAPC DE LA ZONA DEL EURO

En los últimos años, las previsiones de la inflación medida por el IAPC de la zona del euro, tanto de organizaciones internacionales como de instituciones privadas, han sido revisadas frecuentemente al alza¹. En el gráfico A se muestra la evolución de las previsiones, para el año 2011, de la inflación medida por el IAPC del FMI, de la encuesta del BCE a expertos en previsión económica (EPE), de Consensus Economics, de la OCDE y de la Comisión Europea, así como los intervalos de las proyecciones elaboradas por los expertos del Eurosistema. Como puede observarse en dicho gráfico, la inflación del 2,7 % ha sido subestimada en todas de las previsiones. El gráfico B muestra que las previsiones correspondientes al año 2012 también han sido revisadas significativamente al alza.

Desde una perspectiva a más largo plazo, en este recuadro se muestra que en las previsiones oficiales se ha tendido a subestimar sistemáticamente la inflación medida por el IAPC de la zona del euro, y se analizan los orígenes de este sesgo.

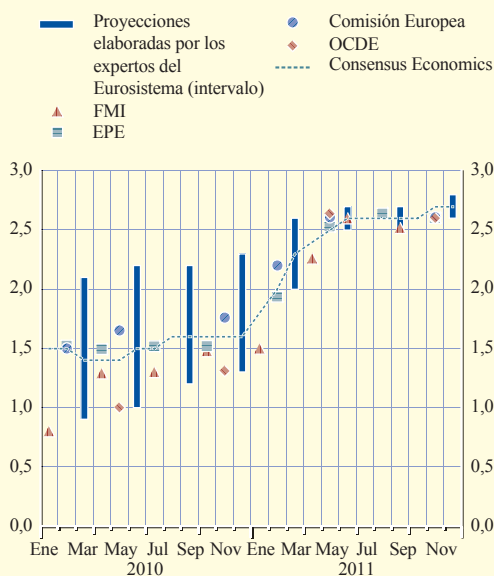
Sesgo en las previsiones de la inflación medida por el IAPC durante el período 2002-2011

El siguiente análisis se basa en diversas previsiones de la inflación anual medida por el IAPC de la zona del euro durante el período 2002-2011. Para cada año se evalúan por separado cuatro rondas de previsiones, a saber, las previsiones de primavera y de otoño del año anterior y del año en curso. Por ejemplo, para 2011, se tienen en cuenta las previsiones de primavera y de otoño de 2010 y de

¹ Para simplificar, las predicciones del IAPC analizadas en este recuadro se suelen denominar «previsiones», aunque técnicamente quizás sea mejor describirlas como «proyecciones».

Gráfico A Evolución de las previsiones oficiales de la inflación media anual medida por el IAPC en 2011

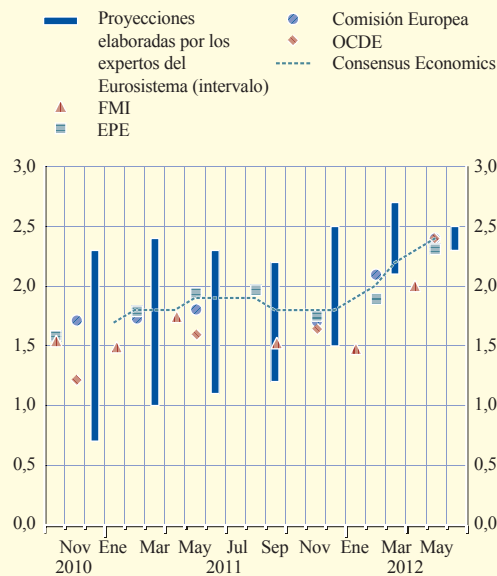
(tasas medias de variación interanual)



Fuentes: FMI, BCE, Consensus Economics, OCDE y Comisión Europea.
Nota: El eje de abscisas hace referencia a la fecha de cierre de los últimos datos utilizados en las previsiones respectivas.

Gráfico B Evolución de las previsiones oficiales de la inflación media anual medida por el IAPC en 2012

(tasas medias de variación interanual)



Fuentes: FMI, BCE, Consensus Economics, OCDE y Comisión Europea.
Nota: El eje de abscisas hace referencia a la fecha de cierre de los últimos datos utilizados en las previsiones respectivas.

2011. El sesgo en las previsiones se entiende como la diferencia media entre la previsión y el resultado final. Una subestimación sistemática da lugar a un sesgo negativo. El gráfico C presenta el sesgo en las previsiones de las cinco organizaciones internacionales e instituciones privadas mencionadas anteriormente. Dado que las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema solo proporcionan intervalos, en el cuadro se indica el porcentaje de las previsiones en las que la inflación real medida por el IAPC se situó por encima del límite superior o por debajo del límite inferior del intervalo.

En las previsiones consideradas, la inflación medida por el IAPC ha tendido a subestimarse en todos los horizontes temporales. Esto es especialmente cierto en las primeras previsiones de las rondas de primavera para el año siguiente, es decir, unos 20 meses antes del final del período de las previsiones. Si nos acercamos más hacia el final del período de las previsiones, el sesgo en todas las previsiones disminuye en términos absolutos, pero sigue siendo considerable. El sesgo solo es insignificante en

Inflación medida por el IAPC fuera de los intervalos de las proyecciones elaboradas por los expertos del Eurosistema durante el período 2002-2011

(porcentaje de previsiones en las que la inflación real se situó por encima o por debajo de los intervalos publicados)

	Año siguiente		Año en curso	
	Previsiones de primavera	Previsiones de otoño	Previsiones de primavera	Previsiones de otoño
Por encima del límite superior del intervalo (%)	50	30	0	0
Por debajo del límite inferior del intervalo (%)	10	10	0	0

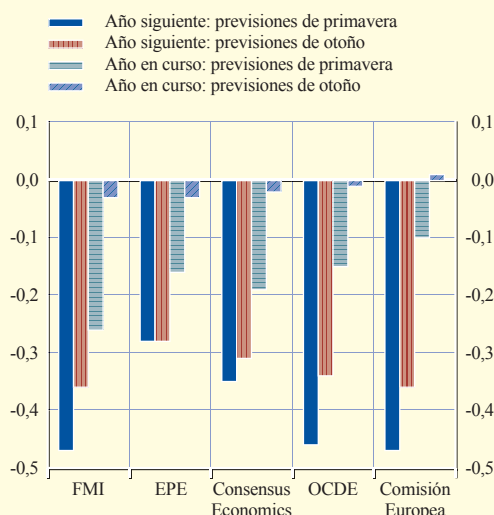
Fuente: BCE.

las previsiones de otoño para el año en curso, que se basan principalmente en datos reales (solo faltan datos del IAPC de dos a cuatro meses para «cerrar» el período analizado). Las medias de las expectativas de inflación recogidas por Consensus Economics, y en particular las recogidas mediante la EPE², parecen ser, en cierto modo, mejores en lo que respecta al sesgo que las obtenidas por organizaciones internacionales como el FMI, la OCDE y la Comisión Europea. Sin embargo, cabe señalar que los resultados no son estrictamente comparables entre sí, ya que las fechas de cierre de los últimos datos utilizados por las previsiones no coinciden y las previsiones se basan en supuestos diferentes.

La medida habitual del sesgo, que se basa en previsiones puntuales, no puede deducirse para las proyecciones elaboradas por los expertos del Eurosistema. Sin embargo, los resultados que figuran en el cuadro apuntan también a un sesgo a la baja: en el 50 % de las previsiones de primavera de la inflación medida por el IAPC para el año siguiente, la inflación real medida por el IAPC se situó por encima del límite superior de los intervalos estimados, mientras que, en las previsiones de otoño para el año siguiente, el porcentaje fue del 30 %. En ambos casos, la inflación real se situó por debajo del límite inferior del intervalo en solo una de cada diez rondas de previsiones. No obstante, se ha de observar que en todas las proyecciones para el año en curso, que también tenían intervalos más estrechos (desde un promedio de 1,2 puntos porcentuales en las previsiones de primavera para el año siguiente hasta 0,2 puntos porcentuales en las previsiones de otoño para el año en curso), la inflación real se encuadró dentro del intervalo.

Gráfico C Sesgo en las previsiones de la inflación medida por el IAPC de diversas organizaciones e instituciones durante el período 2002-2011

(puntos porcentuales, media anual)



Fuentes: Previsiones económicas de la Comisión Europea de abril de 2001 a noviembre de 2011; Perspectivas de la Economía Mundial del FMI de abril de 2001 a septiembre de 2011; Economic Outlook de la OCDE de abril de 2001 a noviembre de 2011; Consensus Economics Forecasts de mayo de 2001 a noviembre de 2011, y encuesta del BCE a expertos en previsión económica de mayo de 2001 a noviembre de 2011.

Notas: El sesgo en las previsiones se define como la diferencia media entre las previsiones y los resultados finales. Las previsiones analizadas son las descritas en el recuadro titulado «Previsiones de otras instituciones» de las ediciones de junio y diciembre del Boletín Mensual (en este recuadro se han redondeado tanto los resultados finales como las previsiones al primer punto decimal). En los primeros años del período analizado, las previsiones de algunas instituciones hacían referencia al deflactor del consumo personal. El período de evaluación se corresponde con los resultados y no con el momento en el que se elaboraron las previsiones, por ejemplo, el sesgo en las previsiones indicado por «Año siguiente: previsiones de primavera» se correspondería con el ejercicio de la primavera de 2001 hasta el ejercicio de la primavera de 2010.

Factores determinantes del sesgo en las previsiones de la inflación medida por el IAPC

En el período 2002-2011 los precios de las materias primas y, en particular, los del crudo experimentaron, en general, fuertes incrementos. A su vez, la subida de los precios del crudo influyó en los precios de consumo, afectando significativamente a los precios de la energía y, en especial, a los precios de consumo de los productos derivados del petróleo³. La inflación de los precios de la

2 En esta encuesta trimestral se recoge información sobre las expectativas de inflación, de crecimiento del PIB real y de desempleo de la zona del euro de expertos de instituciones financieras o no financieras radicadas en la UE. Los datos están disponibles en el sitio web del BCE en <http://www.ecb.europa.eu/stats/prices/indic/forecast/html/index.en.html>.

3 Véase el recuadro titulado «La evolución de los precios de consumo de los productos derivados del petróleo en 2011», *Boletín Mensual*, BCE, enero de 2012; y el artículo titulado «La evolución de los precios y los costes durante la recesión de 2008-2009», *Boletín Mensual*, BCE, abril de 2012.

energía registró una media del 4,9% al año y contribuyó, en promedio, 0,45 puntos porcentuales a la inflación durante el período 2002-2011 (mientras que la ponderación media de los precios de la energía en la cesta del IAPC fue del 9,1%). Así pues, es posible que las subidas inesperadas de los precios del crudo hayan sido un factor importante determinante de las desviaciones en las previsiones de la inflación medida por el IAPC.

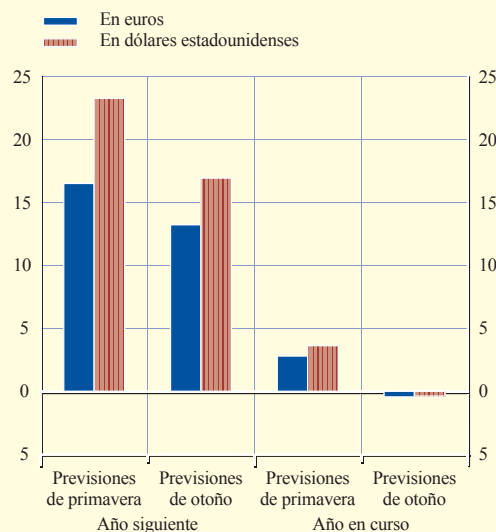
De hecho, las previsiones de organizaciones internacionales y de instituciones privadas para los precios de consumo se basan con frecuencia en el supuesto de que los precios del petróleo evolucionarán según la trayectoria implícita en los precios de los futuros del petróleo (este es el caso de las proyecciones elaboradas por los expertos del Eurosistema, por ejemplo), que suele ser bastante constante a lo largo del horizonte de las previsiones. En consecuencia, cuando se producen fuertes aumentos de los precios al contado, estos supuestos pueden quedarse rápidamente desfasados y es posible que aparezcan sesgos importantes en las previsiones de la inflación medida por el IAPC. En el gráfico D se da una idea de la desviación media de los supuestos técnicos relativos a los precios reales del petróleo en los que se basan las proyecciones elaboradas por los expertos del Eurosistema durante el período analizado. Más concretamente, se muestran las desviaciones porcentuales anuales medias del precio real del petróleo con respecto al precio del petróleo supuesto, tanto en dólares estadounidenses como en euros. Los precios del petróleo para el año siguiente fueron, en promedio, significativamente superiores a lo supuesto, tanto en las previsiones de primavera como de otoño: los precios reales en dólares estadounidenses fueron un 23% y un 17% superiores, respectivamente. Al igual que ocurre con las previsiones de la inflación medida por el IAPC, el «sesgo» en los supuestos de los precios del petróleo mejora para el año en curso, ya que, en promedio, se registra una desviación de un 3% en las previsiones de primavera y solo desviaciones insignificantes en las previsiones de otoño.

Las desviaciones de los supuestos de la magnitud descrita han contribuido claramente al sesgo en las previsiones de la inflación medida por el IAPC. Por ejemplo, las estimaciones disponibles en el informe sobre cuestiones estructurales del BCE de 2010, titulado «Energy markets and the euro area macroeconomy» (Mercados energéticos y macroeconomía de la zona del euro), indican que una subida del 20% en los precios del crudo, dependiendo del nivel del precio del petróleo, tiene un impacto total de entre 0,4 y 0,8 puntos porcentuales sobre la inflación medida por el IAPC a través del efecto directo que ejerce sobre el componente energético del IAPC.

Otro importante factor determinante de los sesgos durante el período 2002-2011 son las subidas imprevistas de los impuestos indirectos. Sobre todo últimamente, dada la necesidad de saneamiento presupuestario en muchos países de la zona del euro, se han producido varios casos de subidas no previstas de los impuestos indirectos, que posteriormente se han transmitido a los precios de consumo.

Gráfico D Desviaciones de los supuestos técnicos relativos a los precios del petróleo durante el período 2002-2011

(desviaciones porcentuales anuales medias)



Fuente: BCE.

Una evaluación reciente del impacto de los cambios de los impuestos indirectos sobre la inflación medida por el IAPC durante el período 2006-2011 muestra que, en general, tuvieron un efecto considerable al alza, que ascendió a 0,25 puntos porcentuales en 2011, por ejemplo⁴. El sesgo en las previsiones puede surgir porque no se dispone de información o solo de información limitada sobre los cambios de los impuestos a lo largo del período de las previsiones en las fechas de cierre de los últimos datos utilizados en las previsiones. Como las previsiones solo suelen tener en cuenta información sobre medidas fiscales ya anunciadas, las previsiones del período analizado tendieron a subestimar el impacto de los impuestos indirectos en los últimos años.

Sesgo en las proyecciones del IAPC e implicaciones para la política monetaria

Cuando el Consejo de Gobierno del BCE toma las decisiones de política monetaria, tiene en cuenta no solo las proyecciones de referencia, sino también los riesgos que rodean a las proyecciones y previsiones disponibles. Por ejemplo, los riesgos al alza relacionados con la evolución de los precios del petróleo y las subidas de los impuestos indirectos han sido mencionados con frecuencia como factores de riesgo relevantes por el Consejo de Gobierno del BCE en su presentación de las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema.

Asimismo, la estrategia de política monetaria del BCE ofrece un marco completo en el que se toman las decisiones sobre la orientación de la política monetaria. En particular, el enfoque adoptado por el BCE en la evaluación y el contraste de la información pertinente para valorar los riesgos para la estabilidad de los precios se basa tanto en un análisis económico como en un análisis monetario. Las proyecciones macroeconómicas son una parte importante del análisis económico. El análisis monetario se centra en el dinero y el crédito y, con carácter más general, en la evolución de los balances, con énfasis particular en las tendencias monetarias asociadas a la evolución de los precios de medio a largo plazo. De hecho, se dispone de evidencia de que el análisis monetario ha hecho más sólida la valoración del BCE de lo que habría sido el caso si el BCE se centrara exclusivamente en el análisis económico⁵.

Conclusión

En conjunto, durante el período 2002-2011, en las previsiones de la inflación se subestimó sistemáticamente la inflación real, especialmente en los horizontes más largos. La razón principal de ese sesgo en las previsiones fueron los fuertes incrementos de los precios del crudo, que no se reflejaron en los supuestos en los que se basaban las previsiones. Dichos supuestos se basan a menudo en los precios de los futuros, lo que suele implicar una trayectoria bastante constante de los precios del petróleo a lo largo del horizonte de las previsiones. Además, las subidas de los impuestos indirectos, que tuvieron un efecto al alza considerable sobre la inflación medida por el IAPC, también contribuyeron a un sesgo en las previsiones de la inflación hacia el final del período analizado.

La estrategia global de política monetaria del BCE ha impedido que ese sesgo haya redundado en una orientación excesivamente acomodaticia de la política monetaria. De hecho, en los últimos trece años, la tasa media de inflación de la zona del euro se ha mantenido, en gran medida, en consonancia con el

4 Véase el recuadro titulado «Impacto de los cambios recientes en los impuestos indirectos sobre el IAPC», *Boletín Mensual*, BCE, marzo de 2012; y 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.

5 Véase, por ejemplo, B. Fischer, M. Lenza, H. Pill y L. Reichlin, «Monetary analysis and monetary policy in the euro area 1999-2006», *Journal of International Money and Finance*, vol. 28, n.º 7, pp. 1138-1164, 2009.

objetivo del Consejo de Gobierno del BCE de mantener la inflación por debajo del 2 % o próxima a este valor. Esto se debe al hecho de que el Consejo de Gobierno del BCE no se centra exclusivamente en las proyecciones de referencia de la inflación, sino que también tiene en cuenta los riesgos que rodean a esas proyecciones, así como la información procedente del análisis monetario. Este sistema más sólido de analizar y contrastar la información ha propiciado el mantenimiento de la estabilidad de precios en la zona del euro.

4 PRODUCTO, DEMANDA Y MERCADO DE TRABAJO

El crecimiento intertrimestral del PIB real de la zona del euro fue nulo en el primer trimestre de 2012. Los indicadores disponibles para el segundo trimestre del año apuntan a un debilitamiento del crecimiento y ponen de manifiesto la incertidumbre existente. Más allá del corto plazo, se sigue esperando que la economía de la zona del euro se recupere gradualmente. Sin embargo, se prevé que las tensiones existentes en algunos mercados de deuda soberana de la zona del euro y su impacto sobre las condiciones de concesión de crédito, el proceso de ajuste en los sectores financiero y no financiero y el elevado desempleo continúen moderando el dinamismo subyacente del crecimiento. Las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema de junio de 2012 prevén que el crecimiento interanual del PIB real se sitúe en un intervalo comprendido entre el -0,5% y el 0,3% en 2012 y entre el 0,0% y el 2% en 2013. En comparación con las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE de marzo de 2012, el intervalo para 2012 se mantiene sin cambios, mientras que se observa un ligero estrechamiento en el intervalo correspondiente a 2013. Las perspectivas económicas de la zona del euro están sujetas a un aumento de los riesgos a la baja.

4.1 PIB REAL Y COMPONENTES DE LA DEMANDA

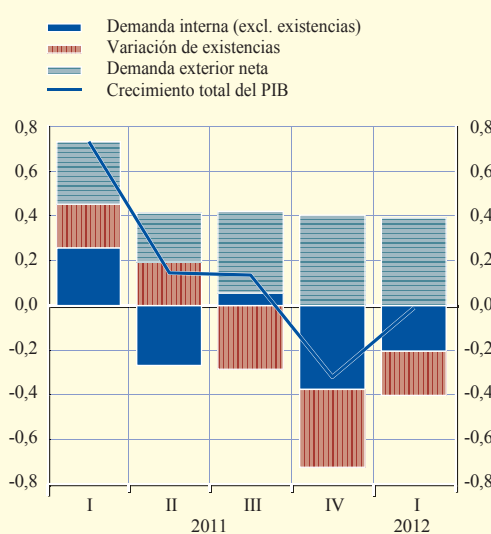
El PIB de la zona del euro se mantuvo estable entre el cuarto trimestre de 2011 y el primer trimestre de 2012, tras la contracción del 0,3% registrada en el trimestre anterior (véase gráfico 51). El impulso positivo y continuado del comercio exterior se vio contrarrestado por la evolución negativa de la demanda interna y de la variación de existencias. Esta estabilización del nivel del producto está en línea con la evolución de los indicadores de corto plazo, sobre todo con los de opinión. Los últimos resultados suponen una mejora moderada con respecto al descenso que se observó en el crecimiento del PIB durante 2011, especialmente en la segunda parte del año. Aunque este descenso es atribuible en parte a la caída de la demanda exterior, se debió fundamentalmente a la debilidad de la demanda interna, que fue consecuencia de una combinación de factores: el efecto adverso de la crisis de la deuda soberana de la zona del euro sobre la confianza de los consumidores y las empresas, los elevados precios del petróleo, las adversas condiciones de concesión de crédito y un endurecimiento de la orientación presupuestaria en algunos países de la zona del euro.

Se prevé que el crecimiento del PIB real se debilite en el segundo trimestre de 2012. Sin embargo, de cara al futuro, y suponiendo que la reciente intensificación de la crisis financiera dure poco, se espera que el PIB real se recupere en el segundo semestre de 2012 (véase también la sección 6).

El 30 de mayo de 2012, la Comisión Europea determinó, en el contexto del procedimiento de desequilibrio macroeconómico, que los 12 países de la UE para los que se había considerado justificado realizar un análisis exhaustivo presentan desequilibrios macroeconómicos en distinto grado, aunque se estimó que ninguno de ellos era excesivo. En el recuadro 7 se presenta un panorama general del procedimiento.

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.

Nota: La última observación para el crecimiento total del PIB corresponde a una estimación preliminar de Eurostat.

EL PROCEDIMIENTO DE DESEQUILIBRIO MACROECONÓMICO 2012

El «semestre europeo» de este año (es decir, el marco para la coordinación de políticas económicas de la UE introducido en 2011) incluye por vez primera la aplicación del procedimiento de desequilibrio macroeconómico¹, que se adoptó como parte del paquete de seis medidas («six pack»)² de reforma de la gobernanza económica, encaminado a reforzar la vigilancia económica en la UE y en la zona del euro con el fin de garantizar que los Estados miembros desarrollen políticas económicas que eviten la aparición de desequilibrios macroeconómicos perjudiciales y los corrijan cuando sean excesivos.

La necesidad de vigilar los desequilibrios en la UE y en la zona del euro es una de las principales enseñanzas extraídas de la crisis actual. En los años anteriores a la crisis, varios Estados miembros (sobre todo en la zona del euro) acumularon desequilibrios excesivos, que pueden considerarse una de las causas determinantes de la situación actual. Entre ellos se incluyen pérdidas sustanciales de competitividad en términos de precios y costes, una demanda interna insostenible, déficits por cuenta corriente crecientes y la acumulación de niveles de endeudamiento excesivos en los sectores público y privado³.

Panorama general del procedimiento

Como establecen dos reglamentos del Consejo⁴, el procedimiento de desequilibrio macroeconómico comienza con la publicación del Informe sobre el mecanismo de alerta. En este Informe, la Comisión Europea ofrece una lectura del cuadro de diez indicadores económicos⁵ y de los umbrales correspondientes para los 27 Estados miembros de la UE, que trata de recoger las principales fuentes de desequilibrio macroeconómico. Los países acogidos actualmente a programas de la UE y el FMI quedan excluidos del procedimiento, dado que la vigilancia macroeconómica reforzada ya se lleva a cabo como parte de los programas respectivos.

A partir del informe, la Comisión determina qué países requieren un análisis exhaustivo, y los evalúa posteriormente con mayor detenimiento para comprobar si se confirman los primeros indicios de desequilibrios macroeconómicos. Estos análisis incluyen misiones a los países en cuestión para recabar información y trascienden la lectura inicial del cuadro de indicadores. Los análisis implican, entre otros aspectos, un estudio minucioso de i) los subcomponentes y determinantes de las variables incluidas en el cuadro de indicadores; ii) las vulnerabilidades de los mercados financieros, y iii) las posibles consecuencias de los desequilibrios para el adecuado funcionamiento de la UEM. La Comisión podría, en su caso, invitar a representantes del BCE a participar en las misiones de vigilancia.

1 Véase el artículo titulado «La reforma de la gobernanza económica de la zona del euro: elementos esenciales», *Boletín Mensual*, BCE, marzo de 2011.

2 El «six pack» es un paquete legislativo que se compone de seis textos legales adoptados para reforzar el marco de gobernanza económica de la UE, que entró en vigor en diciembre de 2011 y que incluye las reformas de los componentes preventivo y corrector del Pacto de Estabilidad y Crecimiento, el nuevo requerimiento mínimo para los marcos presupuestarios nacionales y el nuevo procedimiento de desequilibrio macroeconómico.

3 Véase, por ejemplo, el artículo «Seguimiento de la evolución de los costes laborales en los países de la zona del euro», *Boletín Mensual*, BCE, noviembre de 2008.

4 El procedimiento de desequilibrio macroeconómico se establece en los Reglamentos (UE) n° 1176/2011 y n° 1174/2011, ambos de 16 de noviembre de 2011.

5 Véase el cuadro A para las diez variables incluidas en el cuadro de indicadores que recogen los desequilibrios externos, la competitividad y los desequilibrios internos. Para una descripción detallada de todos los indicadores y umbrales, véase el European Commission Occasional Paper n.º 92, «Scoreboard for the surveillance of macroeconomic imbalances», febrero de 2012.

Sobre la base de cada examen exhaustivo, la Comisión determina si el país en cuestión a) no presenta desequilibrios, b) presenta desequilibrios, c) presenta desequilibrios excesivos. En el primer caso, se da por concluido el procedimiento de desequilibrio macroeconómico. Si se detectan desequilibrios, el país en cuestión recibe recomendaciones de conformidad con el «componente preventivo» del procedimiento con vistas a evitar que se produzca una evolución perjudicial. Si se estima que los desequilibrios macroeconómicos son tan importantes como para considerarlos excesivos, se inicia el procedimiento de acuerdo con su «componente corrector». En este caso, el país en cuestión ha de elaborar un plan de medidas correctoras en el que detalle las políticas destinadas a corregir los desequilibrios excesivos, que debe ser aprobado por el Consejo de la Unión Europea. Para garantizar la aplicación de las citadas medidas correctoras, el Consejo puede imponer sanciones financieras en forma de depósitos remunerados (hasta un 0,1 % del PIB) cuando un país de la zona del euro incumpla las medidas acordadas. Si un país de la zona del euro incumple las recomendaciones en repetidas ocasiones o presenta repetidamente un plan de medidas correctoras insuficientes, se le puede imponer una multa anual.

Conclusiones de la fase actual del procedimiento de desequilibrio macroeconómico 2012

El procedimiento de desequilibrio macroeconómico 2012 se inició el 14 de febrero de 2012 con la publicación del Informe sobre el mecanismo de alerta, en el que la Comisión identificaba doce países de la UE en los que estaba justificado realizar un examen exhaustivo para verificar la existencia de desequilibrios macroeconómicos. En este Informe, se identificaron siete países de la zona del euro (Bélgica, España, Francia, Italia, Chipre, Eslovenia y Finlandia) y cinco países de la UE no pertenecientes a la zona del euro (Bulgaria, Dinamarca, Hungría, Suecia y Reino Unido) para llevar a cabo un análisis exhaustivo.

El 30 de mayo de 2012, la Comisión publicó los resultados de los doce análisis exhaustivos, concluyendo que todos los países identificados presentan actualmente desequilibrios macroeconómicos, aunque en distinto grado, y deben recibir, por tanto, recomendaciones conforme al componente preventivo del procedimiento. La Comisión llegó a la conclusión de que ninguno de los doce países registra en estos momentos desequilibrios macroeconómicos excesivos. Como resultado, la Comisión no puso en marcha el componente corrector del procedimiento para ningún país.

El cuadro de diez indicadores utilizados para la vigilancia de los desequilibrios macroeconómicos (cuadro A) presenta los umbrales de los indicadores que han infringido los distintos países de la UE, utilizando datos anuales de 2010 al igual que se hizo en el Informe del mecanismo de alerta de la Comisión. Aunque la Comisión tiene en cuenta el número absoluto de incumplimientos, también se toman en consideración factores propios de cada país que alivian o agravan los desequilibrios. Así, pues, se han identificado algunos países que requieren un análisis exhaustivo, debido a que la evolución subyacente apunta a desequilibrios más importantes, a pesar de que el número de incumplimientos ha sido más bajo que en otros Estados miembros (véase cuadro B).

Para poner en perspectiva el nivel actual de desequilibrios, el cuadro B recoge el número de umbrales de los indicadores que han incumplido los países de la UE desde 2001 y muestra que el cuadro de indicadores detectó varios desequilibrios macroeconómicos en los países acogidos en estos momentos a programas de la UE y el FMI (es decir, Irlanda, Grecia, Portugal y Rumanía) o que lo estuvieron anteriormente (por ejemplo, Hungría y Letonia). En este sentido, indica que el cuadro de indicadores habría proporcionado las señales adecuadas para adoptar medidas correctoras en esos países con antelación.

Cuadro A Cuadro de indicadores para la vigilancia de los desequilibrios macroeconómicos

2010	Desequilibrios externos		Competitividad		
	Saldo de la balanza por cuenta corriente (media de tres años, en % del PIB)	Posición de inversión internacional neta (en % del PIB)	Variación porcentual (3 años) del tipo de cambio efectivo real con deflatores IAPC	Variación porcentual (5 años) de las cuotas de mercado de las exportaciones	Variación porcentual (3 años) de los costes laborales unitarios nominales
Países ¹⁾	UE 27	UE 27	ZE y NZE	UE 27	ZE y NZE
Umbrales	<-4 >6	<-35	±11 y ±5	<-6	>9 y >12
1 Bélgica	-0,6	77,8	1,3	-15,4	8,5
2 Alemania	5,9	38,4	-2,9	-8,3	6,6
3 Estonia	-0,8	-72,8	5,9	-0,9	9,3
4 Irlanda	-2,7	-90,9	-5,0	-12,8	-2,3
5 Grecia	-12,1	-92,5	3,9	-20,0	12,8
6 España	-6,5	-89,5	0,6	-11,6	3,3
7 Francia	-1,7	-10,0	-1,4	-19,4	7,2
8 Italia	-2,8	-23,9	-1,0	-19,0	7,8
9 Chipre	-12,1	-43,4	0,8	-19,4	7,2
10 Luxemburgo	6,4	96,5	1,9	3,2	17,3
11 Malta	-5,4	9,2	-0,6	6,9	7,7
12 Países Bajos	5,0	28,0	-1,0	-8,1	7,4
13 Austria	3,5	-9,8	-1,3	-14,8	8,9
14 Portugal	-11,2	-107,5	-2,4	-8,6	5,1
15 Eslovenia	-3,0	-35,7	2,3	-5,9	15,7
16 Eslovaquia	-4,1	-66,2	12,1	32,6	10,1
17 Finlandia	2,1	9,9	0,3	-18,7	12,3
18 Bulgaria	-11,1	-97,7	10,4	15,8	27,8
19 República Checa	-2,5	-49,0	12,7	12,3	5,1
20 Dinamarca	3,9	10,3	0,9	-15,3	11,0
21 Letonia	-0,5	-80,2	8,5	14,0	-0,1
22 Lituania	-2,3	-55,9	9,1	13,9	0,8
23 Hungría	-2,1	-112,5	-0,5	1,4	3,9
24 Polonia	-5,0	-64,0	-0,5	20,1	12,3
25 Rumanía	-6,6	-64,2	-10,4	21,4	22,1
26 Suecia	7,5	-6,7	-2,5	-11,1	6,0
27 Reino Unido	-2,1	-23,8	-19,7	-24,3	11,3

2010	Desequilibrios internos				
	Variación porcentual interanual de los precios de la vivienda	Flujo de crédito al sector privado (en % del PIB)	Deuda del sector privado (en % del PIB)	Deuda de las Administraciones Públicas (en % del PIB)	Tasa de desempleo (media de tres años)
Países ¹⁾	UE 27	UE 27	UE 27	UE 27	UE 27
Umbrales	>6	>15	>160	>60	>10
1 Bélgica	0,4	13,1	232,8	96,2	7,7
2 Alemania	-1,0	3,1	128,1	83,2	7,5
3 Estonia	-2,1	-8,6	176,1	6,7	12,0
4 Irlanda	-10,5	-4,5	341,3	92,5	10,6
5 Grecia	-6,8	-0,7	124,1	144,9	9,9
6 España	-4,3	1,4	227,3	61,0	16,5
7 Francia	3,6	2,4	159,8	82,3	9,0
8 Italia	-1,5	3,6	126,4	118,4	7,6
9 Chipre	-6,6	30,5	289,2	61,5	5,1
10 Luxemburgo	3,0	-41,8	253,9	19,1	4,9
11 Malta	-1,6	6,9	212,0	69,1	6,6
12 Países Bajos	-2,9	-0,7	223,4	62,9	3,8
13 Austria	-1,5	6,4	165,7	71,8	4,3
14 Portugal	0,1	3,3	248,5	93,4	10,4
15 Eslovenia	0,7	1,8	128,8	38,8	5,9
16 Eslovaquia	-4,9	3,3	69,0	41,0	12,0
17 Finlandia	6,6	6,8	177,7	48,3	7,7

Cuadro A Cuadro de indicadores para la vigilancia de los desequilibrios macroeconómicos (cont.)

2010	Variación porcentual interanual de los precios de la vivienda	Desequilibrios internos			Tasa de desempleo (media de tres años)
		Flujo de crédito al sector privado (en % del PIB)	Deuda del sector privado (en % del PIB)	Deuda de las Administraciones Públicas (en % del PIB)	
18 Bulgaria	-11,1	-0,2	169,2	16,3	7,5
19 República Checa	-2,6	1,7	77,2	37,6	6,1
20 Dinamarca	0,6	5,8	244,2	43,4	5,6
21 Letonia	-3,9	-8,8	140,9	44,7	14,3
22 Lituania	-8,7	-5,3	80,8	38,0	12,5
23 Hungría	-6,7	-18,7	155,1	81,3	9,7
24 Polonia	-6,1	3,8	74,2	54,9	8,3
25 Rumanía	-14,5	1,7	77,7	30,5	6,6
26 Suiza	6,3	2,6	236,9	39,7	7,6
27 Reino Unido	3,0	3,3	212,2	79,6	7,0

Fuente: Informe sobre el mecanismo de alerta de la Comisión Europea, febrero de 2012.

Nota: El fondo azul claro señala que el indicador supera el umbral respectivo.

1) Indica el área al que se refiere un umbral dado: UE 27: todos los países de la UE; ZE: zona del euro; NZE: países de la UE no pertenecientes a la zona del euro.

Cuadro B Número de indicadores que incumplen el umbral

(suma simple de incumplimientos en un año dado)

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Bélgica	3	2	4	4	3	3	4	4	4	3
Alemania	1	2	2	2	2	2	3	2	2	2
Estonia	4	4	5	5	5	5	4	6	5	5
Irlanda	1	3	3	4	5	5	5	7	6	(6)
Grecia	5	4	6	6	5	5	4	4	6	(5)
España	4	5	6	6	7	6	6	6	6	6
Francia	2	2	4	4	4	3	2	2	2	2
Italia	4	3	4	4	2	2	2	2	3	2
Chipre	2	3	3	4	5	5	5	4	3	6
Luxemburgo	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3
Malta	2	2	3	4	5	6	5	7	5	3
Países Bajos	4	2	3	2	2	2	2	3	3	3
Austria	1	1	1	1	1	1	2	1	4	3
Portugal	6	4	5	4	5	5	5	6	5	6
Eslovenia	2	1	1	2	1	1	2	3	4	2
Eslovaquia	3	4	3	3	5	5	5	5	5	5
Finlandia	2	2	3	2	1	1	1	2	4	4
Bulgaria	5	3	4	4	5	6	6	6	6	4
República Checa	1	3	3	2	1	1	3	3	2	2
Dinamarca	2	1	1	3	3	3	3	4	2	2
Letonia	4	4	4	4	5	5	6	(4)	(5)	(2)
Lituania	4	4	3	3	5	5	5	4	4	2
Hungría	4	5	5	4	5	4	4	(5)	(5)	(2)
Polonia	4	3	2	3	2	3	4	4	3	3
Rumanía	1	3	2	2	3	6	6	4	(3)	(3)
Suecia	3	2	2	4	3	3	4	4	4	4
Reino Unido	2	4	4	4	3	3	4	2	4	4

Fuentes: Comisión Europea (Anejo estadístico del Informe sobre el Mecanismo de Alerta, febrero de 2012) y cálculos del BCE.

Notas: El cuadro de indicadores de la Comisión Europea no incluye los datos de algunos indicadores en algunos países, especialmente antes de 2006. Cuando no se dispone de datos, se considera que el país no ha incumplido el umbral pertinente. Por consiguiente, el número total de incumplimientos podría ser revisado al alza, ya que una mejora en la disponibilidad de los datos significaría posiblemente un número mayor de incumplimientos. El fondo azul claro indica el país que requiere un examen exhaustivo. El número de incumplimientos que se produjo en los años en los que un país se encontraba acogido a un programa de la UE y el FMI se presenta entre paréntesis. El programa de la UE y el FMI para Portugal empezó en 2011.

El cuadro de indicadores también señala que otros países presentaban, y siguen presentando en parte, un número significativo de desequilibrios. En fechas más recientes, en 2010, dos países —España y Chipre— incumplieron seis umbrales, el número más elevado de incumplimientos de entre los 27 países de la UE.

Aunque esta lectura mecánica del cuadro de indicadores ha de interpretarse con cautela y deben hacerse importantes salvedades⁶, proporciona ciertos indicios (confirmados, en líneas generales, por un análisis económico más detallado) sobre el alcance de los desequilibrios macroeconómicos presentes actualmente en los países en cuestión. En este contexto, es evidente que varios países de la UE se encuentran en estos momentos en una situación en la que han de corregir los desequilibrios de cara al futuro.

Dada la evolución observada antes de la crisis, el reforzamiento del marco de gobernanza económica mediante la aplicación del denominado «paquete de seis medidas» (sobre todo del procedimiento de desequilibrio macroeconómico) ha sido un paso necesario en el camino hacia una zona del euro más fuerte. Sin embargo, el recién creado procedimiento de desequilibrio macroeconómico solo puede tener éxito en la corrección de los desequilibrios actuales y en la prevención de los desequilibrios futuros si se aplica con rigor.

6 Véanse las notas del cuadro B.

CONSUMO PRIVADO

Tras la contracción del 0,5 % observada en el último trimestre de 2011, el consumo privado mostró un crecimiento nulo en el primer trimestre de 2012. Así pues, el consumo continuó situándose por debajo de su máximo anterior a la recesión, alcanzado en el primer trimestre de 2008. Es probable que el resultado para el primer trimestre de 2012 refleje un aumento en el consumo de servicios y un retroceso en las compras de automóviles, manteniéndose la contribución de los bienes al por menor prácticamente neutral. La información reciente derivada de los indicadores de corto plazo y de las encuestas apunta al mantenimiento de la debilidad del gasto en consumo en la zona del euro en el futuro próximo.

La falta de dinamismo del consumo se debe, en gran medida, a la evolución de la renta real, uno de los principales determinantes de las tendencias del gasto en consumo. El crecimiento de la renta real agregada empezó a disminuir durante 2011 como consecuencia del menor crecimiento del empleo, y se ralentizó aún más por el aumento de la inflación. En el cuarto trimestre de 2011, la renta real de los hogares, en términos interanuales, se contrajo por segundo trimestre consecutivo, lo que, sumado al mantenimiento de una inflación elevada, al aumento de la incertidumbre sobre las perspectivas económicas y a la consolidación presupuestaria, hizo que la tasa de ahorro de los hogares se recuperara ligeramente con respecto a los mínimos registrados antes de la crisis.

Tanto los indicadores cuantitativos como los cualitativos apuntan al mantenimiento de la debilidad del gasto en consumo en el segundo trimestre de 2012. En abril, las ventas del comercio al por menor se redujeron un 1 % con respecto al mes anterior, por lo que se situaron un 0,8 % por debajo del nivel medio registrado en el primer trimestre de 2012. El índice de directores de compras (PMI) del comercio al por menor pasó del 41,3 de abril al 43,3 de mayo. A pesar de la mejora observada en el índice, sigue señalando una caída de las ventas, pues estas cifras se sitúan muy por debajo del umbral de expansión de 50. Según la Comisión Europea, en promedio, la confianza del comercio al por menor durante estos dos meses fue algo inferior al nivel medio del primer trimestre de 2012, así como a su media de largo plazo. En abril, las matriculaciones de automóviles en la zona del euro disminuyeron un 5 % en términos

intermensuales —porcentaje que reflejó fundamentalmente cifras extremas en algunos países— y se situaron un 1,8% por debajo de nivel medio registrado en el primer trimestre de 2012. Ello representa una mejora con respecto al primer trimestre, cuando las matriculaciones se contrajeron un 6,7%, en términos intertrimestrales. El indicador de la Comisión Europea de grandes compras esperadas se elevó ligeramente entre abril y mayo de 2012, aunque permaneció en un nivel históricamente bajo y, por lo tanto, apunta a una continuada falta de dinamismo del consumo de bienes duraderos. El índice de confianza de los consumidores también mejoró levemente en mayo. Este índice, que, en líneas generales, parece haberse estabilizado tras el fuerte deterioro observado en la última mitad de 2011, sigue estando por debajo de su nivel medio de largo plazo, lo que continúa siendo coherente con el mantenimiento de la debilidad del gasto en consumo (véase gráfico 52).

INVERSIÓN

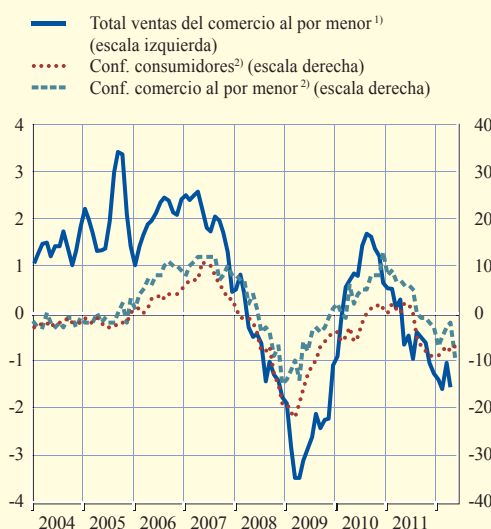
La recuperación de la formación bruta de capital fijo que se observó en 2010 y principios de 2011 quedó interrumpida en la primavera de ese año. Desde el segundo trimestre de 2011, el crecimiento de la inversión, en términos intertrimestrales, ha sido cada vez más negativo, contrayéndose un 1,4% en el primer trimestre de 2012.

No se dispone aún de una desagregación completa de la formación de capital para el primer trimestre de 2012. Los indicadores de coyuntura sugieren que es probable que la inversión, excluida la construcción —que representa la mitad de la inversión total—, se haya contraído, frenada por la contenida evolución de los beneficios y de la economía en general. La producción de bienes de capital fue débil y la encuesta PMI del sector manufacturero mostró niveles compatibles con una contracción. Los datos disponibles para los distintos países señalan una caída de la inversión. Es también probable que tanto la construcción residencial como la no residencial hayan retrocedido en el primer trimestre de 2012, como sugiere el descenso de los indicadores de producción mensuales, la débil confianza de la construcción y el deterioro de los mercados de la vivienda. Asimismo, es posible que en ese trimestre las condiciones de financiación, más restrictivas en general, hayan moderado la inversión en construcción. Además, es probable que la inversión pública se haya reducido como consecuencia de la consolidación fiscal en marcha en muchos países de la zona del euro.

Los pocos indicadores adelantados disponibles para el segundo trimestre de 2012 apuntan a una contracción adicional de la formación de capital, excluida la construcción, de la zona del euro. Si se analizan los datos hasta marzo, los nuevos pedidos de bienes de equipo procedentes de la zona del euro continuaron descendiendo de nuevo en el primer trimestre. Pese a la ligera mejora observada, la disponibilidad de financiación sigue siendo limitada y pone freno a la formación de capital productivo. Mientras tanto, según indicadores de opinión tales como el PMI de las manufacturas y su componente de nuevos pedidos, la confianza industrial empeoró significativamente en abril y mayo de 2012, indicando una nueva contracción del sector. Las perspectivas de la inversión en construcción son ligeramente más

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.

favorables para el segundo trimestre de 2012 que para el trimestre precedente, aunque se prevé que la actividad se siga debilitando como consecuencia de los ajustes que se están llevando a cabo en las regiones en las que la inversión había crecido extraordinariamente en el período anterior a la crisis. Los indicadores de opinión también sugieren una débil actividad en el sector.

Si se considera el año 2012 en su conjunto, se espera que el crecimiento de la inversión en construcción y de la inversión, excluida la construcción, se reanude hacia finales de año, en consonancia con una ligera recuperación de la actividad económica general, supeditado a los riesgos a la baja derivados de la crisis de la deuda soberana (véase recuadro 8).

Recuadro 8

LA INVERSIÓN EMPRESARIAL EN 2012: EVIDENCIA PROCEDENTE DE LOS INDICADORES DE CORTO PLAZO Y DE LAS ENCUESTAS

La inversión desempeña un papel significativo a la hora de determinar el ciclo económico de la zona del euro, tanto como factor de la oferta agregada como componente esencial de la demanda agregada. Así pues, para valorar la evolución macroeconómica es importante entender los determinantes y evaluar los indicadores de corto plazo de los planes de inversión.

En la recuperación posterior a la recesión económica mundial de 2008-2009, la inversión total de la zona del euro ha experimentado un crecimiento moderado. Tras alcanzar una tasa interanual máxima del 3,3 % en el primer trimestre de 2011, el crecimiento de la inversión total sufrió una desaceleración durante 2011, básicamente se estabilizó hacia finales de año en un nivel cercano al 1 %, en términos interanuales, y cayó hasta el -2,2 %, en tasa interanual, en el primer trimestre de 2012 (véase gráfico A).

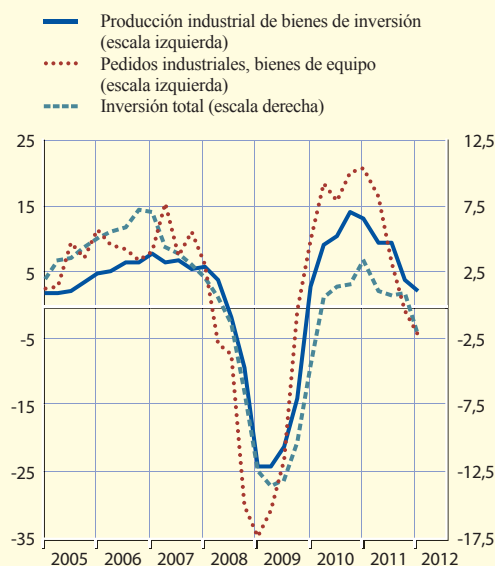
En este recuadro se examinan indicadores cuantitativos y cualitativos de la inversión empresarial (inversión total, excluida la inversión pública y residencial), que recogen las condiciones de la oferta y la demanda y que han ayudado a configurar las perspectivas de crecimiento de la inversión del presente año.

Indicadores cuantitativos de la inversión empresarial

Los determinantes más importantes de la inversión empresarial identificados en la literatura académica son el nivel de producción y, en menor medida, el coste de uso del capital. La estructura de

Gráfico A Inversión total e indicadores de corto plazo

(tasas de variación interanual)



Fuente: Eurostat.

financiación y, más concretamente, la proporción entre la financiación interna y el gasto en inversión de las empresas también influyen: las empresas suelen preferir financiar sus proyectos de inversión con fondos internos para evitar las primas asociadas a la financiación externa¹. En este contexto, la literatura ha mostrado que existe una alta correlación entre los movimientos del excedente bruto de explotación o los flujos de caja y la inversión total².

Algunos indicadores adelantados de corto plazo, como la producción industrial de bienes de equipo y los pedidos industriales de dichos bienes, señalan un nuevo debilitamiento del crecimiento de la inversión en la zona del euro en el primer semestre de 2012. Otro indicador, el excedente bruto de explotación, sugiere que dicho debilitamiento puede mantenerse contenido, siempre que no se deteriore la confianza empresarial. El excedente bruto de explotación —que proporciona una indicación de los fondos generados internamente y está altamente correlacionado con la inversión— está creciendo a un ritmo positivo, aunque cada vez más lento (véase gráfico B).

Indicadores cualitativos de la inversión empresarial

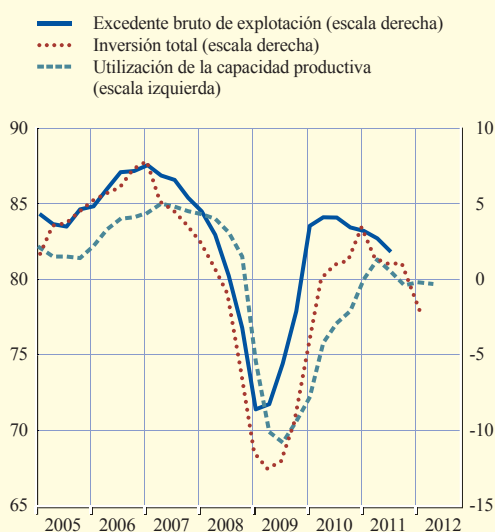
Algunas encuestas también facilitan señales sobre los planes de inversión de las empresas para el año en curso. Un aumento de la utilización de la capacidad productiva es indicativo de la necesidad de ampliar el *stock* de capital de las empresas. Según la encuesta de opinión de la Comisión Europea, el

1 Véase el artículo titulado «La inversión empresarial en la zona del euro y el papel de la situación financiera de las empresas», *Boletín Mensual*, BCE, Fráncfort del Meno, abril de 2008.

2 *Ibid.*

Gráfico B Inversión total, excedente bruto de explotación y utilización de la capacidad productiva

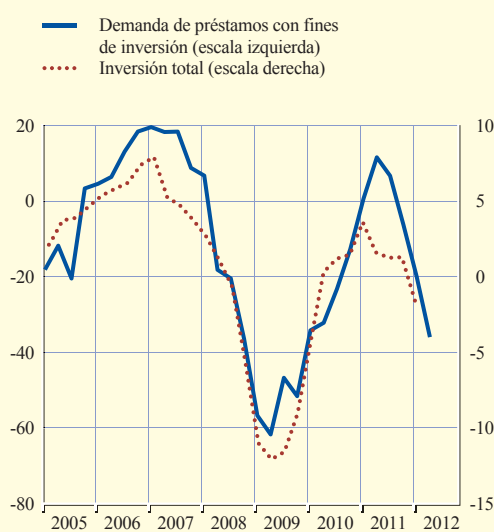
(tasas de variación interanual; utilización de la capacidad productiva en porcentaje)



Fuentes: Eurostat y Comisión Europea (encuesta de opinión de DG ECFIN del sector manufacturero).

Gráfico C Inversión total y demanda de préstamos con fines de inversión

(tasas de variación interanual; saldos)



Fuentes: Eurostat y BCE (encuesta sobre préstamos bancarios en la zona del euro de abril de 2012).

Nota: La demanda de préstamos se refiere a los saldos ponderados de las respuestas de las entidades de crédito en relación con la dirección del impacto de la contribución de la inversión en capital fijo sobre la demanda.

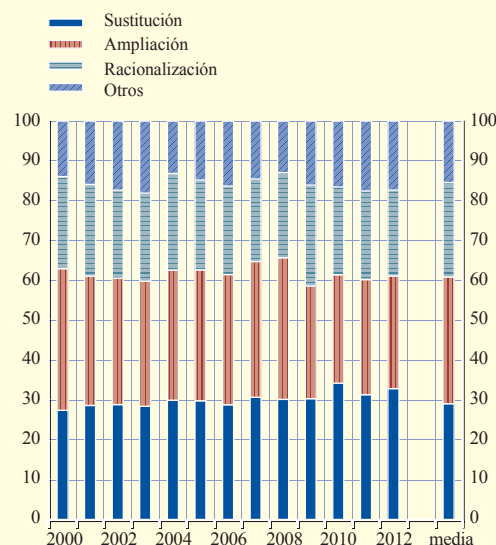
incremento de la utilización de la capacidad productiva en el sector manufacturero se vio interrumpido a principios de 2011 (véase gráfico B), posiblemente debido a una caída de la demanda con respecto al nivel existente de capacidad productiva, como refleja el *stock* de capital³.

Además, los resultados de la encuesta sobre préstamos bancarios en la zona del euro de abril de 2012 sugieren que la demanda de préstamos con fines de inversión, que también ayuda a predecir la inversión total, continuó disminuyendo en el primer trimestre de 2012 y está previsto que experimente un nuevo debilitamiento en el segundo trimestre (véase gráfico C). La menor demanda de financiación externa puede indicar que las empresas están adoptando una actitud de esperar a ver cómo se desarrollan los acontecimientos con respecto a sus decisiones de inversión, en un contexto de incertidumbre macroeconómica general todavía elevada⁴. La mayor incertidumbre puede aumentar el umbral de rentabilidad para acometer ciertos proyectos de inversión, dados unos determinados niveles de demanda, coste de financiación y otros determinantes⁵. Parece que el deterioro de la confianza empresarial es coherente con los últimos datos procedentes de la encuesta de la Dirección General de Asuntos Económicos y Financieros de la Comisión Europea (DG ECFIN) sobre la estructura de inversión. Los resultados de esta encuesta indican que se está utilizando una proporción de la inversión superior a la media para sustituir el *stock* de capital obsoleto, mientras que se espera que la inversión para ampliar la capacidad productiva, que puede suponer un mayor recurso a la financiación externa, continúe siendo relativamente limitada en 2012 (véase gráfico D).

Según la última encuesta semestral sobre inversión industrial de la Comisión Europea, se espera que el crecimiento de la inversión sea más débil en 2012 de lo que se preveía en la encuesta anterior, realizada en octubre de 2011 (véase gráfico E); la tasa de crecimiento interanual esperada se ha reducido, en términos reales, del 5 % al 2 %. Las respuestas a las preguntas sobre los factores que influyen en la inversión industrial, que ponen de manifiesto la percepción de las empresas en relación con las principales restricciones que pesan sobre la actividad de inversión, sugieren que, en general, los factores de demanda y financieros siguen favoreciendo la inversión (véase gráfico F). A pesar de que el número neto de empresas que respondieron que las condiciones de la demanda eran incentiadoras ha descendido ligeramente desde 2011, las condiciones de la demanda real continúan siendo favorables, en términos generales, y el resultado neto de las respuestas volvió a los niveles asociados

Gráfico D Estructura de la inversión industrial

(porcentajes de encuestados)

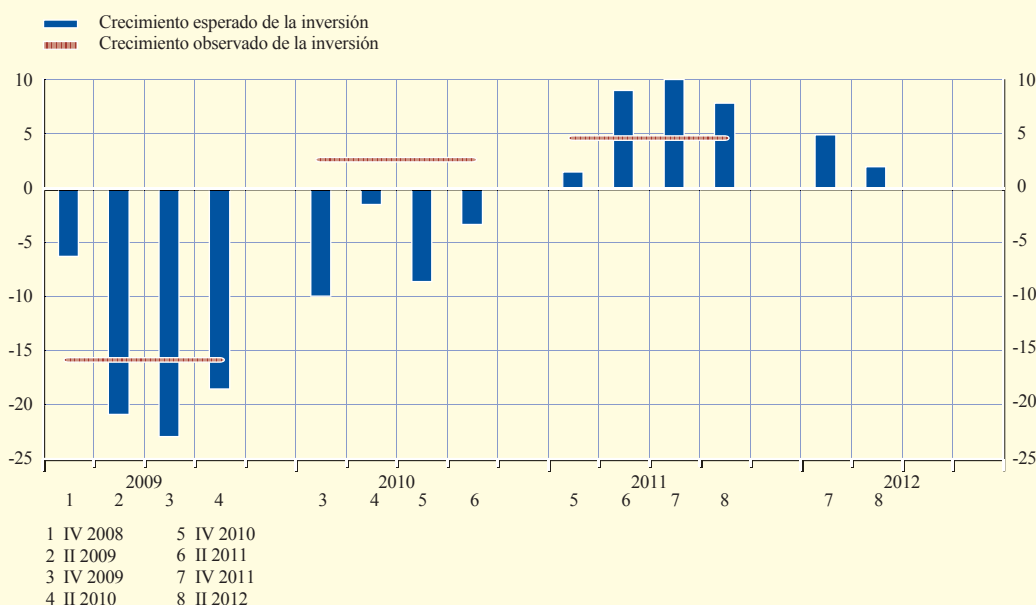


Fuente: Comisión Europea (encuesta de inversión de la DG ECFIN).

- 3 Véase el recuadro titulado «Inversión empresarial, utilización de la capacidad productiva y demanda», *Boletín Mensual*, BCE, Fráncfort del Meno, abril de 2010.
- 4 Véase el recuadro titulado «Evolución de las expectativas de crecimiento a largo plazo de la zona del euro», *Boletín Mensual*, BCE, Fráncfort del Meno, junio de 2012.
- 5 Para obtener una visión general del efecto de la incertidumbre sobre la inversión agregada y desagregada, véase A. Carruth, A. Dickerson y A. Henley, «What do we know about investment under uncertainty?», *Journal of Economic Surveys*, vol. 14, n.º 2, Blackwell Publishers Ltd., Oxford, abril de 2000.

Gráfico E Encuesta sobre inversión industrial y resultados

(tasa de variación interanual del volumen)



Fuentes: Eurostat y Comisión Europea (encuesta de inversión de la DG ECFIN).

Notas: Los números del eje de abscisas se refieren a la fecha de realización de la encuesta. La inversión en productos metálicos y maquinaria se utiliza para aproximar el crecimiento de la inversión industrial.

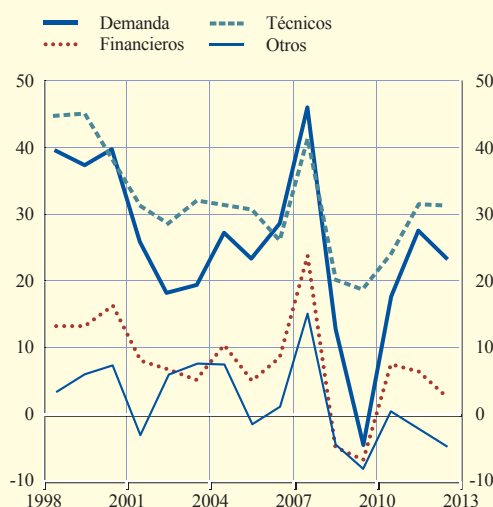
a épocas «normales», tras las oscilaciones extremas observadas durante la crisis y en los periodos posteriores. Pese al deterioro reciente de los factores financieros, estos permanecen en general en terreno positivo, alejados de los niveles registrados durante la crisis global de 2008-2009, lo que podría sugerir que la caída de la inversión no está relacionada, fundamentalmente, con las restricciones de financiación externa que han tenido que afrontar las empresas, sino que es consecuencia de su comportamiento en un entorno de mayor incertidumbre.

Perspectivas

En general, los indicadores sugieren que, a corto plazo, la dinámica de la inversión seguirá siendo lenta, posiblemente como consecuencia del prudente comportamiento inversor de las empresas ante unos niveles de incertidumbre persistentemente elevados. Al mismo tiempo, los indicadores cualitativos muestran que todavía se considera que los determinantes fundamentales (es decir,

Gráfico F Factores que influyen en la inversión industrial

(saldos)



Fuente: Comisión Europea (encuesta de inversión de la DG ECFIN).
Nota: Los saldos son medias ponderadas de los porcentajes de respuestas que indican que cada factor es «muy incentivador» (coeficiente 1), «incentivador» (coeficiente 0,5), «desincentivador» (coeficiente -0,5) y «muy desincentivador» (coeficiente -1).

las perspectivas de la demanda y las condiciones de financiación) son relativamente favorables, y claramente más favorables que en el período que siguió a la quiebra de Lehman Brothers en septiembre de 2008. A más largo plazo, aunque existen riesgos a la baja si empeorase la crisis de la deuda soberana, se espera que la inversión empresarial comience a crecer ligeramente hacia finales de 2012, en línea con la previsión de débil recuperación de la demanda interna y de las exportaciones.

CONSUMO PÚBLICO

Últimamente, el crecimiento del consumo público ha sido moderado, como consecuencia de los esfuerzos de consolidación fiscal desplegados en varios países. Tras los ligeros descensos intertrimestrales observados en el tercer y cuarto trimestre de 2011, el consumo público en términos reales se incrementó marginalmente en el primer trimestre de 2012.

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 importante efecto moderador sobre el consumo público total en términos nominales. Esta contención es atribuible a la moderada evolución de los salarios y a la reducción del empleo observada en varios países. El gasto en consumo público intermedio (que constituye algo menos de un cuarto del total) también ha disminuido, debido a los esfuerzos de consolidación llevados cabo por los Gobiernos. Las transferencias sociales en especie, que también representan casi 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 presupuestaria que se espera que se acometan en varios países de la zona del euro.

EXISTENCIAS

Se prevé que la contribución de las existencias al crecimiento se mantenga próxima a cero en el futuro próximo. Las contribuciones negativas registradas en el segundo semestre de 2011 y en el primer trimestre de 2012 fueron consecuencia de una significativa reducción del ritmo de reposición de existencias (con respecto al observado a principios de 2011), exigida por la actual desaceleración de la actividad. El hecho de que se partiera de niveles de existencias bastante bajos puede haber reducido el margen para que se produjera una fuerte desacumulación similar a la registrada tras la quiebra de Lehman Brothers.

Ciertamente, la acusada desacumulación de existencias que se observó durante la profunda recesión de 2008 y 2009, y la limitada reposición posterior que se registró durante la recuperación dejaron a las empresas con existencias bastante reducidas. Así pues, la reposición de existencias que se refleja en las cuentas nacionales desde el tercer trimestre de 2010 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 habían establecido de forma gradual, sobre todo tras la quiebra de Lehman Brothers. Las encuestas y alguna otra evidencia anecdótica apuntan hacia unos niveles de existencias gestionadas con criterios restrictivos a lo largo de la cadena de producción desde 2010 hasta mediados de 2011.

Los sustanciales aumentos netos observados en las existencias a mediados de 2011 (0,8% del PIB en el segundo trimestre), junto con el marcado deterioro de las perspectivas de negocio en el verano de 2011, indujeron a las empresas a efectuar rápidamente, en cuestión de meses, una nueva valoración de los niveles de existencias. Según las encuestas de opinión de la Comisión Europea, se considera que estos niveles habían

vuelto a la normalidad en el otoño de 2011. Las encuestas PMI también tendieron a confirmar un patrón de reducción acelerada de las existencias de bienes intermedios por parte de los productores y de las existencias de bienes al por menor en el cuarto trimestre de 2011 y, en menor medida, de las existencias de productos terminados por parte de los fabricantes (lo que está en línea con incrementos involuntarios de estas últimas existencias). Esta configuración generó contribuciones negativas de las existencias al crecimiento, cifradas en -0,3 puntos porcentuales, tanto en el tercer como en el cuarto trimestre de 2011, y una aportación adicional de -0,2 puntos porcentuales en el primer trimestre de 2012, que invirtió la secuencia de contribuciones fundamentalmente positivas observadas en los ocho trimestres anteriores.

Como la desacumulación fue significativa a principios de 2012, el grueso del proceso de ajuste de las existencias podría haberse producido ya, y se espera que la contribución de las existencias al crecimiento sea más neutral o ligeramente positiva en lo que resta de año. Ciertamente, la evidencia de las últimas encuestas (tanto de la Comisión Europea como del PMI) sobre el período comprendido entre febrero y mayo de 2012 señala una estabilización en el ritmo de acumulación/desacumulación de existencias en el primer trimestre de 2012.

COMERCIO EXTERIOR

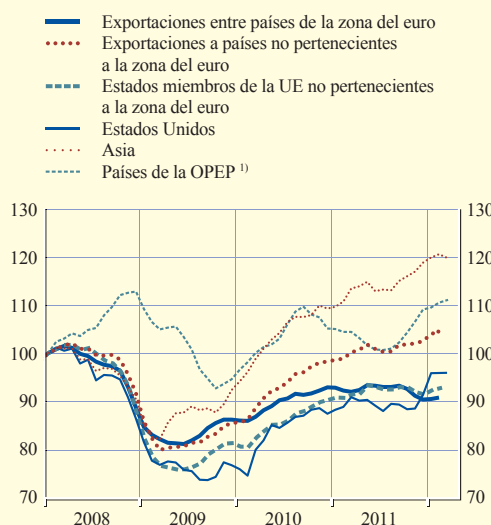
Las exportaciones de bienes y servicios registraron una recuperación moderada en el primer trimestre de 2012 (un 1 %, en tasa intertrimestral), tras una pequeña contracción en el trimestre anterior. El repunte de las exportaciones se debió, fundamentalmente, al fortalecimiento de la demanda externa. Las exportaciones a América Latina y a Estados Unidos crecieron de manera especialmente acusada, al menos en cuanto al comercio de bienes. Mientras tanto, las exportaciones a Asia perdieron importancia, después de haber experimentado un sólido crecimiento en los meses anteriores. Las exportaciones entre los países de la zona siguieron siendo contenidas (véase gráfico 53).

Las importaciones de bienes y servicios se estabilizaron en el primer trimestre de 2012 (con un aumento del 0,1 %, en tasa intertrimestral), tras haberse contraído un 1,7 % en el trimestre precedente. En conjunto, el dinamismo subyacente de crecimiento de las importaciones ha sido moderado desde principios de 2011, prácticamente en consonancia con la evolución del nivel general de la demanda interna. Como las exportaciones siguieron creciendo más que las importaciones en el primer trimestre de 2012, la contribución de la demanda exterior neta al crecimiento del PIB fue nuevamente positiva (0,4 puntos porcentuales).

De cara al futuro, los indicadores disponibles sugieren que es probable que el crecimiento de las exportaciones de la zona del euro pierda impulso a corto plazo. En mayo de 2012, el PMI de nuevos pedidos exteriores descendió hasta 45,1, el nivel más bajo desde noviembre de 2011. Este indicador ha evolucionado de manera menos favorable que el PMI global de nuevo pedidos exteriores en los últimos meses, lo que puede indicar que el reciente

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.

1) La Organización de Países Exportadores de Petróleo.

deterioro de los nuevos pedidos exteriores de la zona del euro está relacionado fundamentalmente con la reducción de la demanda de importaciones en los mercados cuyo peso en las exportaciones de la zona es mayor que en las exportaciones mundiales (lo que se aplica, en particular, a los países europeos). Mientras tanto, los niveles de la cartera de pedidos exteriores, según indica la Comisión Europea, también se deterioraron en abril de 2012, aunque se mantuvieron próximos a su media de largo plazo. De cara al futuro, se espera que el crecimiento de la demanda exterior y de las exportaciones de la zona del euro repunte de nuevo en el segundo semestre de 2012, como consecuencia del fortalecimiento gradual, aunque moderado, de la actividad económica mundial. Las perspectivas a corto plazo de las importaciones siguen siendo ligeramente débiles, lo que está básicamente en consonancia con las perspectivas de actividad económica en la zona del euro.

4.2 PRODUCTO POR RAMAS DE ACTIVIDAD

Si se analiza el lado de las cuentas nacionales correspondiente a la producción, el valor añadido total se redujo un 0,1 % en el primer trimestre de 2012, invirtiéndose por segundo trimestre consecutivo la tendencia al alza que había prevalecido desde el final de la recesión en el segundo trimestre de 2009. Los indicadores de corto plazo apuntan a una desaceleración adicional en el segundo trimestre de 2012. Sin embargo, se han observado marcadas diferencias entre los sectores desde que terminó la recesión de 2009. En el primer trimestre de 2012, el valor añadido de la industria (excluida la construcción) seguía situándose casi un 9 % por debajo del máximo anterior a la crisis. Por el contrario, el valor añadido de los servicios se acercaba al máximo previo a la crisis. El valor añadido de la construcción continuó descendiendo, hasta situarse en el primer trimestre de 2012 casi un 16 % por debajo de los niveles registrados antes de la crisis.

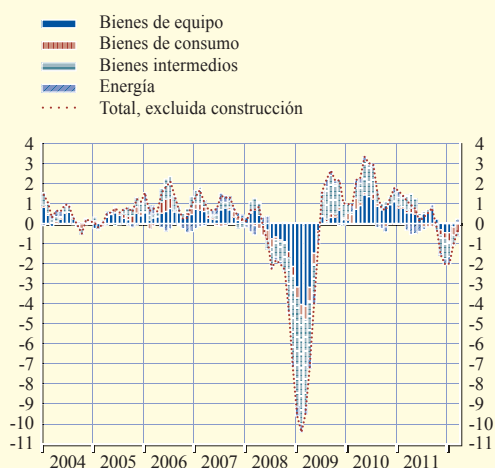
INDUSTRIA (EXCLUIDA LA CONSTRUCCIÓN)

El valor añadido de la industria, excluida la construcción, que se redujo un 1,7 %, en tasa intertrimestral, en el último trimestre de 2011, mostró un crecimiento nulo en el primer trimestre de 2012. Prácticamente en línea con la evolución del valor añadido de la industria, la producción siguió disminuyendo por segundo trimestre consecutivo (véase gráfico 54): tras descender un 2 % en el cuarto trimestre de 2011, la producción industrial (excluida la construcción) se contrajo un 0,4 % en el primer trimestre de 2012. Esta contracción fue generalizada en las principales ramas de actividad, registrándose las mayores caídas en los bienes de consumo (-1,9 %). Los datos de las encuestas de opinión de la Comisión Europea indican que el debilitamiento de la situación financiera tuvo un impacto negativo sobre la producción en el período de tres meses transcurrido hasta abril.

De cara al futuro, los indicadores de coyuntura sugieren que es probable que la debilidad de la actividad en la industria continúe en el segundo trimestre de 2012. Esta tendencia queda reflejada en el indicador de confianza industrial de la Comisión Europea, que siguió descendiendo en mayo (véase gráfico 55), debido principalmente a una valoración más negativa de las expectativas de producción y de las carteras de pedidos. La producción pasada también recibió una valoración más negativa. En los dos primeros meses del segundo trimestre de 2012, el índice PMI de producción de las manufacturas fue inferior al del primer trimestre y se mantuvo por debajo del umbral de expansión de 50, indicando una reducción adicional de la producción industrial. Concretamente, los nuevos pedidos industriales, muchos de los cuales deben aparecer posteriormente en la producción, se redujeron. Esta reducción fue generalizada en todas las ramas de actividad. Según la encuesta de la Comisión Europea y Markit, la valoración del total de las carteras de pedidos y de los nuevos pedidos registró una tendencia descendente en los dos primeros meses del segundo trimestre de 2012. En ambos meses, las carteras de pedidos se situaron ligeramente por

Gráfico 54 Crecimiento de la producción industrial y contribuciones

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

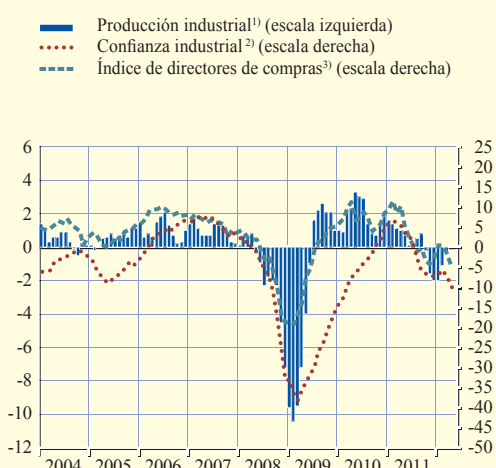


Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

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

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.

debajo de su media de largo plazo. El índice PMI de nuevos pedidos de las manufacturas también se deterioró en ambos meses y continuó señalando nuevos descensos en los nuevos pedidos industriales.

CONSTRUCCIÓN

En el primer trimestre de 2012, la contribución de la construcción al crecimiento del valor añadido total fue negativa, debido en parte a las adversas condiciones meteorológicas que se registraron en febrero en algunos países. El dinamismo subyacente del crecimiento siguió siendo débil, confirmando la fragilidad del sector de la construcción.

Los indicadores de coyuntura siguen mostrando cifras bajas y apuntan a cambios negativos en la construcción en el futuro próximo. En comparación con el primer trimestre de 2012, el PMI de la construcción y el PMI de nuevos pedidos fluctuaron en torno al mismo nivel en el primer mes del segundo trimestre, permaneciendo por debajo del umbral de contracción. En ligero contraste, el indicador de confianza de la construcción de la Comisión Europea, que se mantiene significativamente por debajo de su media de largo plazo, se redujo en los dos primeros meses del segundo trimestre de 2012.

SERVICIOS

El valor añadido de los servicios mostró un crecimiento nulo en el primer trimestre de 2012, tras diez trimestres de crecimiento positivo. Entre el tercer trimestre de 2009 y el primer trimestre de 2012, es decir, después de que se iniciara la recuperación, el crecimiento medio intertrimestral fue del 0,3 %.

De cara al futuro, las encuestas apuntan a una débil evolución de los servicios en el segundo trimestre de 2012. El nivel medio del índice PMI de producción de los servicios en abril y mayo se situó por

debajo del nivel observado en el primer trimestre y por debajo del umbral teórico de expansión de 50. La encuesta de la Comisión Europea sobre confianza de los servicios mostró una evolución similar.

4.3 MERCADO DE TRABAJO

La situación de los mercados de trabajo de la zona del euro se ha deteriorado aún más en los últimos trimestres como consecuencia de la falta de dinamismo de la actividad económica. El empleo está disminuyendo de forma ininterrumpida y la tasa de paro ha alcanzado niveles históricamente elevados debido a los ajustes que se están llevando a cabo en los mercados de trabajo de varios países de la zona del euro¹. Los indicadores adelantados, como las encuestas, han empeorado de nuevo en los últimos meses.

Las mejoras observadas en los mercados de trabajo durante 2010 y principios de 2011 dieron lugar a un aumento de las horas trabajadas, aunque el atesoramiento de trabajo durante la crisis de 2008-2009 y la lenta recuperación de la actividad económica limitó este incremento. Tras haber aumentado ligeramente en el tercer trimestre de 2011, el total de horas trabajadas volvió a reducirse un 0,4% en el cuarto trimestre. A nivel sectorial, las horas trabajadas cayeron en el sector servicios, así como en la industria (excluida la construcción). En contraste, las horas trabajadas se elevaron en las actividades inmobiliarias y profesionales.

El empleo registrado cayó en el cuarto trimestre de 2011 por segundo trimestre consecutivo. La destrucción de empleo fue especialmente acusada en el sector de la construcción, que registró un retroceso del 1,6%, en tasa intertrimestral. El empleo total en la industria (excluida la construcción) y en los servicios se contrajo algo menos, un 0,3% y un 0,1%, respectivamente, viéndose impulsado el sector servicios por un fuerte crecimiento del empleo en las actividades inmobiliarias (véase cuadro 9).

1 En el recuadro 1 de la sección 1 se examina la evolución de la tasa de actividad en la zona del euro y en Estados Unidos.

Cuadro 9 Crecimiento del empleo

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

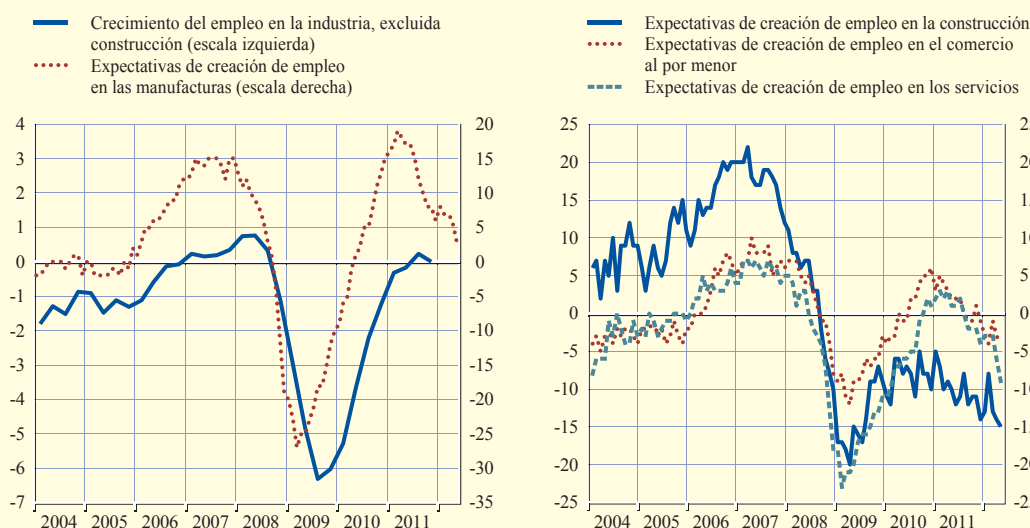
	Personas					Horas				
	Tasas interanuales		Tasas intertrimestrales			Tasas interanuales		Tasas intertrimestrales		
	2010	2011	2011 II	2011 III	2011 IV	2010	2011	2011 II	2011 III	2011 IV
Total de la economía	-0,5	0,1	0,2	-0,2	-0,2	0,0	0,2	-0,3	0,2	-0,4
<i>Del cual:</i>										
Agricultura y pesca	-0,9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

Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

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

Gráfico 56 Crecimiento del empleo y expectativas de creación de empleo

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

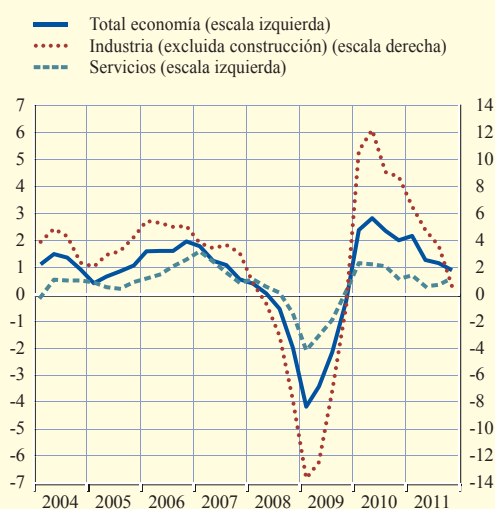


Fuentes: Eurostat y encuestas de opinión de la Comisión Europea.
 Nota: Los saldos netos están ajustados a la media.

Las encuestas sugieren que es probable que la creación de empleo se haya deteriorado aún más en el primer trimestre de 2012, como consecuencia, en parte, de la falta de dinamismo de la actividad. En concreto, el PMI compuesto de la zona del euro relativo a las expectativas de empleo (que comprende

Gráfico 57 Productividad del trabajo por persona ocupada

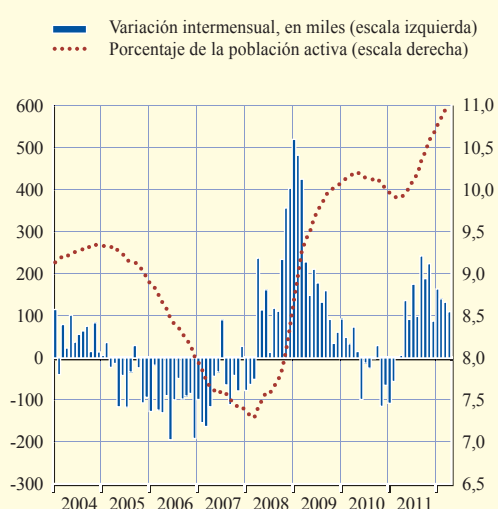
(tasas de variación interanual)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Gráfico 58 Desempleo

(datos mensuales desestacionalizados)



Fuente: Eurostat.

tanto las manufacturas como los servicios) se mantuvo por debajo del umbral de expansión en el primer trimestre de 2012, así como en los dos primeros meses del segundo trimestre. Las encuestas de opinión de la Comisión Europea presentan unas expectativas similares (véase gráfico 56).

El crecimiento de la productividad del trabajo se redujo en 2011, al caer el crecimiento interanual del PIB más que el crecimiento del empleo. El crecimiento interanual de la productividad del trabajo por persona ocupada disminuyó hasta el 0,9% en el cuarto trimestre de 2011, desde el 2,2% registrado en el primer trimestre. Además, en el mismo período el crecimiento interanual de la productividad por hora trabajada pasó del 1,8% al 0,7% (véase gráfico 57). Se espera que el crecimiento de la productividad se mantenga básicamente estable en el futuro próximo, en línea con la debilidad de la actividad económica y con la contracción adicional esperada del empleo.

La tasa de desempleo ha seguido creciendo y, en abril de 2012, se sitúa en el 11%, el nivel más alto registrado en la historia de la serie, superando el máximo alcanzado a finales de 1996. La cifra mencionada representa una subida de la tasa de paro de 1,1 puntos porcentuales con respecto al año anterior (véase gráfico 58). El lento crecimiento del empleo y los malos resultados de las encuestas apuntan a nuevos incrementos en el corto plazo.

4.4 PERSPECTIVAS DE LA ACTIVIDAD ECONÓMICA

Los indicadores disponibles para el segundo trimestre de 2012 apuntan a un debilitamiento del crecimiento y ponen de manifiesto la incertidumbre existente. Más allá del corto plazo, se sigue esperando que la economía de la zona del euro se recupere gradualmente. Sin embargo, se prevé que las tensiones existentes en algunos de los mercados de deuda soberana de la zona del euro y su impacto sobre las condiciones de concesión de crédito, el proceso de ajuste en los sectores financiero y no financiero y el elevado desempleo continúen moderando el dinamismo subyacente del crecimiento.

Las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema de junio de 2012 prevén que el crecimiento interanual del PIB real se sitúe en un intervalo comprendido entre el -0,5% y el 0,3% en 2012 y entre el 0,0% y el 2% en 2013. En comparación con las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos el BCE de marzo de 2012, el intervalo para 2012 se mantiene sin cambios, mientras que se observa un ligero estrechamiento en el intervalo correspondiente a 2013.

Las perspectivas económicas de la zona del euro están sujetas a un aumento de los riesgos a la baja, relacionados en particular con una nueva intensificación de las tensiones en varios mercados financieros de la zona del euro y con su posible contagio a la economía real de la zona, así como con nuevas subidas de los precios de las materias primas a medio plazo.

En el recuadro 9 se muestra que las expectativas de crecimiento a más largo plazo de la zona del euro han seguido una tendencia descendente desde comienzos de la década de 2000 y que la incertidumbre que las rodea ha aumentado considerablemente desde la recesión de 2009.

Recuadro 9
EVOLUCIÓN DE LAS EXPECTATIVAS DE CRECIMIENTO A LARGO PLAZO PARA LA ZONA DEL EURO

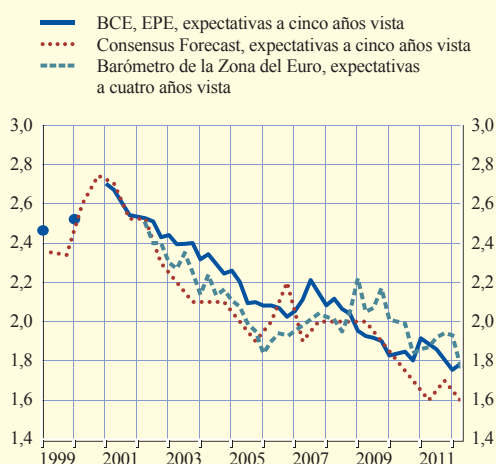
En varias encuestas económicas relativas a la zona del euro se pregunta a los participantes sus expectativas sobre el crecimiento del PIB real a cuatro años vista o más. Este horizonte es lo bastante dilatado como para no verse influido por consideraciones de carácter cíclico y, por lo tanto, para representar perspectivas de crecimiento (potencial) medio a largo plazo. Los cambios en dichas perspectivas pueden, por ejemplo, reflejar expectativas de modificaciones permanentes en los factores que determinan el crecimiento a largo plazo, como el crecimiento de la población activa o el de la productividad. No obstante, también pueden haber sido generados por movimientos cíclicos excesivos, así como por procesos de ajuste prolongados, como los que pueden producirse después de episodios de expansión y de recesión. En este sentido, la evolución económica desde el inicio de la crisis financiera y los procesos de ajuste que se pusieron en marcha como consecuencia de ella podrían haber afectado a las perspectivas de crecimiento a largo plazo y/o a la incertidumbre en torno a estas perspectivas. En este contexto, este recuadro examina la evolución de las expectativas de crecimiento del PIB real a largo plazo para la zona del euro.

Evolución de la media de las expectativas de crecimiento a largo plazo

En el período transcurrido desde 1999, los resultados de la encuesta a expertos en previsión económica¹ (EPE), de Consensus Economics y del Barómetro de la Zona del Euro, apuntan a una clara tendencia descendente de las expectativas de crecimiento a largo plazo para la zona del euro (véase gráfico A), lo que es coherente con la evolución de las estimaciones de crecimiento del producto potencial de la zona facilitadas por las organizaciones internacionales, que, en general, también han seguido una tendencia a la baja durante el mismo período (véase gráfico B). En el período anterior a la crisis, esta tendencia descendente fue consecuencia, principalmente, de una menor contribución de la denominada productividad total de los factores, que, junto con el crecimiento de los factores trabajo y capital disponibles, representa el crecimiento del producto potencial. Así pues, la crisis financiera y la posterior recesión tuvieron, asimismo, un fuerte impacto negativo en el crecimiento a más largo plazo del trabajo y del capital a través, por ejemplo, de una mayor tasa de desempleo estructural y de una adversa y

Gráfico A Expectativas de crecimiento a largo plazo para la zona del euro

(tasas de variación interanual)

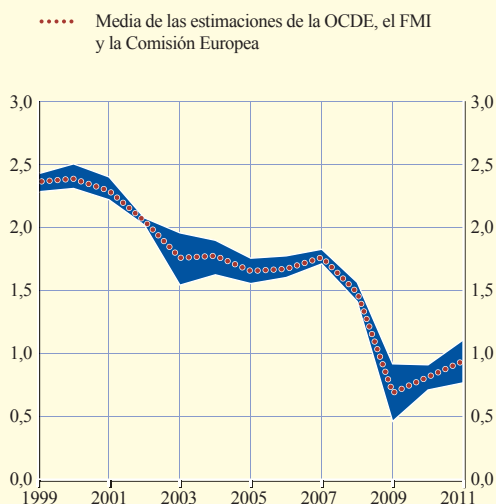


Fuentes: BCE, Consensus Economics y Barómetro de la Zona del Euro. Nota: En 1999 y 2000, la EPE recopiló información sobre expectativas de inflación a cinco años vista solamente en el primer trimestre. El Barómetro de la Zona del Euro y Consensus Economics empezaron a recoger datos sobre la zona del euro en 2002 y 2003, respectivamente. Antes de 2003, las predicciones de Consensus Economics se construyeron como medias de las predicciones relativas a Alemania, Francia, Italia, Países Bajos y España, utilizando ponderaciones del PIB.

1 La encuesta recoge trimestralmente información sobre las expectativas de inflación, de crecimiento del PIB real y de desempleo en la zona del euro, proveniente de expertos que trabajan en instituciones financieras y no financieras radicadas en la UE. Se pueden consultar los datos en el sitio web del BCE www.ecb.europa.eu/stats/prices/indic/forecast/html/index.en.html.

Gráfico B Estimaciones del producto potencial

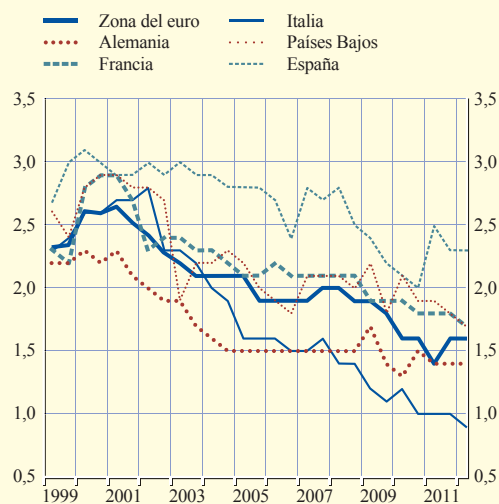
(tasas de variación interanual)



Fuentes: Economic Outlook, OCDE, noviembre de 2011; Perspectivas de la Economía Mundial, FMI, abril de 2012; y Comisión Europea, base de datos AMECO, primavera de 2012.
Nota: La zona sombreada indica el rango de las estimaciones.

Gráfico C Expectativas de crecimiento a largo plazo para la zona del euro y de las economías más grandes de la zona

(tasas de variación interanual)



Fuente: Consensus Economics.
Nota: Se dispone de expectativas relativas a la tasa media de crecimiento correspondientes a un periodo de entre seis y diez años vista con un único decimal.

prolongada dinámica de la inversión. Más en general, el envejecimiento de la población, que frena la tasa de crecimiento de la población activa futura, afecta a las perspectivas de crecimiento a más largo plazo de la zona del euro².

En la tendencia descendente de las expectativas sobre el nivel de crecimiento del PIB real derivadas de las encuestas se observan varias fases de desarrollo. Concretamente, las expectativas aumentaron de forma notoria durante 2000/2001, cuando se esperaba un crecimiento de la productividad elevado y permanente relacionado con el avance de las tecnologías de la información. Las expectativas de crecimiento a largo plazo alcanzaron un máximo histórico del 2,7% a principios de 2011. Luego disminuyeron de forma continuada hasta estabilizarse y repuntar ligeramente en el periodo anterior a la crisis. El repunte registrado justo antes del inicio de la crisis, que alcanzó el 2,2%, coincidió con un periodo de expansión, donde se observaron tasas de crecimiento del PIB real cercanas al 3% y, en ocasiones, superiores a este valor. Al iniciarse la crisis, las expectativas de crecimiento a largo plazo volvieron a seguir una tendencia a la baja, y actualmente se sitúan en torno al 1,7%.

El paralelismo entre fases concretas del ciclo económico y las fluctuaciones de las expectativas de crecimiento a largo plazo sugiere que las expectativas no solo están determinadas por factores estructurales, sino también por olas de optimismo y pesimismo sobre el crecimiento.

Pueden efectuarse observaciones similares a las realizadas sobre la zona del euro en su conjunto para la evolución de las expectativas de crecimiento a largo plazo de los países más grandes de la zona. Los datos de Consensus Economics muestran que, a principios de la década de 2000, todos los

² Para un análisis del concepto de producto potencial y de la evolución de las estimaciones relativas al producto potencial de la zona del euro, véase el artículo titulado «Tendencias del producto potencial», *Boletín Mensual*, BCE, enero de 2011.

países examinados, a excepción de Alemania, compartían una mejora en las expectativas de crecimiento a largo plazo relacionada con la esperanza de una «Nueva Economía», impulsada por las tecnologías de la información, y posiblemente también con el impacto económico de la Unión Monetaria (véase gráfico C). El posterior deterioro de las perspectivas de crecimiento a largo plazo se produjo a ritmos diferentes dependiendo de los países, registrándose los descensos más acusados en Italia y en los Países Bajos (donde se observó un auge en el mercado de la vivienda a comienzos de la década de 2000). La estabilización de las expectativas agregadas antes de la crisis parece haberse debido, principalmente, a la estabilización de las expectativas relativas a Francia y a Alemania, mientras que la reanudación de la tendencia descendente tras la crisis fue consecuencia, fundamentalmente, de las expectativas de crecimiento para España, reflejando la fase bajista del ciclo económico.

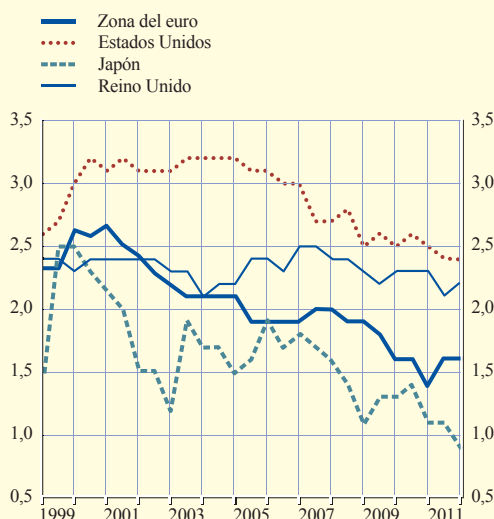
Si se considera el período completo, a partir de 1999 las expectativas de crecimiento a largo plazo para Alemania se han situado sistemáticamente por debajo de las expectativas medias para la zona del euro en su conjunto, manteniéndose relativamente estables en torno al 1,5 %. Las expectativas de crecimiento a largo plazo para Italia también se han situado por debajo de la media de la zona del euro, pero su tendencia ha sido descendente. Al mismo tiempo, las expectativas de crecimiento a más largo para los Países Bajos y Francia han estado prácticamente en línea con las de la zona del euro, mientras que las expectativas para España se han situado en un nivel considerablemente más elevado si se compara con otros de los países grandes de la zona del euro, así como con la zona del euro en su conjunto.

La evolución de las expectativas de crecimiento a largo plazo en otras economías avanzadas comparte algunas de las características mostradas en la de la zona del euro. El aumento registrado a principios de la década pasada también puede observarse en Estados Unidos y en Japón, y es más acusado que el de la zona del euro (véase gráfico D). Las expectativas de crecimiento para el Reino Unido se mantuvieron estables en ese período, aunque aumentaron en el período previo a la crisis, cuando en Estados Unidos ya habían empezado a descender.

En el período posterior a 1999, las expectativas de crecimiento a largo plazo para Estados Unidos han sido sistemáticamente más elevadas que en el caso de otras economías, lo que es coherente con las estimaciones sobre el crecimiento del producto potencial en dicho país, que siempre han estado por encima de las estimaciones relativas a la zona del euro. Por lo que respecta a Japón, el nivel relativamente reducido de las expectativas de crecimiento a largo plazo podría estar relacionado con la prolongada fase de ajuste que siguió a las excesivas fluctuaciones que se observaron en el precio de los activos durante la década de los noventa, así como con el envejecimiento de la población.

Gráfico D Expectativas de crecimiento a largo plazo para la zona del euro, Estados Unidos y Reino Unido

(tasas de variación interanual)



Fuente: Consensus Economics.

Notas: Se dispone de expectativas relativas a la tasa media de crecimiento correspondientes a un período de entre seis y diez años vista con un único decimal. Se ha interpolado la observación para Japón correspondiente a abril de 2001.

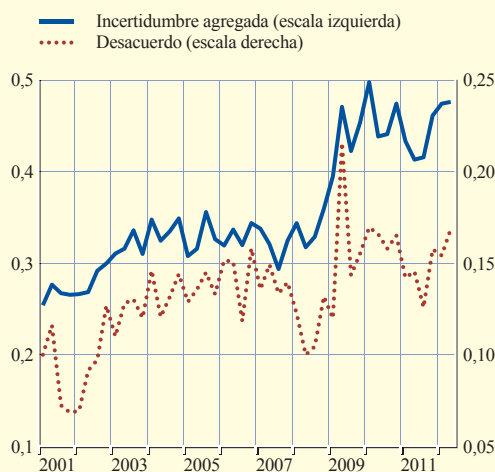
Evolución de la incertidumbre en torno a las expectativas de crecimiento a largo plazo

Desde el comienzo de la crisis financiera, el grado de incertidumbre macroeconómica en torno a las perspectivas macroeconómicas se ha intensificado considerablemente. Un aumento de la incertidumbre relativa a las perspectivas de crecimiento a largo plazo puede, por ejemplo, reflejarse en un mayor desacuerdo entre los participantes en las encuestas acerca del resultado que consideran más probable. A este respecto, el coeficiente de variación³ de la distribución de las predicciones individuales de la EPE representa una medida del desacuerdo entre los participantes (véase gráfico E). El desacuerdo alcanzó su máximo en el segundo trimestre de 2009, en plena recesión, pero luego volvió a un nivel ligeramente superior al observado antes de la crisis. Otro indicador de incertidumbre es el coeficiente de variación agregado que se deriva de la distribución de probabilidad agregada (que promedia las distribuciones individuales que se piden a los participantes en la EPE, junto con sus predicciones). Esta medida empezó a aumentar a finales de 2008 y ha fluctuado en torno a niveles relativamente elevados desde 2009 (véase gráfico E). Tomados en conjunto, los dos indicadores de incertidumbre sugieren que en estos momentos los encuestados confían menos en sus predicciones que antes.

En resumen, las expectativas de crecimiento del PIB real a largo plazo para la zona del euro han seguido una tendencia descendente desde principios de la década de 2000, lo que es coherente con una contribución más baja del crecimiento de la productividad total de los factores, y más recientemente también con un menor crecimiento del trabajo y del capital según las estimaciones sobre el crecimiento del producto potencial. Al mismo tiempo, se observaron algunos pequeños repentes en la tendencia a la baja de las expectativas a largo plazo de las encuestas en momentos en los que la evolución económica era especialmente favorable. Además, cabe señalar que tras la recesión de 2009, la incertidumbre en torno a la evolución del crecimiento a largo plazo aumentó considerablemente. Dado que la incertidumbre general puede tener un impacto negativo sobre los resultados económicos, al provocar, por ejemplo, un aplazamiento de las decisiones de inversión de las empresas, así como una actitud más prudente por parte de los hogares, una mayor incertidumbre en torno a las perspectivas de crecimiento a más largo plazo podría ser por sí misma un factor que también haya contribuido al empeoramiento de las expectativas de crecimiento a largo plazo para la zona del euro.

Gráfico E Incertidumbre y desacuerdo sobre las expectativas de crecimiento a más largo plazo de la EPE

(porcentaje)



Fuente: BCE.

Nota: La incertidumbre agregada se define como el coeficiente de variación de la distribución de probabilidad agregada, mientras que el desacuerdo se define como el coeficiente de variación de la distribución de las predicciones puntuales.

3 El coeficiente de variación corresponde a la desviación típica de la distribución dividido por la media de la distribución. Conviene normalizar la desviación típica porque las expectativas de crecimiento a largo plazo muestran una tendencia.

5 EVOLUCIÓN DE LAS FINANZAS PÚBLICAS

En 2011 se realizaron avances considerables en los procesos de consolidación presupuestaria en la zona del euro, pero son necesarios mayores esfuerzos para restablecer la sostenibilidad de las finanzas públicas y la confianza de los mercados. Según las previsiones económicas de la Comisión Europea de primavera de 2012, el déficit de las Administraciones Públicas de la zona del euro seguirá descendiendo este año y se situará por debajo del valor de referencia en 2013, pese a la existencia de acusadas diferencias entre países. Los países sujetos a un procedimiento de déficit excesivo deben velar por la corrección de sus déficits excesivos en consonancia con los plazos establecidos, lo que, en algunos de ellos, requerirá la adopción de medidas de consolidación adicionales.

EVOLUCIÓN DE LAS FINANZAS PÚBLICAS EN 2011

Según los datos proporcionados en la notificación del procedimiento de déficit excesivo de primavera de 2012 de Eurostat, el déficit de las Administraciones Públicas de la zona del euro descendió hasta situarse en el 4,1 % del PIB en 2011, en comparación con el 6,2 % de 2010 (véase cuadro 10). En 2011 se realizaron avances considerables en los procesos de consolidación presupuestaria en la zona del euro, resultantes, en gran parte, de medidas de reducción del gasto, que principalmente fueron de carácter permanente. No obstante, los déficits presupuestarios permanecieron por encima del valor de referencia del 3 % del PIB en todos los países de la zona excepto en Alemania, Estonia, Luxemburgo, Malta, Austria y Finlandia.

El déficit de las Administraciones Públicas de la zona del euro continuó aumentando en 2011, si bien a un ritmo más lento, y alcanzó el 88 % del PIB, en comparación con el 85,6 % de 2010. Aunque el déficit primario descendió, siguió siendo el principal determinante de la evolución de la deuda en 2011. Únicamente cinco países de la zona del euro registraron ratios de deuda inferiores al valor de referencia del 60 % del PIB, mientras que estas ratios se situaban próximas al 100 % del PIB o por encima de este nivel en Bélgica, Irlanda, Grecia, Italia y Portugal (véase cuadro 11).

EVOLUCIÓN DE LAS FINANZAS PÚBLICAS EN 2012 Y EN AÑOS POSTERIORES

Se espera que el proceso de consolidación continúe en 2012, aunque a un ritmo más lento. Según las previsiones económicas de la Comisión Europea de primavera de 2012, el déficit de las Administraciones Públicas de la zona del euro disminuirá hasta el 3,2 % del PIB en 2012, prácticamente sin ninguna variación con respecto a las previsiones del otoño pasado, y se reducirá hasta situarse ligeramente por debajo del valor de referencia en 2013 (véase cuadro 10). La mejora prevista de los saldos presupuestarios,

Cuadro 10 Evolución de las finanzas públicas de la zona del euro

(en porcentaje del PIB)

	2009	2010	2011	2012	2013
a. Ingresos totales	44,8	44,7	45,3	46,2	46,1
b. Gastos totales	51,2	51,0	49,4	49,4	49,0
De los cuales:					
c. Gasto por intereses	2,9	2,8	3,1	3,2	3,2
d. Gasto primario (b - c)	48,4	48,1	46,3	46,2	45,8
Saldo presupuestario (a - b)	-6,4	-6,2	-4,1	-3,2	-2,9
Saldo presupuestario primario (a - d)	-3,5	-3,4	-1,1	0,0	0,3
Saldo presupuestario ajustado de ciclo	-4,6	-5,1	-3,3	-2,0	-1,8
Saldo presupuestario estructural	-4,6	-4,4	-3,4	-2,1	-1,9
Deuda bruta	79,9	85,6	88,0	91,8	92,6
Pro memoria: PIB real					
(tasa de variación interanual)	-4,3	1,9	1,5	-0,3	1,0

Fuentes: Previsiones económicas de la Comisión Europea de primavera de 2012 y cálculos del BCE.

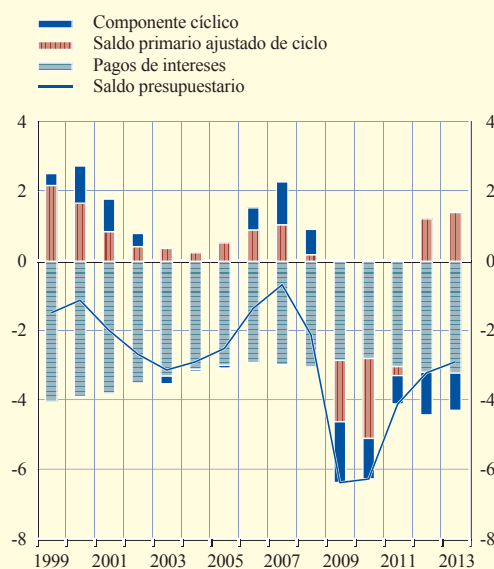
Notas: Los datos se refieren a las Administraciones Públicas. Pueden producirse discrepancias, debido al redondeo.

en particular en 2012, con un ajuste estructural de casi 1,3 puntos porcentuales para la zona del euro en su conjunto, es atribuible principalmente a las medidas para aumentar los ingresos, mientras que se espera que la ratio de gasto prácticamente no se modifique durante el horizonte de las proyecciones. Además, se prevé que el componente cíclico del déficit público de la zona se mantenga básicamente inalterado durante el citado horizonte, por lo que cabe esperar que el efecto adverso sobre el crecimiento de las medidas de consolidación presupuestaria sea limitado (véase gráfico 59).

La mejora general de los saldos presupuestarios oculta notables diferencias entre países y, aunque se espera que estos saldos mejoren en la mayoría de los países de la zona del euro, la velocidad del ajuste varía considerablemente de unos a otros. Según las previsiones económicas de la Comisión Europea de primavera de 2012, las medidas de saneamiento estructural serán especialmente sustanciales en 2012 en Grecia, España, Italia, Chipre y Portugal, ascendiendo a 2,5 o más puntos porcentuales.

De acuerdo con las últimas previsiones de la Comisión, la deuda de las Administraciones Públicas en relación con el PIB de la zona del euro volverá a aumentar y se situará en el 91,8% del PIB en 2012 y en el 92,6% en 2013, lo que representa un ligero incremento con respecto a las previsiones de otoño de 2011. La expectativa de que la ratio de deuda siga aumentando es resultado, en gran medida, de que algunos países están haciendo frente al impacto negativo del diferencial entre la tasa de crecimiento y los tipos de interés y a un acusado empeoramiento de los ajustes déficit-deuda. No obstante, se prevé que el efecto de estos dos factores que contribuyen al incremento de la deuda se debilita en 2013 y que se vea parcialmente compensado al registrar el saldo primario de la zona del euro un superávit, lo que explica la previsión de que la ratio de deuda aumentará a un ritmo más lento en la zona en su conjunto.

Gráfico 59 Descomposición de la consolidación presupuestaria en la zona del euro



Fuente: Previsiones económicas de la Comisión Europea de primavera de 2012.

VALORACIÓN DE LAS ACTUALIZACIONES DE LOS PROGRAMAS DE ESTABILIDAD DE 2012

Según las actualizaciones de los programas de estabilidad de 2012, se espera que el déficit de las Administraciones Públicas de la zona del euro disminuya hasta el 3% del PIB en 2012, el 1,9% en 2013 y el 1% en 2014 (véase cuadro 11). Estos programas son acordes, en líneas generales, con las previsiones de la Comisión para 2012, pero son considerablemente más optimistas para 2013. La diferencia observada puede atribuirse fundamentalmente a los distintos supuestos sobre la consolidación, ya que la previsión de la Comisión solo tiene en cuenta medidas que ya han superado el proceso legislativo o que se han especificado con suficiente detalle. Dado que todavía no se han aprobado los presupuestos para 2013, muchos de los supuestos de consolidación utilizados en las actualizaciones de los programas de estabilidad para 2013 no se han tenido en cuenta en las previsiones de la Comisión de primavera de 2012, lo que apunta a la necesidad de que los Gobiernos refuercen sus planes de consolidación con medidas especificadas adecuadamente al elaborar los presupuestos para 2013.

Cuadro 11 Actualizaciones de los programas de estabilidad de 2012 de los países de la zona del euro

	Saldo presupuestario (en porcentaje del PIB)					Deuda bruta (en porcentaje del PIB)					PIB real (tasas de variación)				
	2010	2011	2012	2013	2014	2010	2011	2012	2013	2014	2010	2011	2012	2013	2014
Bélgica															
Previsión de la CE de primavera de 2012	-3,8	-3,7	-3,0	-3,3	-	96,0	98,0	100,5	100,8	-	2,3	1,9	0,0	1,2	-
Actualización de abril de 2012	-	-3,7	-2,8	-2,2	-1,1	-	98,0	99,4	97,8	95,5	-	1,9	0,1	1,3	1,7
Alemania															
Previsión de la CE de primavera de 2012	-4,3	-1,0	-0,9	-0,7	-	83,0	81,2	82,2	80,7	-	3,7	3,0	0,7	1,7	-
Actualización de abril de 2012	-4,3	-1,0	-1,0	-0,5	0,0	83,0	81,2	82,0	80,0	78,0	-	3,0	0,7	1,6	1,6
Estonia															
Previsión de la CE de primavera de 2012	0,2	1,0	-2,4	-1,3	-	6,7	6,0	10,4	11,7	-	2,3	7,6	1,6	3,8	-
Actualización de abril de 2012	-	1,0	-2,6	-0,7	0,1	-	6,0	8,8	11,0	10,6	-	7,6	1,7	3,0	3,4
Irlanda															
Previsión de la CE de primavera de 2012	-31,2	-13,1	-8,3	-7,5	-	92,5	108,2	116,1	120,2	-	-0,4	0,7	0,5	1,9	-
Actualización de abril de 2012	-	-13,1	-8,3	-7,5	-4,8	-	108,2	117,5	120,3	119,5	-	0,7	0,7	2,2	3,0
Grecia															
Previsión de la CE de primavera de 2012	-10,3	-9,1	-7,3	-8,4	-	145,0	165,3	160,6	168,0	-	-3,5	-6,9	-4,7	0,0	-
Actualización de abril de 2012	-10,3	-9,1	-7,3	-4,7	-2,2	165,3	160,5	160,3	164,2	161,1	-	-	-	-	-
España															
Previsión de la CE de primavera de 2012	-9,3	-8,5	-6,4	-6,3	-	61,2	68,5	80,9	87,0	-	-0,1	0,7	-1,8	-0,3	-
Actualización de abril de 2012	-	-8,5	-5,3	-3,0	-2,2	-	68,5	79,8	82,3	81,5	-	0,7	-1,7	0,2	1,4
Francia															
Previsión de la CE de primavera de 2012	-7,1	-5,2	-4,5	-4,2	-	82,3	85,8	90,5	92,5	-	1,5	1,7	0,5	1,3	-
Actualización de abril de 2012	-7,1	-5,2	-4,4	-3,0	-2,0	-	85,8	89,0	89,2	88,4	1,5	1,7	0,7	1,8	2,0
Italia															
Previsión de la CE de primavera de 2012	-4,6	-3,9	-2,0	-1,1	-	118,6	120,1	123,5	121,8	-	1,8	0,4	-1,4	0,4	-
Actualización de abril de 2012	-4,6	-3,9	-1,7	-0,5	-0,1	118,6	120,1	123,4	121,5	118,2	-	0,4	-1,2	0,5	1,0
Chipre															
Previsión de la CE de primavera de 2012	-5,3	-6,3	-3,4	-2,5	-	61,5	71,6	76,5	78,1	-	1,1	0,5	-0,8	0,3	-
Actualización de abril de 2012	-5,3	-6,3	-2,6	-0,6	0,0	61,5	71,6	72,1	70,2	67,8	-	0,5	-0,5	0,5	1,0
Luxemburgo															
Previsión de la CE de primavera de 2012	-0,9	-0,6	-1,8	-2,2	-	19,1	18,2	20,3	21,6	-	2,7	1,6	1,1	2,1	-
Actualización de abril de 2012	-	-0,6	-1,5	-1,2	-0,9	-	18,2	20,9	23,6	24,4	-	1,6	1,0	2,1	3,3
Malta															
Previsión de la CE de primavera de 2012	-3,7	-2,7	-2,6	-2,9	-	69,4	72,0	74,8	75,2	-	2,3	2,1	1,2	1,9	-
Actualización de abril de 2012	-	-2,7	-2,2	-1,7	-1,1	-	72,0	70,3	68,7	67,4	-	-	-	-	-

Cuadro II Actualizaciones de los programas de estabilidad de 2012 de los países de la zona del euro (cont.)

	Saldo presupuestario (en porcentaje del PIB)					Deuda bruta (en porcentaje del PIB)					PIB real (tasas de variación)				
	2010	2011	2012	2013	2014	2010	2011	2012	2013	2014	2010	2011	2012	2013	2014
Países Bajos															
Previsión de la CE de primavera de 2012	-5,1	-4,7	-4,4	-4,6	-	62,9	65,2	70,1	73,0	-	1,7	1,2	-0,9	0,7	-
Actualización de abril de 2012	-	-4,7	-4,2	-3,0	-	-	65,2	70,2	73,0	75,0	-	1,2	-0,8	1,3	1,5
Austria															
Previsión de la CE de primavera de 2012	-4,5	-2,6	-3,0	-1,9	-	71,9	72,2	74,2	74,3	-	2,3	3,1	0,8	1,7	-
Actualización de abril de 2012	-4,5	-2,6	-3,0	-2,1	-1,5	71,9	72,2	74,7	75,3	74,6	-	3,1	0,4	1,4	2,0
Portugal															
Previsión de la CE de primavera de 2012	-9,8	-4,2	-4,7	-3,1	-	93,3	107,8	113,9	117,1	-	1,4	-1,6	-3,3	0,3	-
Actualización de abril de 2012	-	-4,2	-4,5	-3,0	-1,8	-	107,8	113,1	115,7	113,4	-	-1,6	-3,0	0,6	2,0
Eslovenia															
Previsión de la CE de primavera de 2012	-6,0	-6,4	-4,3	-3,8	-	38,8	47,6	54,7	58,1	-	1,4	-0,2	-1,4	0,7	-
Actualización de abril de 2012	-	-6,4	-3,5	-2,5	-1,5	-	47,6	51,9	53,1	52,6	-	-0,2	-0,9	1,2	2,2
Eslovaquia															
Previsión de la CE de primavera de 2012	-7,7	-4,8	-4,7	-4,9	-	41,1	43,3	49,7	53,5	-	4,2	3,3	1,8	2,9	-
Actualización de abril de 2012	-	-4,8	-4,6	-2,9	-2,3	-	43,3	50,2	52,0	53,0	-	3,3	1,1	2,7	3,6
Finlandia															
Previsión de la CE de primavera de 2012	-2,5	-0,5	-0,7	-0,4	-	48,4	48,6	50,5	51,7	-	3,7	2,9	0,8	1,6	-
Actualización de abril de 2012	-2,5	-0,5	-1,1	-0,5	-0,1	48,4	48,6	50,7	51,8	51,9	-	2,9	0,8	1,5	2,1
Zona del euro															
Previsión de la CE de primavera de 2012	-6,2	-4,1	-3,2	-2,9	-	85,6	88,0	91,8	92,6	-	1,9	1,5	-0,3	1,1	-
Actualización de abril de 2012	-	-4,1	-3,0	-1,9	-1,0	-	87,8	91,2	91,0	89,5	-	1,7	-0,1	1,2	1,6

Fuentes: Previsiones económicas de la Comisión Europea de primavera de 2012, actualizaciones de abril de 2012 de los programas de estabilidad, fuentes nacionales y cálculos del BCE.

Notas: El agregado de la zona del euro se calcula como la media ponderada de todos los países de la zona para los que se dispone de datos. Dado que todavía no se dispone de la actualización de abril de 2012 del programa de estabilidad de Grecia, las cifras que figuran en este cuadro son las de los últimos objetivos del programa de la UE y el FMI (2012-2014). Las zonas sombreadas corresponden a los plazos fijados en el contexto de los procedimientos de déficit excesivo. El plazo para Irlanda es 2015.

Aunque los programas de estabilidad actualizados prevén que todos los países que están sujetos a un procedimiento de déficit excesivo con plazos que finalizan en 2012 o 2013 corregirán sus déficits excesivos en los plazos acordados, las previsiones de la Comisión difieren de esta valoración en lo que respecta a varios países, en parte porque actualmente no se han anunciado medidas que estén suficientemente bien especificadas. De los países sujetos a un procedimiento de déficit excesivo y con plazo de corrección que termina en 2012, la Comisión considera que, en general, Bélgica e Italia van por la senda adecuada para corregir sus déficits en consonancia con los compromisos adquiridos en el contexto del procedimiento de déficit excesivo, mientras que Chipre debe especificar medidas adicionales para cerrar su brecha de consolidación. En cuanto a los países sometidos a un procedimiento de déficit excesivo y con plazo de corrección que finaliza en 2013, la previsión de la Comisión indica la existencia de brechas de consolidación en España, Francia, Países Bajos, Eslovaquia y Eslovenia, y en menor medida en Portugal, mientras que, por el contrario, Alemania y Austria ya han alcanzado este objetivo, registrando déficits por debajo del valor de referencia del 3 % del PIB en 2011.

A continuación se presenta un breve análisis de la evolución presupuestaria reciente y de los objetivos presupuestarios actualizados de los países más importantes de la zona del euro y de aquellos acogidos a un programa de la UE y del FMI.

En Alemania, el déficit de las Administraciones Públicas en relación con el PIB descendió considerablemente, desde el 4,3 % de 2010 hasta el 1 % de 2011, aproximadamente 1,5 puntos porcentuales por debajo del objetivo fijado en la actualización del programa de estabilidad del año pasado. Este resultado mejor de lo esperado se debió fundamentalmente a una evolución macroeconómica favorable, a unos ingresos impositivos mayores de lo esperado y a un gasto inferior al previsto, que en cierta medida estuvo relacionado con la retirada gradual del considerable apoyo prestado al sector financiero. En la actualización del programa de estabilidad de abril de 2012, el Gobierno alemán endureció ligeramente los objetivos de déficit presupuestario para 2012-2015, fijándolos en el 0,5 % del PIB por año. Actualmente se prevé que el déficit (redondeado a 0,5 puntos porcentuales) se mantenga en torno al 1 % del PIB en 2012 y que disminuya hasta el 0,5 % del PIB en 2013. Para 2014 y 2015, el Gobierno espera que el presupuesto esté prácticamente equilibrado.

En Francia, el déficit de las Administraciones Públicas se redujo casi 2 puntos porcentuales en 2011, hasta el 5,2 % del PIB, ligeramente por debajo del objetivo del Gobierno del 5,7 % del PIB. Esta mejora estuvo impulsada por unos ingresos superiores a lo previsto y por un mejor control del gasto, debido, entre otros factores, a la disminución de las transferencias y de las ayudas y a la retirada gradual de un programa temporal de apoyo al empleo. En abril de 2012, el Gobierno saliente presentó el programa de estabilidad actualizado, que fija un objetivo de ratio de déficit del 3 % del PIB en 2013, en consonancia con las exigencias del procedimiento de déficit excesivo para la corrección de dicho déficit. Además, prevé alcanzar el equilibrio presupuestario en 2016. El nuevo Gobierno ha confirmado que se cumplirá el objetivo de déficit de 2013, mientras que la consecución del equilibrio presupuestario probablemente se aplaze a 2017. El nuevo Gobierno presentará una actualización del programa de estabilidad en julio de 2012.

En Italia, el déficit de las Administraciones Públicas disminuyó hasta el 3,9 % del PIB en 2011, frente al 4,6 % de 2010. El programa de estabilidad actualizado de 2012 fija un objetivo de déficit en relación con el PIB del 1,7 % en 2012 y del 0,5 % en 2013. Estos objetivos son considerablemente más ambiciosos que los presentados en el programa de estabilidad del año pasado (en 1 punto porcentual para ambos años). El objetivo de alcanzar un presupuesto prácticamente equilibrado se ha fijado para 2014. El 17 de abril de 2012, el Parlamento italiano aprobó una ley que introduce una regla de equilibrio presupuestario a partir de 2014 a nivel constitucional.

En España, la información más reciente indica que el déficit de las Administraciones Públicas ascendió al 8,9 % del PIB, valor superior al 8,5 % del PIB notificado a Eurostat en marzo de 2012 y considerablemente por encima del objetivo de déficit fijado en la actualización del programa de estabilidad de 2011 (el 6 % del PIB). La última revisión se debe a gastos adicionales de las Comunidades Autónomas descubiertos durante una auditoría de facturas impagadas realizada en el contexto de un mecanismo de financiación instaurado para el pago de las facturas pendientes de las Administraciones regionales y locales. Según el programa de estabilidad actualizado de 2012, el déficit público debería reducirse hasta el 5,3 % del PIB este año y hasta el 3 % el año que viene. Parte de este objetivo debe alcanzarse mediante una combinación de medidas de amplio alcance relacionadas con los ingresos, pero fundamentalmente a través de fuertes recortes del gasto, particularmente en 2012. El borrador de los presupuestos generales del Estado para 2012 fue presentado en el Parlamento a principios de abril. A mediados de ese mes, el Gobierno aprobó dos leyes que allanaban el camino para una racionalización

sustancial del gasto en sanidad y en educación en los presupuestos de las Comunidades Autónomas. Estas Comunidades han realizado ajustes en los presupuestos de 2012 y en mayo presentaron «planes de reequilibrio» para el período 2012-2014. La nueva Ley de estabilidad presupuestaria española, que establece, entre otras medidas, un seguimiento y un control sustancialmente reforzados de los presupuestos de las Comunidades Autónomas, entró en vigor a principios de mayo y es plenamente aplicable en el ejercicio presupuestario actual.

En Grecia, el déficit de las Administraciones Públicas se situó en el 9,1 % del PIB en 2011, 1,2 puntos porcentuales por encima del objetivo fijado en el programa original de ajuste económico de la UE y el FMI, reflejo de la magnitud de la recesión, pero también de la pérdida de impulso del proceso de reforma. El programa sucesor de la UE y el FMI, acordado en marzo de 2012, tiene como objetivo que el déficit público se reduzca hasta situarse en el 7,3 % del PIB en 2012 y el 4,7 % en 2013. La carga de la deuda pública quedó sustancialmente aliviada gracias a un intercambio voluntario de deuda pública que estaba en manos del sector privado que supuso una reducción del 53,5 % del valor nominal. Una parte de la antigua deuda se canjeó por pagarés de la Facilidad Europea de Estabilización Financiera con vencimiento a uno y dos años (el 15 %) y otra por nueva deuda pública a treinta años con cupón más bajo (el 31,5 %). La satisfactoria conclusión del canje de deuda pública, junto con un apoyo oficial sustancialmente ampliado a tipos de interés reducidos, mejoró las perspectivas de sostenibilidad de la deuda. Partiendo del supuesto de una aplicación rigurosa del programa, se estima que la ratio de deuda se reducirá hasta situarse por debajo del 120 % del PIB para 2020. No obstante, las perspectivas de las finanzas públicas están sujetas a riesgos de gran envergadura procedentes del calendario y el ritmo de la recuperación y, lo que es más importante, de la incertidumbre en torno al apoyo político para continuar con las reformas fiscales y estructurales necesarias.

En Portugal, el déficit en relación con el PIB se redujo más de 5 puntos porcentuales, hasta el 4,2 %, en 2011, por debajo del objetivo del 5,9 % del programa de estabilidad actualizado de 2011, principalmente como consecuencia de las medidas temporales adoptadas (concretamente, transferencias de fondos de pensiones del sector bancario equivalentes al 3,5 % del PIB). Según la actualización del programa de estabilidad de 2012/Documento sobre Estrategia Fiscal, se espera que el déficit cumpla los objetivos del programa de la UE y el FMI del 4,5 % del PIB en 2012 y del 3 % en 2013. Se han realizado progresos significativos en la aplicación de un ambicioso programa de reformas fiscales y estructurales de amplio alcance. En particular, se han logrado importantes mejoras en el marco de gestión de las finanzas públicas, principalmente por lo que se refiere a la adopción de una ley que asegure financiación suficiente de los compromisos de gasto para evitar la acumulación de atrasos en los pagos, la aplicación íntegra de la ley sobre el marco presupuestario a todos los niveles de la Administración y el establecimiento de un Consejo Fiscal independiente.

En Irlanda, el déficit de las Administraciones Públicas se situó en el 13,1 % del PIB en 2011. Se estima que el déficit subyacente, es decir, excluyendo el apoyo financiero proporcionado al sector bancario (alrededor del 3,7 % del PIB en 2011), fue del 9,4 % del PIB, bastante por debajo del objetivo del 10,6 % del PIB fijado en el programa de la UE y el FMI. El programa de estabilidad actualizado de 2012, que incluye proyecciones hasta 2015, prevé un déficit del 8,3 % del PIB en 2012, 0,3 puntos porcentuales por debajo del objetivo fijado en el programa de la UE y el FMI. En la última evaluación de este último programa se llegó a la conclusión de que puede alcanzarse el objetivo fijado para el programa de 2012, mientras que se considera que el déficit previsto para 2013 coincide con el objetivo (el 7,5 % del PIB); por lo tanto, es imprescindible que las autoridades sigan comprometidas a hacer lo que sea necesario para cumplir el objetivo. Irlanda está realizando progresos en la aplicación de reformas fiscales estructurales. El último paso en este ámbito ha sido la publicación por parte del Gobierno irlandés de un

proyecto de ley para transponer las disposiciones del Tratado de Estabilidad, Coordinación y Gobernanza en la Unión Económica y Monetaria a la legislación nacional, tras el éxito obtenido en el referéndum para la ratificación del Tratado celebrado el 31 de mayo.

RETOS PARA LA POLÍTICA FISCAL

Aunque los avances efectuados en los procesos de consolidación presupuestaria en la zona del euro han sido considerables, es necesario realizar mayores esfuerzos para restablecer la sostenibilidad de las finanzas públicas y la confianza de los mercados. La incertidumbre en torno a la evolución económica, presupuestaria y de los sectores financieros en el futuro sigue siendo elevada en muchos países y podría verse aún más acentuada por las crecientes dificultades en la aplicación de medidas de consolidación y de reformas en un número cada vez mayor de países. Por consiguiente, sigue siendo esencial que los países de la zona del euro corrijan los desequilibrios presupuestarios que subsisten, introduzcan urgentemente reformas estructurales y recuperen la confianza en el funcionamiento de la UEM.

Para restablecer la confianza en la sostenibilidad presupuestaria, especialmente en los países que están recibiendo apoyo financiero de la UE y el FMI y en aquellos bajo la presión de los mercados financieros, la única alternativa viable es llevar a cabo un ajuste riguroso de las finanzas públicas. Es especialmente importante que las estrategias de consolidación presupuestaria en la zona del euro aseguren la corrección dentro de plazo de los déficits excesivos en consonancia con todos los compromisos adquiridos en el marco del Pacto de Estabilidad y Crecimiento reforzado. Por lo tanto, los países con brechas de consolidación deben aplicar medidas adicionales con carácter de urgencia.

No deben subestimarse las consecuencias negativas de un ritmo más lento de ajuste fiscal, y es probable que si se relajan los esfuerzos de saneamiento aumenten la incertidumbre en los mercados y la prima de riesgo, lo que se transmitiría a las condiciones de financiación del sector privado y afectaría a las perspectivas económicas. Sin embargo, esto supondría un lastre mucho mayor sobre el crecimiento a corto y a largo plazo que los persistentes y decididos esfuerzos para lograr la consolidación de las finanzas públicas.



6 PROYECCIONES MACROECONÓMICAS ELABORADAS POR LOS EXPERTOS DEL EUROSISTEMA PARA LA ZONA DEL EURO

A partir de los datos disponibles hasta el 24 de mayo de 2012, los expertos del Eurosistema han elaborado una serie de proyecciones sobre la evolución macroeconómica de la zona del euro¹. Partiendo del supuesto de que la crisis financiera no se intensifique, las proyecciones indican que el crecimiento del PIB real se recuperará gradualmente durante el horizonte temporal contemplado, como consecuencia del fortalecimiento de la demanda externa y de un crecimiento gradual de la demanda interna. Se espera que la recuperación de la demanda interna se vea apoyada en mayor medida por el efecto favorable de los niveles muy bajos de los tipos de interés a corto plazo y por un descenso de la inflación de la energía y de los alimentos que aumente las rentas reales. Asimismo, las medidas adoptadas para restablecer el funcionamiento del sistema financiero deberían respaldar la demanda interna. No obstante, se espera que la recuperación de la actividad se vea frenada por la reestructuración de los balances que está teniendo lugar en muchos sectores. 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 2,0% en 2013.

Se prevé que la inflación medida por el IAPC de la zona del euro se situará en promedio entre el 2,3% y el 2,5% en 2012, como reflejo de las presiones de los elevados precios de la energía, del menor tipo de cambio del euro y de las subidas de los impuestos indirectos. A medida que desaparezca gradualmente el efecto de los elevados precios de las materias primas, se espera un descenso de la inflación, que se situaría, en promedio, en un intervalo comprendido entre el 1,0% y el 2,2% en 2013. De acuerdo con las proyecciones, la inflación medida por el IAPC excluidos los alimentos y la energía se mantendrá generalmente estable en 2012 y en 2013, ya que los incrementos esperados de los impuestos indirectos y de los precios administrados deberían compensar las presiones resultantes de la debilidad de la demanda interna y los moderados incrementos de los costes laborales.

1 Las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema han sido preparadas conjuntamente por los expertos del BCE y de los bancos centrales nacionales de la zona del euro y constituyen una aportación semestral a la valoración que el Consejo de Gobierno realiza sobre la evolución económica y sobre los riesgos para la estabilidad de precios. En la publicación titulada «A guide to Eurosystem staff macroeconomic projection exercises» (BCE, junio de 2001), disponible en la dirección del BCE en Internet, se facilita más información sobre los procedimientos y técnicas utilizados. 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.

Recuadro 10

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 se basan en las expectativas de los mercados consideradas hasta el 15 de mayo de 2012¹. El supuesto sobre los tipos de interés a corto plazo tiene un 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 0,8% en 2012 y del 0,7% en 2013. Las expectativas de los mercados sobre el rendimiento nominal de la deuda pública a diez años de la zona del euro muestran un nivel medio del 4,2% en 2012 y del 4,5% en

1 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 referidos a otras materias primas no energéticas reflejan los precios de los futuros hasta el segundo trimestre de 2013 y, a partir de entonces, experimentarán una evolución acorde con la actividad económica mundial.

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 aplicados por las entidades bancarias a los préstamos a corto plazo se mantengan generalmente sin variación durante el horizonte de las proyecciones, y que los aplicados a los préstamos a largo plazo se incrementen ligeramente en 2013. Se estima que las condiciones crediticias en el conjunto de la zona del euro afectarán negativamente a la actividad en 2012 y que su influencia será neutra en 2013. En cuanto a 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 114,6 dólares estadounidenses en 2012 y en 107,9 en 2013. Se estima que los precios de las materias primas no energéticas en dólares estadounidenses descenderán un 8,0% en 2012 y se incrementarán un 1,6% 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 a la fecha de cierre de los datos, lo que implica que el tipo de cambio entre el euro y el dólar estadounidense se situará en 1,30 en 2012 y en 2013. En promedio, el tipo de cambio efectivo del euro se depreciará en un 4,4% en 2012 y en un 0,3% 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 24 de mayo de 2012, e incluyen todas las medidas que ya han sido aprobadas por los Parlamentos nacionales o que han sido concretadas en detalle por los Gobiernos y probablemente sean aprobadas tras su tramitación legislativa.

ENTORNO INTERNACIONAL

En el horizonte temporal de las proyecciones, se estima que la actividad económica mundial experimentará una aceleración gradual, respaldada por una mejora de las condiciones de financiación en un entorno de políticas monetarias acomodaticias. Asimismo, la reconstrucción y la normalización de las perturbaciones de la cadena de producción tras los desastres naturales ocurridos en Japón y en Tailandia deberían también suponer un impulso para la actividad mundial en 2012. A medio plazo, se espera que el ritmo de crecimiento en el entorno exterior de la zona del euro se vea frenado por la debilidad considerable de los mercados de trabajo y de la vivienda, además de por la necesidad de sanear en mayor medida los balances de los sectores público y privado. En los mercados emergentes, el crecimiento se ha moderado recientemente, aunque sigue siendo sólido, aportando una importante contribución al crecimiento económico mundial. El crecimiento del PIB real mundial fuera de la zona del euro descenderá desde el 4,1% registrado en 2011 hasta el 3,8% de 2012, y repuntará hasta el 4,3% en 2013. El crecimiento de la demanda exterior en la zona del euro será del 4,0% en 2012 y del 6,4% en 2013.

PROYECCIONES REFERENTES AL CRECIMIENTO DEL PIB REAL

El PIB real de la zona del euro se estancó en el primer trimestre de 2012, tras un descenso del 0,3% en el cuarto trimestre de 2011. Se estima que el crecimiento del PIB real se debilitará en el segundo trimestre de este año. La fragilidad de la actividad observada recientemente se debe principalmente a la debilidad de la demanda interna, consecuencia de los efectos adversos combinados de la crisis de deuda soberana de la zona del euro en la confianza empresarial y de los consumidores, de los altos precios del petróleo, de las restrictivas condiciones de oferta de crédito y del endurecimiento de la orientación de la política fiscal en algunos países de la zona del euro.

Cuadro 12 Proyecciones macroeconómicas para la zona del euro(tasas medias de variación anuales) ¹⁾

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

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

Respecto al futuro, en el supuesto de que la crisis financiera no se intensifique, se espera que el crecimiento del PIB real repunte durante el horizonte temporal contemplado por las proyecciones. La recuperación refleja la aceleración del crecimiento del comercio mundial y, por tanto, de la demanda exterior, así como un fortalecimiento gradual de la demanda interna. Por su parte, la demanda interna estará respaldada por los niveles muy bajos de los tipos de interés a corto plazo y por el efecto favorable de un descenso de la inflación de la energía y de los alimentos en la renta real disponible de los hogares. Asimismo, las medidas adoptadas para restablecer el funcionamiento del sistema financiero deberían impulsar la demanda interna. En conjunto, es probable que la recuperación se vea en gran parte atenuada, en términos de la experiencia histórica, debido a la necesidad de reestructuración de los balances en los sectores público y privado que sigue existiendo en varios países de la zona del euro. Se estima que la tasa de crecimiento interanual del PIB real de la zona del euro se situará entre el -0,5 % y el 0,3 % en 2012 y entre el 0,0 % y el 2,0 % en 2013.

De forma más detallada, el crecimiento de las exportaciones fuera de la zona del euro cobrará impulso durante el horizonte temporal de las proyecciones, debido principalmente al fortalecimiento de la demanda exterior y a los efectos de los aumentos conseguidos de la competitividad de los precios de exportación. Se estima que las cuotas de mercado de las exportaciones de la zona del euro, que han registrado una recuperación recientemente, se estabilizarán durante el horizonte temporal de las proyecciones.

Según las proyecciones, la inversión privada no residencial de la zona del euro seguirá descendiendo en el corto plazo, pero se recuperará posteriormente, durante el horizonte de las proyecciones, impulsada por el fortalecimiento de la demanda, los bajos niveles de los tipos de interés y la mejora de los márgenes. La inversión en vivienda se recuperará ligeramente durante el horizonte temporal de las proyecciones. Los ajustes que se están produciendo en el mercado de la vivienda de algunos países de la zona del euro siguen obstaculizando la recuperación de la inversión residencial. Con todo, esta evolución adversa se ve compensada en parte por el mayor atractivo de la inversión residencial —frente a otras formas de inversión— en otros países, en los que la inversión residencial debería verse estimulada también por los bajos tipos de interés hipotecarios. La inversión pública descenderá asimismo durante el horizonte temporal de las proyecciones, como se indica en los programas de consolidación fiscal de varios países de la zona del euro.

Se espera que el consumo privado siga siendo moderado durante 2012, ya que el acusado descenso de la renta real disponible que se proyecta solo se verá compensado en parte por una reducción de la ratio de ahorro, como reflejo de un suave ajuste temporal del consumo. El notable descenso de la renta real disponible es debido a una bajada del empleo y de la remuneración real por asalariado, a las medidas de consolidación presupuestaria y a la debilidad de las rentas no salariales. De acuerdo con las proyecciones, el consumo privado experimentará un incremento moderado en 2013, principalmente como consecuencia de una recuperación de la renta real disponible, a medida que desaparezca el efecto adverso de los factores

mencionados anteriormente, y deberá verse respaldado asimismo por una relajación de las presiones de los precios de las materias primas. El consumo público en términos reales se mantendrá generalmente estable en 2012 y en 2013.

El ritmo de crecimiento de las importaciones desde países no pertenecientes a la zona del euro cobrará impulso durante el horizonte temporal de las proyecciones, aunque seguirá afectado por la debilidad de la demanda interna. Como consecuencia del repunte del crecimiento de las exportaciones, se espera que la demanda exterior neta realice una importante contribución positiva al crecimiento del PIB real durante todo el período abarcado por las proyecciones.

Se estima que la crisis actual ha afectado negativamente al crecimiento potencial, aunque la magnitud exacta del impacto sigue siendo muy incierta. Es probable que la continuada debilidad del empleo y de la inversión reduzca aún más el crecimiento del producto potencial. Sin embargo, teniendo en cuenta la debilidad de las perspectivas de crecimiento, la brecha de producción todavía se ampliará en 2012 y solo se estrechará ligeramente en 2013.

PROYECCIONES SOBRE PRECIOS Y COSTES

Se estima que la tasa media de inflación medida por el IAPC se situará en un intervalo comprendido entre el 2,3% y el 2,5% en 2012. Este nivel relativamente elevado refleja los efectos de las subidas de los precios del petróleo, el impacto de la bajada del tipo de cambio del euro y el incremento de los impuestos indirectos. La inflación descenderá considerablemente, situándose en promedio entre el 1,0% y el 2,2% en 2013. Esta desaceleración de la inflación estará determinada principalmente por la evolución esperada del componente energético. Puesto que se estima que los precios del petróleo descenderán gradualmente a lo largo del horizonte temporal de las proyecciones y que desaparecerá de la tasa interanual de inflación el impacto de anteriores subidas, se prevé que la contribución de los precios de la energía a la inflación descenderá en 2013. La contribución del componente de los alimentos también descenderá, aunque bastante menos. La inflación medida por el IAPC excluidos los alimentos y la energía se mantendrá generalmente estable en 2012 y 2013, debido a que las subidas esperadas de los impuestos indirectos y de los precios administrados ejercen presiones al alza sobre la inflación, compensando las presiones a la baja derivadas de la debilidad de la demanda interna y de la moderación del incremento de los costes laborales.

Más específicamente, las presiones inflacionistas externas se intensificaron entre finales del año pasado y principios de este año, debido a la subida de los precios del petróleo y al descenso del tipo de cambio del euro. No obstante, los supuestos técnicos adoptados en relación con los tipos de cambio y los precios de las materias primas indican que estas presiones externas deberían relajarse durante el horizonte temporal de las proyecciones. Por otra parte, la tasa de crecimiento interanual del deflactor de las importaciones estará sujeta a importantes efectos de base a la baja, dado que los incrementos del año pasado desaparecerán de la comparación interanual; por tanto, se espera que su crecimiento anual registre un acusado descenso durante el horizonte temporal de las proyecciones. Por lo que se refiere a las presiones internas sobre los precios, se espera que la tasa de crecimiento interanual de la remuneración por asalariado se reduzca ligeramente en 2012 y algo más en 2013, como consecuencia del deterioro de las condiciones del mercado de trabajo. Teniendo en cuenta el elevado nivel de la tasa media de inflación en 2012, se estima que la remuneración real por asalariado descenderá y se espera que repunte en 2013, como reflejo del descenso proyectado de la tasa de inflación, si bien su crecimiento será inferior al de la productividad durante todo el período contemplado por las proyecciones. La tasa de crecimiento interanual de los costes laborales unitarios repuntará en 2012 como consecuencia de las debilidades cíclicas del crecimiento de la productividad, y posteriormente se moderará en 2013, a medida que la

productividad se recupere y las presiones salariales se mantengan contenidas. Se espera que los márgenes desciendan en 2012, compensando el acusado incremento de los costes laborales unitarios, en un contexto de moderación de la demanda agregada. De acuerdo con las proyecciones, en 2013 se producirá un repunte de los márgenes, como consecuencia de un menor crecimiento de los costes laborales unitarios, debido a un fortalecimiento del crecimiento de la productividad y a una recuperación de la demanda. Debido a la consolidación fiscal que está teniendo lugar en muchos países de la zona del euro, se espera que la contribución de los incrementos de los precios administrados y de los impuestos indirectos a la inflación medida por el IAPC sea superior a la media histórica tanto en 2012 como en 2013.

COMPARACIÓN CON LAS PROYECCIONES DE MARZO DE 2012

En comparación con las proyecciones macroeconómicas de los expertos del BCE publicadas en el Boletín Mensual de marzo de 2012, el intervalo de crecimiento del PIB real proyectado para 2012 se ha mantenido inalterado, mientras que el proyectado para 2013 se ha estrechado ligeramente. Los intervalos de la inflación medida por el IAPC para 2012 y 2013 se han estrechado.

Cuadro 13 Comparación con las proyecciones de marzo de 2012

(tasas medias de variación anuales)

	2012	2013
PIB real, marzo 2012	-0,5 – 0,3	0,0 – 2,2
PIB real, junio 2012	-0,5 – 0,3	0,0 – 2,0
IAPC, marzo 2012	2,1 – 2,7	0,9 – 2,3
IAPC, junio 2012	2,3 – 2,5	1,0 – 2,2

Recuadro 11

PREVISIONES DE OTRAS INSTITUCIONES

Diversas instituciones, tanto organizaciones internacionales como organismos privados, han publicado previsiones para la zona del euro. Sin embargo, estas previsiones no son estrictamente comparables entre sí ni con las proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema, 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 (véase el cuadro que figura a continuación).

Comparaciones 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
FMI	Abril 2012	-0,3	0,9	2,0	1,6
Encuesta a expertos en previsión económica	Mayo 2012	-0,2	1,0	2,3	1,8
Consensus Economics Forecasts	Mayo 2012	-0,4	0,8	2,4	1,8
OCDE	Mayo 2012	-0,1	0,9	2,4	1,9
Comisión Europea	Mayo 2012	-0,3	1,0	2,4	1,8
Proyecciones elaboradas por los expertos del Eurosistema	Junio 2012	-0,5 – 0,3	0,0 – 2,0	2,3 – 2,5	1,0 – 2,2

Fuentes: Previsiones económicas de la Comisión Europea, primavera de 2012; Perspectivas de la Economía Mundial del FMI, abril de 2012; *Economic Outlook de la OCDE*, de mayo de 2012; Consensus Economics Forecasts, y encuesta del BCE a expertos en previsión económica.

Notas: Las tasas de crecimiento anuales que figuran en las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema 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 del FMI no lo están. Las demás previsiones no especifican si están ajustadas por días laborables.

Según las previsiones de otras instituciones actualmente disponibles, la tasa de crecimiento del PIB real de la zona del euro descenderá entre un 0,1 % y un 0,4 % en 2012. Estas previsiones se encuadran en los intervalos de las proyecciones de los expertos del Eurosistema. Se prevé que en 2013 el PIB real se incremente entre un 0,8 % y un 1,0 %, lo que también se encuadra en los intervalos de las proyecciones de los expertos del Eurosistema.

Por lo que se refiere a la inflación, las previsiones de otras instituciones estiman que la inflación media anual medida por el IAPC se situará entre el 2,0 % y el 2,4 % en 2012. Estas previsiones se encuadran dentro de los intervalos estimados en las proyecciones de los expertos del Eurosistema.

En 2013, la inflación media anual medida por el IAPC se situará entre el 1,6 % y el 1,9 %, lo que también es acorde con los intervalos estimados en las proyecciones de los expertos del Eurosistema.