

EVOLUCIÓN ECONÓMICA Y MONETARIA

I ENTORNO EXTERIOR DE LA ZONA DEL EURO

I.1 EVOLUCIÓN DE LA ECONOMÍA MUNDIAL

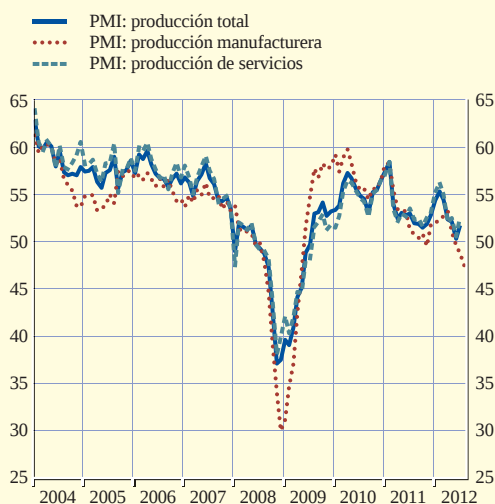
La recuperación de la economía mundial sigue su curso gradualmente, pese a que el dinamismo del crecimiento ha experimentado una moderación más bien sincronizada en el segundo trimestre de 2012. Los datos de las encuestas de opinión más recientes han venido mostrando algunas señales de estabilización a lo largo del tercer trimestre, aunque todavía a niveles bajos. Se espera que la actividad económica se fortalezca gradualmente a partir del cuarto trimestre. En las economías emergentes, el crecimiento se ha ralentizado, aunque sigue siendo sólido en comparación con las economías avanzadas. La inflación, tanto en las economías avanzadas como en las emergentes, ha continuado moderándose en los últimos meses.

La recuperación de la economía mundial sigue su curso gradualmente, pese a que el dinamismo del crecimiento ha experimentado una moderación más bien sincronizada en el segundo trimestre de 2012. En los países de la OCDE, el PIB creció a una tasa intertrimestral del 0,2% en el segundo trimestre de 2012, frente al 0,5% del trimestre precedente. Se prevé que la debilidad de los mercados de trabajo y de la vivienda en algunas de las principales economías avanzadas, que persiste pese a las señales de una mejora incipiente, unida a la necesidad de seguir saneando los balances, tanto del sector público como del sector privado, seguirá limitando el ritmo de crecimiento en las economías avanzadas en el medio plazo. Si bien se ha logrado progresar en el proceso de saneamiento de los balances, los niveles de deuda de los hogares siguen siendo elevados en varias de las principales economías de este grupo. En las economías emergentes, el crecimiento se ha ralentizado principalmente como consecuencia del anterior endurecimiento de las políticas y del debilitamiento de la demanda externa. No obstante, se prevé que en este grupo de economías el crecimiento siga siendo sólido.

Los datos más recientes de las encuestas de opinión, aunque sugieren un ritmo discreto de crecimiento a escala mundial, muestran algunas señales de estabilización a niveles bajos en el tercer trimestre, en

Gráfico 1 PMI: producción mundial

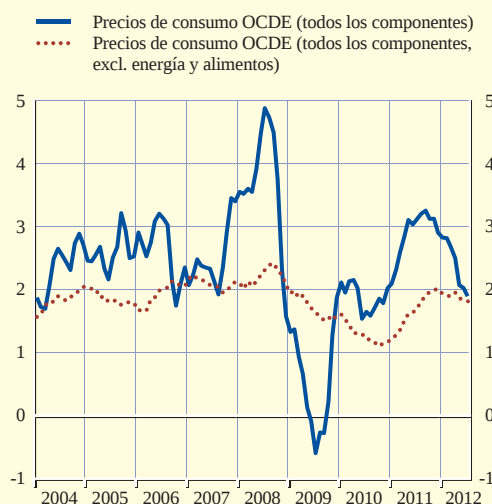
(índice de difusión; datos mensuales desestacionalizados)



Fuente: Markit.

Gráfico 2 Evolución internacional de los precios

(datos mensuales; tasas de variación interanual)



Fuente: OCDE.

particular fuera de Europa. El índice PMI global de producción de manufacturas y servicios aumentó hasta 51,7 en julio, desde los 50,3 puntos registrados en junio. La mejora de la situación económica tuvo su origen en el sector servicios, que compensó con creces la caída en el sector manufacturero. No obstante, el índice PMI global de producción manufacturera más reciente, correspondiente a agosto, se redujo aún más, por debajo del umbral de 50 que separa la expansión de la contracción. En general, este nivel reducido del clima empresarial mundial es coherente con la actividad más bien débil del tercer trimestre de 2012. El índice PMI de nuevos pedidos, que es un indicador más adelantado, si bien se ha mantenido en los últimos meses justamente por encima del nivel neutral de 50, es coherente con un crecimiento moderado en el corto plazo.

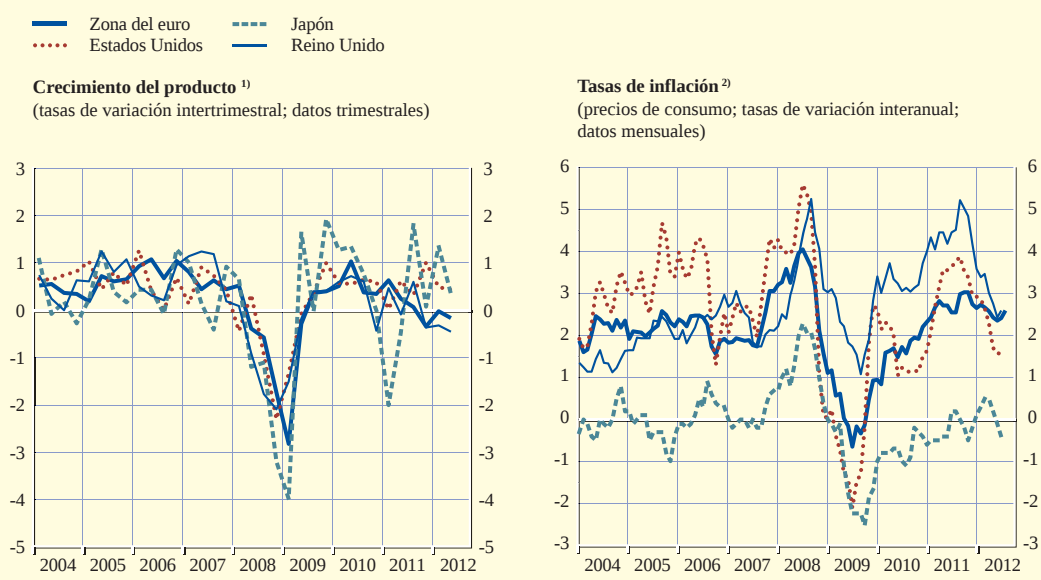
La desaceleración del crecimiento del comercio mundial fue más pronunciada en el segundo trimestre. Según los datos del CPB Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis, el comercio mundial de bienes creció un 0,3 % en comparación con el trimestre anterior, frente al 0,8 % observado en el primer trimestre. Aunque la desaceleración fue bastante generalizada, la caída más pronunciada del crecimiento de las importaciones se registró en Europa y algunas economías emergentes de Asia. En la coyuntura actual, los indicadores de opinión de corto plazo apuntan a un entorno más débil que el que sugieren los indicadores cuantitativos disponibles. El índice PMI global de nuevos pedidos exteriores ha seguido descendiendo en los últimos meses y se mantiene por debajo del nivel neutral de 50.

La inflación mundial ha seguido moderándose en los últimos meses en respuesta al retroceso de los precios de las materias primas en el primer semestre del año. En los países de la OCDE, la inflación se redujo al 1,9 % en el año transcurrido hasta julio, principalmente como consecuencia del menor crecimiento interanual de los precios de la energía y los alimentos. Excluidos estos dos componentes, la inflación se mantuvo estable en el 1,8 % en julio.

ESTADOS UNIDOS

En Estados Unidos, el crecimiento económico experimentó una desaceleración en el segundo trimestre de 2012. De acuerdo con la segunda estimación de la Oficina de Análisis Económico (Bureau of Economic Analysis), el PIB real creció a una tasa anualizada del 1,7 % (0,4 % en tasa intertrimestral) en el segundo trimestre de 2012, frente al 2 % del trimestre anterior. En la segunda estimación, el crecimiento del PIB en el segundo trimestre se revisó al alza en 0,2 puntos porcentuales. La revisión al alza del crecimiento se debió, principalmente, a una sustancial revisión a la baja de las importaciones y a revisiones al alza del gasto en consumo personal, las exportaciones y el gasto público, que se compensaron, en parte, con revisiones a la baja de la inversión en capital fijo y las existencias privadas. En comparación con el primer trimestre, la desaceleración se debió, principalmente, a un menor consumo y a un menor crecimiento de la inversión en capital fijo, mientras que el gasto público siguió reduciéndose. La renta personal disponible real aumentó un 3,1 % en el segundo trimestre, elevando la tasa de ahorro personal hasta el 4 %, desde el 3,6 % del primer trimestre.

De cara al futuro, se prevé que la recuperación continúe a un ritmo moderado, respaldada por un gradual repunte de la demanda interna. En particular, el mercado de la vivienda, aunque sigue siendo frágil, muestra señales alentadoras de estabilización y se está recuperando gradualmente. Los precios de la vivienda, las ventas de casas y las viviendas iniciadas siguen mejorando, lo que sugiere que la inversión residencial debería continuar respaldando el crecimiento en el segundo semestre de 2012. Aunque el crecimiento del empleo fue mejor de lo esperado en julio, esta evolución favorable se produjo tras unas cifras decepcionantes en el segundo trimestre de 2012, mientras que la tasa de paro se elevó ligeramente, hasta el 8,3 %. Revirtiendo, asimismo, la débil tendencia observada en los tres meses anteriores, las ventas del comercio al por menor fueron sólidas en julio y la confianza de los consumidores mejoró

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.

levemente. Al mismo tiempo, la debilidad que aún experimenta el mercado de trabajo, las presiones para el desapalancamiento y la considerable incertidumbre respecto a la futura trayectoria de la política fiscal tras las elecciones de noviembre probablemente mantendrán el crecimiento del consumo en niveles discretos (véase también el recuadro 2). Como consecuencia de la atonía de la demanda mundial y de la falta de dinamismo del clima imperante entre las empresas manufactureras estadounidenses, también es probable que el crecimiento de las exportaciones siga siendo escaso en el corto plazo.

En julio, la inflación interanual, medida por el IPC, se redujo hasta el 1,4 % (la tasa más baja registrada desde noviembre de 2010), desde el 1,7 % observado tanto en mayo como en junio. La inflación medida por el IPC sigue estando contenida por la caída de los precios de la energía, que descendieron un 5 %, en tasa interanual, en julio. Los incrementos de los precios de los alimentos se moderaron de nuevo, hasta el 2,3 %, desde el máximo del 4,7 % observado en diciembre de 2011. Excluidos estos componentes, la inflación subyacente también siguió descendiendo, hasta el 2,1 %, desde el 2,2 % registrado en junio. El descenso de la inflación subyacente fue generalizado en todos los componentes, salvo en las materias primas y los servicios relacionados con la atención médica, en cuyo caso sigue siendo persistentemente más elevada que la inflación general y la inflación subyacente. De cara al futuro, se prevé que la inflación se mantenga muy estable, debido a los favorables efectos de base y a los precios más bajos de la energía, que se compensarán, en parte, con incrementos de los precios de los alimentos; asimismo, se espera que las presiones inflacionistas subyacentes sigan siendo moderadas, en un contexto de considerable atonía económica.

El 1 de agosto de 2012, el Comité de Operaciones de Mercado Abierto de la Reserva Federal señaló que la actividad económica había experimentado una ligera desaceleración en el primer semestre de 2012 y que el crecimiento del empleo había sido lento 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 2

IMPLICACIONES ECONÓMICAS DE LAS MEDIDAS DE AUSTERIDAD FISCAL EN ESTADOS UNIDOS EN 2013

Considerando la legislación actual, la economía estadounidense está abocada a experimentar un sustancial endurecimiento de la política fiscal a comienzos de 2013, lo que se conoce comúnmente como «precipicio fiscal». Ello es debido a la expiración simultánea de varias rebajas fiscales y de prestaciones por desempleo con carácter de emergencia previamente aplicadas, a lo que hay que sumar reducciones automáticas del gasto público. A continuación se analiza la naturaleza de las medidas que subyacen tras el endurecimiento previsto de la política fiscal y se presentan estimaciones, basadas en modelos, de su probable impacto en la economía de Estados Unidos.

Detalles del «precipicio fiscal» de Estados Unidos

Con arreglo a la legislación actual, se prevé que el déficit público del Gobierno federal de Estados Unidos se reduzca sustancialmente entre 2012 y 2013, debido al incremento programado de los impuestos y, en menor medida, a las reducciones del gasto (véase cuadro A). Los cálculos basados en las estimaciones de la Oficina de Presupuesto del Congreso (CBO, en sus siglas en inglés) sugieren que el tamaño del precipicio fiscal sobrepasará los 650 mm de dólares estadounidenses en el año 2013, lo que representa alrededor del 4% del PIB. Según lo previsto, aproximadamente el 80% de las medidas de austeridad se instrumentarán a través de cambios en las políticas impositivas, entre los que destacan: i) el fin de las disposiciones que reducen los tipos impositivos del impuesto sobre la renta de las personas físicas y amplían los créditos y las deducciones fiscales, aprobadas originalmente en 2001 y 2003 (las llamadas «rebajas fiscales de Bush») y en 2009; ii) el fin de la rebaja de 2 puntos porcentuales en las cotizaciones sociales, introducida originalmente en enero de 2011; iii) el fin de la posibilidad de amortizar de forma

Cuadro A Endurecimiento de la política fiscal de Estados Unidos en 2013 («precipicio fiscal»)

	mm de USD	porcentaje del PIB
De las políticas impositivas	532	3,3
Fin de las «rebajas fiscales de Bush» (diciembre de 2012) ¹	295	1,8
Fin de la rebaja de las cotizaciones fiscales (diciembre de 2012)	127	0,8
Otras medidas que expiran (diciembre de 2012) ²	87	0,5
Algunas medidas tributarias en el marco de la Affordable Care Act (enero de 2013) ³	24	0,1
De las políticas de gasto público	136	0,8
Recortes automáticos de la Ley de Control Presupuestario («sequester») (enero de 2013)	87	0,5
Fin de las prestaciones de desempleo de emergencia (diciembre de 2012)	35	0,2
Reducción de las cuotas de pago del programa Medicare a facultativos (enero de 2013)	15	0,1
TOTAL	668	4,1

Fuentes: CBO y expertos del BCE.

Nota: Las estimaciones de la CBO, realizadas para el ejercicio fiscal 2013 (octubre de 2012 a septiembre de 2013) se han ajustado para que correspondan al año natural 2013.

1) Incluye el fin de algunas disposiciones relativas al impuesto sobre la renta aprobadas originalmente en 2001, 2003 y 2009 y de la iniciación del impuesto mínimo alternativo (AMT) a la inflación.

2) Se refiere, principalmente, a la expiración prevista de la posibilidad de amortizar de forma acelerada la inversión en capital fijo.

3) Incluido el incremento de los tipos impositivos sobre las rentas del trabajo y la inversión de los contribuyentes con altos ingresos.

acelerada la inversión en capital fijo (como la maquinaria), el principal epígrafe dentro de la categoría de «Otras medidas que expiran» del cuadro A. Por lo que respecta al gasto, las principales medidas son la entrada en vigor automática de los recortes que contempla la Ley de Control Presupuestario (lo que se conoce como «sequester» o recortes automáticos) y la desaparición de las prestaciones de desempleo con carácter de emergencia.

Hasta qué punto se materializarán las medidas del «precipicio fiscal» contempladas en la legislación es una cuestión sujeta a un alto grado de incertidumbre, que sigue dependiendo del resultado de las elecciones presidenciales que se celebrarán en noviembre de 2012, dado que la mayoría de las decisiones respecto a eventuales prórrogas se retrasarán hasta entonces. Un resultado plausible podría ser un escenario en el que se permita la extinción de algunas medidas y la prórroga de otras.

Estimación del impacto del «precipicio fiscal»

Estimar el impacto económico de las contracciones fiscales resulta más difícil por la incertidumbre que rodea al tamaño de los multiplicadores fiscales. El impacto del precipicio fiscal en la economía real se calcula utilizando el modelo NiGEM¹. En el modelo operan una serie de multiplicadores fiscales relativos al impuesto sobre la renta y al impuesto de sociedades, así como a los pagos por transferencias del Gobierno y al consumo público. Habida cuenta de la incertidumbre que rodea al resultado final, las estimaciones del impacto económico del precipicio fiscal «completo» se complementan con dos escenarios adicionales. En el primer escenario se evita el llamado «sequester» y se sustituye, en lo posible, por medidas de reducción del déficit menos bruscas, lo que significa que casi todo el endurecimiento de la política fiscal se realiza a través de cambios en las políticas impositivas. En el segundo escenario, además de eliminar el «sequester», se prorrogan las «rebajas fiscales de Bush» y se permite que expiren otras medidas conforme a lo previsto. Los resultados se presentan en el cuadro B. En 2013, se estima que el precipicio fiscal completo reduciría el PIB real de Estados Unidos en 1,3 puntos porcentuales, mientras que, en 2014, el PIB real se mantendría 1,8 puntos porcentuales por debajo del nivel de referencia. La magnitud de este impacto refleja el hecho de que la mayor parte del precipicio fiscal corresponde a medidas impositivas, cuyo multiplicador fiscal es más bien bajo, del 0,3 aproximadamente². Al mismo tiempo, solo alrededor del 12% del precipicio fiscal guarda relación con medidas de reducción del gasto público (el epígrafe «sequester» del cuadro A), a las que se asigna un multiplicador significativamente mayor, en torno a 1,0.

Sin embargo, para 2013, podría esperarse un impacto a la baja mayor, ya que, según la CBO, en ese año se registrará una carga adicional de casi el 1 % del PIB, principalmente en relación con los ingresos

Cuadro B Impacto del precipicio fiscal de Estados Unidos en la actividad económica

(desviaciones del PIB real de Estados Unidos con respecto a los niveles de referencia en puntos porcentuales)

	2013	2014
Precipicio fiscal	-1,3	-1,8
Precipicio fiscal excluidos los recortes automáticos («sequester»)	-0,7	-1,3
Precipicio fiscal excluido «sequester» e incluida prórroga de las «rebajas fiscales de Bush»	-0,3	-0,6

Fuente: Expertos del BCE.

1 NiGEM denota el modelo econométrico global (National Institute Global Econometric Model), que mantiene y actualiza el Instituto Nacional de Investigación Económica y Social (National Institute of Economic and Social Research, <http://nimodel.niesr.ac.uk/>).

2 El multiplicador fiscal de los impuestos sobre la renta de Estados Unidos es de 0,3 en el NiGEM, cifra coherente, en general, con los multiplicadores implícitos en los modelos utilizados en la OCDE y en la Comisión Europea. Véase *National Institute Economic Review*, n.º 213, julio de 2010.

(razón por la que se asigna un multiplicador bajo), que «no guarda relación con políticas específicas» y no se ha incluido en las simulaciones, ya que la magnitud de esas medidas no podría cuantificarse para 2014, dada la falta de información detallada. De conformidad con el escenario en el que se evita el «sequester», el impacto sobre el PIB se reduce casi a la mitad en 2013 en comparación con el escenario de precipicio fiscal completo, mientras que, con arreglo al segundo escenario, en el que, además, se prorrogan las «rebajas fiscales de Bush», se estima que la carga fiscal reduciría el PIB en 0,3 y 0,6 puntos porcentuales en 2013 y 2014, respectivamente.

En general, los resultados basados en el modelo NiGEM para 2013 se sitúan un poco por debajo de las estimaciones externas disponibles. Por ejemplo, el FMI, en su *Spillover Report* de 2012, estima que, en 2013, las pérdidas de producto en Estados Unidos como consecuencia del precipicio fiscal se situarían entre 2,0 y 4,8 puntos porcentuales, aunque el rango más alto de estas estimaciones incorpora también efectos adversos sobre la confianza que se suman al endurecimiento de la política fiscal. La CBO ha estimado que el precipicio fiscal podría reducir el producto de Estados Unidos en el cuarto trimestre de 2013 en unos 3,9 puntos porcentuales en relación con un escenario de referencia en el que no hubiera tal endurecimiento, con un rango amplio en torno a esa estimación (de 0,9 a 6,8 puntos porcentuales), lo que pone de manifiesto la incertidumbre que rodea al tamaño de los multiplicadores fiscales³. A la incertidumbre de las estimaciones hay que añadir que la magnitud del impacto dependerá también, probablemente, de la rapidez con que los hogares reaccionen ante un posible aumento de los impuestos y de que perciban el cambio de política como algo transitorio o permanente. Además, los resultados que se presentan en el cuadro B podrían estar sujetos a riesgos a la baja en la medida en que no tienen en cuenta los posibles efectos adversos sobre la confianza que podrían producirse si las empresas y los consumidores comienzan a percibir el riesgo de una brusca contracción fiscal y restringen sus planes de gasto. En conclusión, como se desprende de lo anterior, la magnitud del impacto depende significativamente de que sean, principalmente, medidas impositivas o medidas de gasto las que determinen el precipicio fiscal, habida cuenta de las grandes diferencias que existen entre los respectivos multiplicadores.

Conclusiones y riesgos

Con arreglo a la legislación vigente en Estados Unidos, es de esperar un endurecimiento de la política fiscal de alrededor del 4,1 % del PIB en 2013. No obstante, la probabilidad de que el precipicio fiscal se materialice en su totalidad es relativamente pequeña, dado que, a menos que se produzca una paralización de tipo político en las próximas elecciones, es probable que se prorroguen varias de las medidas, al menos a corto plazo, en consonancia con las diversas propuestas políticas que se han presentado. Al mismo tiempo, habida cuenta de la enorme magnitud del precipicio fiscal, existe un riesgo para las perspectivas de crecimiento de la economía estadounidense. Una evaluación basada en modelos muestra que el impacto sobre la economía, pese a ser significativo, se mantiene por debajo del orden de magnitud del 4,1 % de la perturbación fiscal, debido al hecho de que la mayor parte del precipicio fiscal proviene de medidas relacionadas con el impuesto sobre la renta, cuyos multiplicadores fiscales suelen ser más bien bajos.

3 Para más información sobre otras estimaciones, véase capítulo 3 de la publicación del FMI 2012 *Spillover Report*, julio de 2012, y CBO, *Economic Effects of Reducing the Fiscal Restraint that is Scheduled to Occur in 2013*, mayo de 2012.

JAPÓN

En Japón, según indica la primera estimación provisional, el crecimiento del PIB real registró una desaceleración hasta el 0,3%, en tasa intertrimestral, en el segundo trimestre del año, mientras que el crecimiento del primer trimestre se revisó al alza, pasando del 1,2% al 1,3%. En el segundo trimestre de 2012, el consumo privado se estancó (con un aumento del 0,1% en tasa intertrimestral), tras el dinámico comportamiento de los tres meses anteriores, en los que registró una expansión acumulada del 3%. La reciente debilidad del consumo guarda relación, principalmente, con la desaparición de los efectos de las subvenciones a las compras de bienes de consumo duradero respetuosos con el medio ambiente, que finalizan en el verano. La desaceleración de la actividad económica en el segundo trimestre también está relacionada con una significativa caída de la demanda externa, que se ha traducido en un debilitamiento de las exportaciones tanto a las economías emergentes de Asia como a la UE. Los datos de alta frecuencia más recientes confirman la debilidad del dinamismo de las exportaciones y la capacidad de resistencia de las importaciones: en julio, la balanza comercial siguió siendo negativa (-325 mm de yenes japoneses) en cifras desestacionalizadas. La producción industrial se contrajo un 1,2% en julio, tras dos meses de estancamiento. De cara al futuro, se prevé una moderación de la actividad económica con significativos riesgos a la baja provenientes, principalmente, de una nueva desaceleración de la demanda externa.

La inflación interanual medida por el IPC se redujo hasta el -0,4% en julio, desde el -0,2% de junio, mientras que, si se excluyen la energía y los alimentos no elaborados, la tasa se mantiene sin variación en el -0,6%. De cara al futuro, la pérdida de impulso del crecimiento y un deterioro parcial de las expectativas de inflación deberían contribuir a mantener la presión a la baja sobre el nivel de precios. En su reunión más reciente, celebrada el 9 de agosto, 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, la segunda estimación del crecimiento del PIB real muestra que la actividad se redujo un 0,5%, en tasa intertrimestral, en el segundo trimestre de 2012 y que el consumo privado, la formación bruta de capital fijo y la demanda exterior neta contribuyeron negativamente al crecimiento. Los datos de alta frecuencia más recientes confirman, en gran medida, la debilidad del dinamismo subyacente del crecimiento en la economía a comienzos del tercer trimestre. Los indicadores de opinión del sector manufacturero se caracterizaron por su atonía en julio y agosto y se mantienen en un nivel coherente con una contracción de la actividad. En el sector servicios, aunque la confianza se ha deteriorado ligeramente, los indicadores de opinión sugieren todavía una expansión de la actividad. La confianza de los consumidores ha seguido siendo escasa, aunque la situación del mercado de trabajo ha mostrado señales de mejora, con una caída de la tasa de paro hasta el 8% y un crecimiento del empleo del 0,7% en el segundo trimestre. De cara al futuro, es probable que la recuperación económica solo cobre impulso de manera muy gradual con importantes riesgos a la baja, ya que se prevé que el crecimiento de la demanda interna siga estando limitado por las restrictivas condiciones de concesión de crédito, el proceso de ajuste de los balances de los hogares actualmente en curso y las sustanciales restricciones presupuestarias.

La inflación interanual medida por el IPC aumentó hasta el 2,6% en julio, desde el 2,4% de junio, mientras que, si se excluyen la energía y los alimentos no elaborados, la tasa se incrementó hasta el 2,4%, desde el 2,3%. La aceleración de la inflación se debió, principalmente, a factores transitorios, como los efectos estacionales sobre los precios de los artículos de vestir. De cara al futuro, la existencia de capacidad productiva sin utilizar y la lenta recuperación de la actividad económica deberían contribuir a moderar las presiones inflacionistas. En su reunión de 2 de agosto, el Comité de Política Monetaria del Bank of England mantuvo el tipo de interés oficial en el 0,5% y el volumen de su programa de compras de activos en 375 mm de libras esterlinas.

OTROS PAÍSES DE LA UE

En la mayoría de los otros países de la UE no pertenecientes a la zona del euro, se prevé que el crecimiento siga siendo relativamente moderado en el corto plazo. No obstante, es probable que persistan las diferencias significativas en las perspectivas económicas entre unos países y otros.

Suecia y Dinamarca han mostrado recientemente diferencias en cuanto al dinamismo del crecimiento del PIB, pero se prevé que el crecimiento será relativamente discreto en ambos países en el corto plazo. En Dinamarca, el PIB real se redujo un 0,5 %, en tasa intertrimestral, en el segundo trimestre de 2012, mientras que, en Suecia, registró una tasa de crecimiento intertrimestral del 1,4 %. No obstante, en ambos países el debilitamiento de la demanda de exportaciones probablemente afectará al crecimiento a corto plazo. En julio de 2012, la inflación medida por el IAPC se situaba en el 2,1 % en Dinamarca y en el 0,7 % en Suecia.

Entre los países más grandes de Europa Central y Oriental (PECO), se han observado recientemente notables diferencias en el crecimiento del PIB real. En el segundo trimestre de 2012, el PIB real se redujo en la República Checa y Hungría (un 0,2 %, en tasa intertrimestral, en ambos casos) y aumentó un 0,5 % en Rumanía y un 0,4 % en Polonia. En general, es probable que la recuperación en los países más grandes de este grupo sea gradual en el corto plazo, debido a la atonía de la demanda externa, a la debilidad de los mercados de trabajo y al proceso de consolidación fiscal actualmente en curso.

En promedio, la inflación se ha mantenido en niveles relativamente elevados en los países más grandes de la región. La inflación interanual, medida por el IAPC, ha seguido reduciéndose en la República Checa (hasta el 3,3 % en julio), se ha mantenido relativamente estable en Hungría y Polonia (en el 5,7 % y el 4 % en julio, respectivamente) y ha aumentado en Rumanía (hasta el 3,1 % en julio). En general, las presiones inflacionistas, aunque se han visto atenuadas por la debilidad de las posiciones cíclicas en la mayoría de los países de este grupo, han continuado siendo elevadas, debido a la depreciación de algunas de las monedas, así como a los incrementos de los precios de los alimentos, los impuestos indirectos y los precios administrados.

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 del PIB real se mantuvo relativamente estable en el segundo trimestre de 2012 en Bulgaria, Letonia y Lituania. Los indicadores de opinión también se han mantenido estables en los últimos meses, pero el desempleo ha seguido siendo elevado en los tres países. La inflación ha continuado reduciéndose en Letonia (hasta el 1,9 % en julio), pero ha aumentado en Bulgaria y Lituania (hasta el 2,4 % y el 2,9 % en julio, respectivamente).

OTROS PAÍSES EUROPEOS

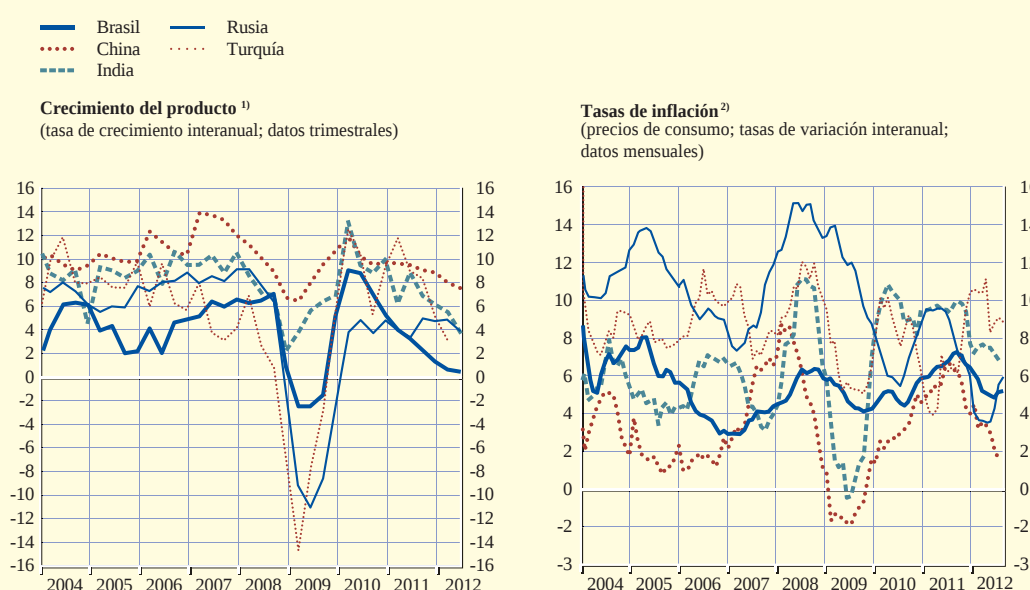
La desaceleración de la economía turca continuó en el primer trimestre de 2012, con un crecimiento del PIB real que se situó en el 3,2 % en tasa interanual, tras registrar tasas del 8,4 % y del 5,2 % en los trimestres tercero y cuarto de 2011, respectivamente. La contribución de la demanda exterior neta al crecimiento siguió siendo positiva e incluso aumentó moderadamente, lo que confirma un reequilibrio sostenido de la economía. La inflación se redujo ligeramente, hasta el 8,9 % en tasa interanual, en agosto de 2012, desde el 9,1 % de julio, debido, en gran medida, a efectos de base. El banco central mantuvo sin variación el tipo de interés oficial en sus reuniones de julio y agosto, pero recientemente ha permitido que el tipo de financiación efectivo descienda dentro del corredor de tipos de interés. De cara al futuro, la evolución económica probablemente seguirá siendo discreta, debido a las restrictivas condiciones de financiación exterior y a la atonía de la demanda externa.

En Rusia, el PIB real registró una expansión del 4%, en tasa interanual, en el segundo trimestre de 2012, según indica la estimación de avance del Instituto Nacional de Estadística, lo que representa una desaceleración respecto al crecimiento interanual del 4,9% observado en el primer trimestre. El crecimiento en el primer trimestre siguió estando determinado por la demanda interna, mientras que la contribución de la demanda externa fue negativa. La producción industrial creció significativamente en los primeros meses de 2012, pero se moderó posteriormente, registrando un incremento interanual del 3,4% en julio. En consonancia con la subida de los precios administrados en julio, retrasada desde enero, a la que hay que sumar un aumento de la inflación de los precios de los alimentos, la inflación medida por los precios de consumo se elevó hasta el 5,9% en agosto. El Banco de Rusia no ha modificado los tipos de interés oficiales durante este año, pero adoptó nuevas medidas para aumentar la flexibilidad del tipo de cambio en julio. De cara al futuro, y a condición de que los precios de las materias primas resistan bien, se prevé que la economía crezca a tasas similares a las observadas en los últimos años.

ECONOMÍAS EMERGENTES DE ASIA

En las economías emergentes de Asia, la actividad económica siguió moderándose en el segundo trimestre de 2012. La debilidad del entorno exterior, en particular en Europa y Japón, y los efectos retardados de un endurecimiento de las políticas monetarias nacionales contribuyeron a la desaceleración. No obstante, en muchos países la demanda interna mantuvo su capacidad de resistencia, contrarrestando, en parte, el impacto negativo de las dificultades observadas a escala mundial. Las tasas de inflación interanuales descendieron aún más en el segundo trimestre, debido a la moderación 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 adoptaron medidas para flexibilizar la política monetaria.

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



Fuentes: Instituto Brasileiro de Geografia y Estadística, Instituto Nacional de Estadística de China, Ministerio de Comercio e Industria, Organización Estadística Central, Servicio Estatal Federal de Estadística e Instituto Turco de Estadística.

1) Datos desestacionalizados para Brasil y China. Datos sin desestacionalizar para India, Rusia y Turquía. Observación más reciente: segundo trimestre de 2012 en el caso de China y Rusia, 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: julio de 2012.

En China, el crecimiento del PIB real experimentó una desaceleración hasta el 7,6 %, en tasa interanual, en el segundo trimestre de 2012, frente al 8,1 % registrado en el primer trimestre. El crecimiento estuvo determinado por la demanda interna, aunque fue más lento que en el primer trimestre, mientras que la contribución de la demanda exterior neta siguió siendo negativa. El entorno exterior se ha deteriorado, debido, en particular, a la debilidad de la demanda de Europa. El crecimiento de las exportaciones alcanzó una tasa interanual del 10,5 % en el segundo trimestre, pero cayó hasta el 1 %, en tasa interanual, en julio. Los índices PMI muestran un deterioro de la actividad en el sector manufacturero en julio y agosto, mientras que la actividad en el sector servicios ha seguido resistiendo mejor. El sector de la vivienda se recuperó de la debilidad observada recientemente, ya que las ventas se incrementaron un 14 %, en tasa interanual, en julio y los precios de la vivienda aumentaron por segundo mes consecutivo. Las presiones inflacionistas han seguido reduciéndose como consecuencia del descenso de los precios de las materias primas y del debilitamiento de la economía. La inflación interanual medida por el IPC descendió hasta el 1,8 % en julio, desde el 2,2 % de junio. En este contexto, el Banco Central de la República Popular China redujo a principios de junio y en julio sus tipos de interés de referencia de los préstamos en un total de 56 puntos básicos y los tipos de interés de los depósitos en 50 puntos básicos, concediendo al mismo tiempo a las entidades de crédito más libertad para fijar sus propios tipos de interés. El superávit por cuenta corriente aumentó hasta 59,7 mm de dólares estadounidenses en el segundo trimestre, desde los 23,5 mm de euros contabilizados en el trimestre anterior. Dicho superávit se redujo hasta el 2,3 % del PIB en el primer semestre de 2012, en comparación con el 2,7 % de 2011, lastrado por una caída del superávit comercial. La gradual apreciación del renminbi frente al dólar estadounidense ha llegado a su fin tras alcanzar, el 2 de mayo, una cotización máxima de 6,27 CNY por dólar. Las reservas totales se situaban en 3,24 billones de dólares estadounidenses a finales de julio, es decir, 5 mm de dólares menos que un año antes.

En India, el crecimiento del PIB se ralentizó durante cuatro trimestres sucesivos, pasando del 9 %, en tasa interanual, en el segundo trimestre de 2011 al 3,9 % en el segundo trimestre de 2012, debido al deterioro del entorno exterior y a los efectos retardados del endurecimiento monetario. El crecimiento del consumo y la inversión se redujo hasta el 4 % y el 0,7 %, respectivamente. La demanda exterior neta también descendió, lastrada por una desaceleración del crecimiento de las exportaciones (hasta el 10,1 %) y una aceleración del crecimiento de las importaciones (hasta el 7,9 %). La inflación interanual medida por los precios al por mayor —la medida de la inflación que utiliza preferentemente el Banco de Reserva de India— descendió hasta el 6,9 % en julio, desde el 7,3 % de junio. No obstante, en el caso de los productos manufacturados, la inflación se elevó hasta el 5,6 % (desde el 5 % de junio) y persisten los riesgos al alza como consecuencia de la depreciación de la moneda y del aumento de los precios de los alimentos. El Banco de Reserva de India ha mantenido su principal tipo de interés oficial en el 8 % desde abril de 2012.

En Corea, el crecimiento del PIB experimentó una desaceleración hasta el 2,2 %, en tasa interanual, en el segundo trimestre de 2012, desde el 2,8 % registrado en el primer trimestre. A esta desaceleración contribuyeron una contracción de la inversión y una ralentización del crecimiento del consumo privado. La inflación interanual medida por el IPC se redujo de nuevo, hasta el 1,6 %, en julio (desde el 2,2 % de junio), es decir, por debajo de la banda del 2 % al 4 % fijada como objetivo por el Banco de Corea. En junio, el banco central recortó el tipo de interés oficial en 25 puntos básicos, situándolo en el 3 %.

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 6,4 %, en tasa interanual, en el segundo trimestre de 2012, debido a la capacidad de resistencia de la inversión y el consumo privado. El crecimiento del PIB en Malasia aumentó hasta el 5,4 %, en tasa interanual, en el segundo trimestre, impulsado principalmente por la inversión. En Tailandia, la actividad económica siguió recuperándose (a una tasa interanual

del 4,2%) en el segundo trimestre de 2012 de la significativa contracción (del 8,9%, en tasa interanual) experimentada en el cuarto trimestre de 2011, tras la peores inundaciones de su historia reciente.

De cara al futuro, se prevé que el crecimiento de las economías emergentes de Asia repunte de forma moderada en el corto plazo como consecuencia de la capacidad de resistencia de la demanda interna, las políticas de estímulo y una gradual mejora del entorno exterior. Las presiones inflacionistas probablemente se reducirán, debido a una moderación del dinamismo del crecimiento.

ORIENTE MEDIO Y ÁFRICA

En la mayoría de los países exportadores de petróleo de Oriente Medio y África, el crecimiento ha seguido siendo robusto, debido tanto a la elevada producción de crudo como a la capacidad de resistencia del gasto público y privado. En el segundo trimestre de 2012, las presiones inflacionistas se moderaron ligeramente en estos países.

Arabia Saudita mantuvo su producción de petróleo en niveles muy elevados en el segundo trimestre de 2012, pese a la recuperación de las exportaciones de petróleo de Libia. Al mismo tiempo, los indicadores de demanda de consumo muestran que también se mantuvo el dinamismo de la actividad. En consonancia con la tendencia observada en la región, la inflación medida por los precios de consumo descendió hasta el 5,1 %, en tasa interanual, en el segundo trimestre, desde la media del 5,4 % registrada en los tres primeros meses de 2012.

La mayoría de los países importadores de petróleo de la región también siguen registrando altas tasas de crecimiento económico, debido a la favorable evolución de los precios de las materias primas y al descubrimiento de nuevos recursos naturales en varios países de África Occidental. Como en el resto de la región, la tasa media de inflación en la mayoría de los países importadores de petróleo fue más baja en el segundo trimestre de 2012 que en el trimestre anterior.

De cara al futuro, las perspectivas de la mayoría de los países exportadores de petróleo siguen siendo favorables, a pesar del debilitamiento de los precios, ya que la demanda mundial de crudo continúa creciendo y persisten los considerables superávits presupuestarios. En cuanto al resto de la región, también se espera que mantenga el dinamismo del crecimiento, aunque el comportamiento del sector exportador probablemente se resienta en algunos países, como consecuencia de la atonía del crecimiento mundial.

AMÉRICA LATINA

En América Latina, el dinamismo del crecimiento experimentó una desaceleración en el primer trimestre de 2012 y se prevé que se haya ralentizado aún más en el segundo trimestre, como resultado de un deterioro de la situación de la demanda externa, al que se suman algunas señales de debilidad de la demanda interna. Al mismo tiempo, las presiones inflacionistas se han atenuado en la mayoría de los países como consecuencia del descenso de los precios del petróleo y de una moderación del crecimiento, aunque se mantienen en niveles elevados.

En Brasil, la actividad económica siguió desacelerándose en el segundo trimestre de 2012, debido tanto al deterioro de la demanda externa como a la vacilante situación de la demanda interna. El PIB real creció a una tasa interanual del 0,5 % en el segundo trimestre de 2012, frente al 0,8 % del primer trimestre. La continua pérdida de dinamismo del crecimiento ha venido acompañada de presiones inflacionistas algo menos intensas, con una tasa de crecimiento interanual de los precios de consumo del 5 % en el segundo trimestre de 2012, frente al 5,8 % del primer trimestre. La inflación interanual se situó en el 5,2 % en agosto. El banco central rebajó los tipos de interés 50 puntos básicos, tanto en julio como en agosto,

hasta situarlos en el 7,5%. Pese al debilitamiento de la actividad económica, el mercado de trabajo ha resistido bastante bien en el primer semestre de 2012, habiéndose registrado una fuerte creación de empleo y una tasa de paro, en general, estable.

En México, también se registró una cierta desaceleración de la actividad económica, con una expansión del PIB real del 4,1%, en tasa interanual, en el segundo trimestre de 2012, frente al 4,6% del trimestre anterior. La fuerte creación de empleo, las ventas del comercio al por menor, la expansión del crédito bancario y la confianza de los consumidores siguieron respaldando el crecimiento. El sector servicios desempeñó el papel más importante, con un crecimiento del 4,5%, frente al 4% del primer trimestre. En cuanto a la evolución de los precios, la inflación medida por los precios de consumo aumentó en el primer semestre de 2012 en un contexto de intensificación de la actividad económica acompañado de fuertes incrementos de los productos agrícolas. La inflación interanual, medida por los precios de consumo, se situó en el 3,9% en el segundo trimestre de 2012, la misma tasa que en el primer trimestre y por encima del 3,5% registrado en el último trimestre de 2011.

En Argentina, la actividad económica mostró nuevas señales de debilidad en un contexto de caída de la demanda externa, descenso de la producción industrial y deterioro de los indicadores de confianza con respecto a las previsiones. Además, las medidas adoptadas recientemente por el Gobierno en materia de control de cambios y comercio exterior parecen haber obstaculizado hasta cierto punto la actividad económica. La producción industrial se redujo un 3,3% en el segundo trimestre de 2012, tras haber crecido a una tasa del 2,3% en el trimestre anterior. La inflación se mantuvo en un nivel cercano al 10% en el segundo trimestre de 2012.

De cara al futuro, se prevé una aceleración del crecimiento en América Latina en el segundo semestre de 2012, como resultado de una mejora gradual de las perspectivas mundiales y del impacto de la reciente relajación de la política monetaria en Brasil.

1.2 MERCADOS DE MATERIAS PRIMAS

Los precios del petróleo subieron en agosto y en los primeros días de septiembre, manteniendo así la tendencia alcista que se inició en julio. El 5 de septiembre, el precio del barril de Brent se situaba en 116 dólares estadounidenses, lo que representa un incremento del 28% con respecto al mínimo registrado el 26 de junio de 2012; aún así, los precios se sitúan todavía un 8% por debajo del nivel máximo de este año, observado el 14 de marzo. De cara al futuro, los participantes en los mercados prevén precios más bajos en el medio plazo, y los futuros con entrega en diciembre de 2013 se negocian actualmente a 107 dólares estadounidenses el barril.

El reciente incremento de los precios refleja, principalmente, el descenso de la oferta, tanto de la OPEP como de los países no pertenecientes a la OPEP, y la consiguiente inquietud en los mercados desde mayo. Según el informe Oil Market Report, de la Agencia Internacional de la Energía, la oferta de la OPEP se ha venido reduciendo como consecuencia de la caída de la producción en Angola, Libia e Irán, a pesar de que la producción de Arabia Saudita ha alcanzado niveles casi récord. En particular, el inicio en julio del embargo impuesto por la UE ha estado afectando a las ventas de petróleo iraní. La oferta de los países no pertenecientes a la OPEP también ha disminuido por los conflictos civiles, las huelgas, el mal tiempo y el mantenimiento planificado. Finalmente, la demanda de petróleo se ha recuperado debido a los patrones estacionales, a pesar de la debilidad de la actividad económica mundial, lo que también podría haber contribuido a la subida del precio del petróleo.

Los precios de las materias primas no energéticas descendieron en agosto, tras los incrementos registrados en junio y julio. El descenso de los precios fue generalizado. En el caso de las materias primas agrícolas, los precios bajaron ligeramente tras alcanzar un máximo en los dos meses anteriores, debido a las sequías en Estados Unidos. No obstante, en términos agregados, el índice de precios de las materias primas no energéticas (denominado en dólares estadounidenses) todavía se situaba, hacia finales de agosto, un 3 % por encima del nivel de comienzos del año.

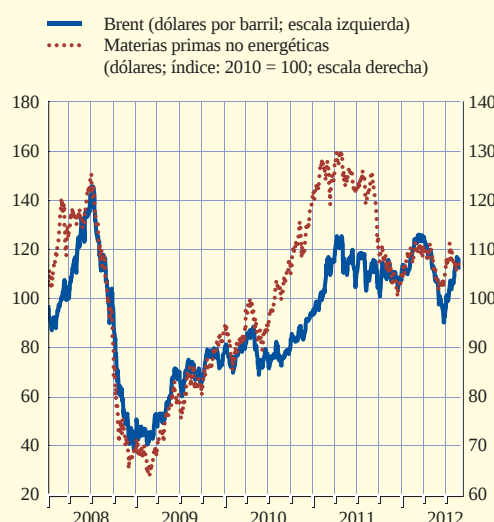
1.3 TIPOS DE CAMBIO

TIPO DE CAMBIO EFECTIVO DEL EURO

En junio y la mayor parte de julio, el euro siguió depreciándose, continuando así la tendencia que se inició a finales de marzo de 2012. Después, se ha mantenido prácticamente estable. El 5 de septiembre, 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 0,8 % por debajo del nivel registrado a finales de mayo y un 7 % por debajo de la media de 2011 (véanse cuadro 1 y gráfico 6).

Desde comienzos de junio, 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 algunos países de la zona del euro, así como con la evolución de los diferenciales de rendimiento esperados entre la zona del euro y otras economías avanzadas.

Gráfico 5 Evolución de los precios de las materias primas



Fuentes: Bloomberg y HWWI.

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 septiembre de 2012	Apreciación (+)/depreciación (–) del euro a 5 de septiembre de 2012 desde:		
			31 de mayo de 2012	2 de enero de 2012	en comparación con: media de 2011
Renminbi chino	18,8	7.986	1,1	-2,0	-11,2
Dólar estadounidense	16,9	1.258	1,4	-2,8	-9,6
Libra esterlina	14,9	0,790	-1,2	-5,4	-2,9
Yen japonés	7,2	98,7	1,0	-0,9	-11,1
Franco suizo	6,5	1.201	0,0	-1,2	-2,5
Zloty polaco	6,2	4.201	-4,3	-6,1	1,9
Corona checa	5,0	24,79	-3,5	-2,8	0,8
Corona sueca	4,7	8.442	-5,9	-5,4	-6,5
Won coreano	3,9	1.430	-2,3	-4,3	-7,2
Forint húngaro	3,2	284,6	-5,7	-9,5	1,9
TCEN ²⁾		96,2	-0,8	-3,3	-7,0

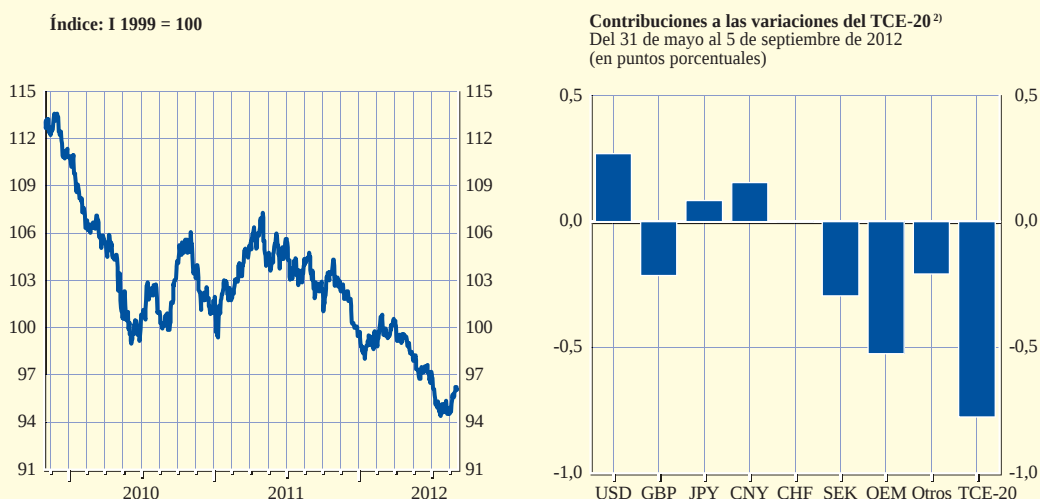
Fuente: BCE.

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)



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.

La volatilidad implícita de los tipos de cambio bilaterales del euro frente al dólar estadounidense, el yen japonés y la libra esterlina se redujo en junio y en julio, antes de estabilizarse en torno a las respectivas medias históricas (véase gráfico 7).

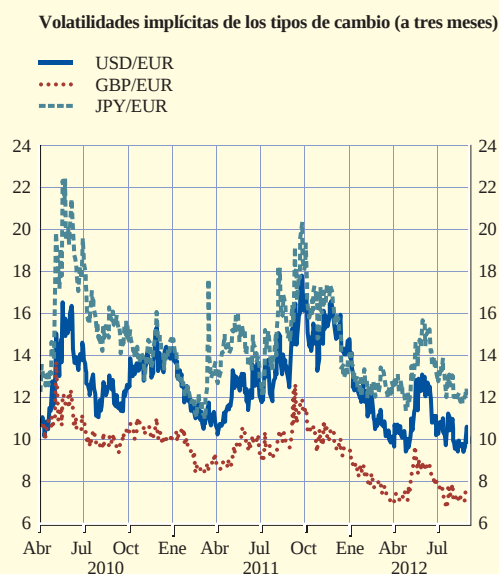
Por lo que respecta a los indicadores de competitividad internacional en términos de precios y costes de la zona del euro, en agosto de 2012, el tipo de cambio efectivo real del euro, basado en los precios de consumo (medido frente a las monedas de 20 de los socios comerciales más importantes de la zona) se situaba un 7,6% por debajo de la media de 2011 (véase gráfico 8). Esta evolución refleja, en gran medida, la depreciación nominal del euro, mientras que la inflación, medida por los precios de consumo, en la zona del euro fue comparable a la que registraban sus principales socios comerciales.

TIPOS DE CAMBIO BILATERALES

Desde comienzos de junio de 2012, el euro se ha apreciado frente al dólar estadounidense. Entre el 31 de mayo y el 5 de septiembre de 2012, el euro se apreció un 1,4% frente al dólar, cotizando un 9,6%

Gráfico 7 Evolución de los tipos de cambio y volatilidades implícitas

(datos diarios)



Fuente: Bloomberg.

por debajo de la media de 2011 (véanse gráfico 6 y cuadro 1). Como se mencionó anteriormente, los principales factores determinantes de las fluctuaciones del tipo de cambio entre las dos monedas fueron la incertidumbre en los mercados y los movimientos en los diferenciales de rendimiento entre las dos economías.

Durante el período considerado, el euro se apreció frente al yen japonés. El 5 de septiembre de 2012, la moneda única cotizaba un 1 % por encima del nivel registrado a finales de mayo y un 11,1 % por debajo de la media de 2011. La apreciación del euro frente al yen japonés desde finales de mayo de 2012 interrumpió la tendencia anterior, en virtud de la cual el yen se apreció frente a la mayoría de las principales monedas.

Por lo que respecta a otras monedas, el tipo de cambio del euro frente a la libra esterlina se depreció a partir de mediados de junio. El 5 de septiembre de 2012 se situaba un 1,2 % por debajo del nivel registrado a finales de mayo y un 8,9 % por debajo de la media de 2011 (véase cuadro 1). Durante el período considerado, el euro se mantuvo en general estable frente al franco suizo y, el 5 de septiembre de 2012, cotizaba un 2,5 % por debajo del nivel medio de 2011. Al mismo tiempo, el euro se depreció frente a algunas otras monedas europeas, especialmente frente a la corona checa (un 3,5 %), el forint húngaro (un 5,7 %) y el zloty polaco (un 4,3 %), revirtiendo así, en parte, la apreciación observada en mayo.

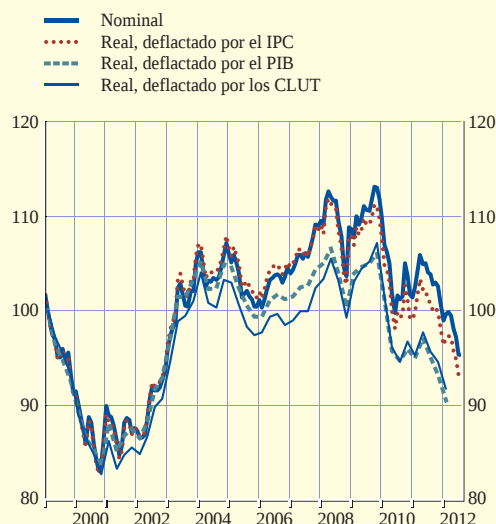
Durante el período considerado, las monedas que participan en el MTC II se han mantenido, en general, estables frente al euro, cotizando al tipo de cambio correspondiente a las respectivas paridades centrales o en torno a dichas paridades. El lats letón cotizó en la zona más fuerte de su paridad central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

1.4 PERSPECTIVAS DEL ENTORNO EXTERIOR

El indicador sintético adelantado de la OCDE correspondiente a junio sugiere cierta moderación del crecimiento en los países de esta organización.

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

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

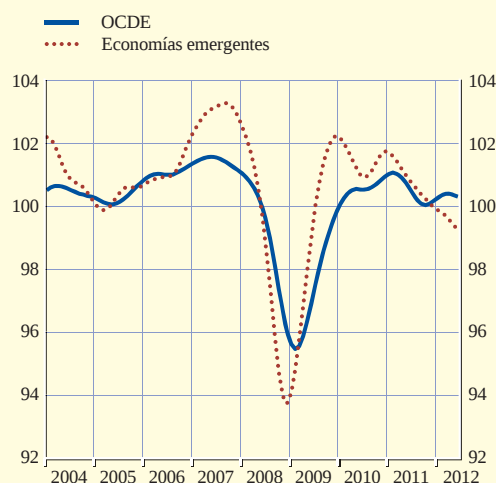


Fuente: BCE.

1) Un aumento de los índices de los TCE-20 supone una apreciación del euro. Las observaciones mensuales más recientes corresponden a agosto 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 primer trimestre de 2012.

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.

Además, los resultados del indicador de clima económico mundial del Ifo también apuntan a unas perspectivas de crecimiento de la economía mundial más moderadas. Tras los aumentos registrados en los dos trimestres anteriores, la caída del índice en el tercer trimestre se debió a una evaluación menos favorable tanto de la situación actual como de la de los próximos seis meses. En general, se mantiene la tendencia anterior de un gradual fortalecimiento de la recuperación de la economía mundial, aunque ligeramente más débil de lo esperado. Se prevé que la actividad se verá favorecida por la mejora de la situación financiera en un entorno de políticas monetarias acomodaticias.

Las perspectivas del entorno exterior de la zona del euro siguen estando sujetas a un alto grado de incertidumbre en relación con las tensiones en los principales segmentos de los mercados financieros y con los desequilibrios fiscales y mundiales. Los riesgos a la baja están relacionados con los efectos de contagio de la evolución en la zona del euro, tanto a través del comercio exterior como del desapalancamiento del sector financiero.

2 EVOLUCIÓN MONETARIA Y FINANCIERA

2.1 DINERO Y CRÉDITO DE LAS IFM

En un contexto de tipos de interés reducidos y de elevada incertidumbre, la evolución monetaria siguió caracterizándose por la preferencia por la liquidez del sector tenedor de dinero en el período comprendido entre abril y julio de 2012. Se observaron entradas en los instrumentos más líquidos de M3, con desplazamientos procedentes de dentro y de fuera del agregado monetario amplio. La segunda fuente de creación de dinero continuó siendo el crédito concedido a las Administraciones Públicas, al igual que en el primer trimestre. En cambio, el crecimiento del crédito al sector privado volvió a debilitarse entre abril y julio. En los países en los que se registraron entradas de capitales, las empresas con abundancia de efectivo y las grandes empresas optaron por la financiación interna y la financiación en los mercados, en lugar de recurrir a los préstamos de las IFM. En otros países de la zona, la demanda de préstamos siguió siendo reducida debido a la acusada incertidumbre, a la escasa confianza y a la necesidad de corregir los altos niveles de endeudamiento del sector privado. Al mismo tiempo, factores como la disponibilidad de fondos de las entidades de crédito en esos países continuaron afectando a la oferta de crédito. En general, el crecimiento subyacente del dinero y del crédito se mantuvo en niveles moderados, lo que señala que los riesgos para la estabilidad de precios están equilibrados si se considera la zona del euro en su conjunto. Al mismo tiempo, es necesario realizar un seguimiento constante de estos riesgos, habida cuenta de la notable heterogeneidad entre países.

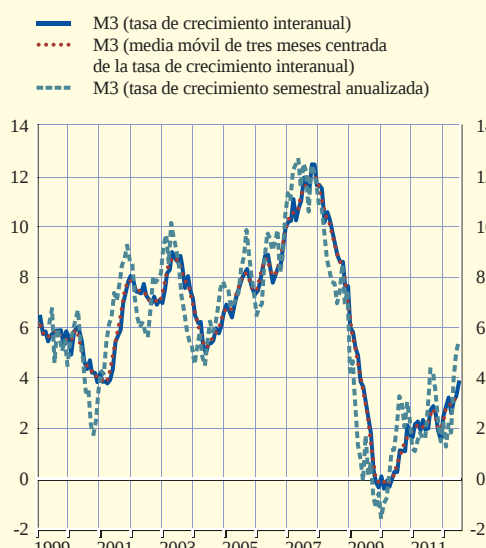
EL AGREGADO MONETARIO AMPLIO M3

El fuerte impulso monetario observado a principios de año se debilitó en el segundo trimestre de 2012. No obstante, en julio, la tasa de crecimiento interanual de M3 repuntó de nuevo y se situó en el 3,8%, considerablemente por encima del nivel medio del segundo trimestre (véase gráfico 10). Los factores determinantes del crecimiento monetario se mantuvieron sin variación en los siete primeros meses de 2012, y la principal contribución procedió de la preferencia del sector tenedor de dinero por la liquidez en un entorno económico caracterizado por unos tipos de interés reducidos y una incertidumbre elevada. Por lo tanto, la evolución del dinero continúa mostrando el impacto de la crisis de la deuda pública, con considerables desplazamientos de capitales entre los países de la zona del euro y, a finales del segundo trimestre de 2012, cierta reorientación de fondos hacia países de fuera de la zona.

Los flujos mensuales de M3 siguieron viéndose afectados de manera significativa por las operaciones de los intermediarios financieros no monetarios distintos de las empresas de seguros y fondos de pensiones (OIF) en el segundo trimestre. En la medida en que estas operaciones representan cesiones temporales efectuadas a través de entidades de contrapartida central, con frecuencia reflejan operaciones entre IFM liquidadas a través de estas entidades, lo que puede distorsionar el contenido informativo del flujo de fondos. En consecuencia, el Eurosistema ajustará la definición de

Gráfico 10 Crecimiento de M3

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



Fuente: BCE.

los agregados monetarios y de su contrapartida, el crédito al sector privado, excluyendo esas cesiones temporales, así como las adquisiciones temporales, de los agregados monetarios y sus contrapartidas a partir de la publicación de los datos sobre la evolución monetaria el 27 de septiembre de 2012. Para más detalles, véase el recuadro 3, titulado «El ajuste de las estadísticas monetarias sobre cesiones temporales con entidades de contrapartida central».

Recuadro 3

EL AJUSTE DE LAS ESTADÍSTICAS MONETARIAS SOBRE CESIONES TEMPORALES CON ENTIDADES DE CONTRAPARTIDA CENTRAL

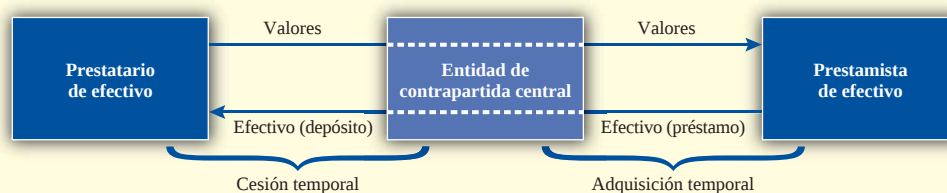
Con la próxima publicación, el 27 de septiembre de 2012, de los datos monetarios de finales de agosto, el BCE modificará el método de cálculo estadístico del agregado monetario amplio y del crédito al sector privado para ajustarlo de las operaciones de cesión temporal (*repos*) realizadas a través de entidades de contrapartida central. En este recuadro se describen las razones del ajuste y se explica su implementación.

Las innovaciones financieras, que pueden incluir nuevos productos financieros y nuevas prácticas de negociación, pueden alterar los procesos financieros o el modo de operar de las instituciones financieras y, por lo tanto, dar lugar a cambios en la frontera entre activos monetarios y no monetarios. En los últimos años, la innovación financiera con mayor impacto en la medición del agregado monetario amplio M3 de la zona del euro ha sido la de las cesiones temporales realizadas a través de entidades de contrapartida central. Una entidad de contrapartida central se interpone entre las contrapartes de los contratos financieros negociados en uno o varios mercados, actuando de comprador frente a los vendedores y de vendedor frente a los compradores. Proporciona una plataforma electrónica de negociación y servicios de gestión de riesgos y de liquidación de valores a los participantes en el mercado para distintas clases de activos. Si las estadísticas monetarias no se ajustan de las cesiones temporales efectuadas a través de entidades de contrapartida central, se genera una discrepancia entre el concepto de «dinero» y la medición empírica de los agregados monetarios. En los últimos meses, en el Boletín Mensual del BCE se ha comentado regularmente el efecto de las cesiones temporales llevadas a cabo a través de entidades de contrapartida central en la evolución de M3 y, por consiguiente, en la dinámica monetaria.

Cesiones temporales realizadas a través de una entidad de contrapartida central

Las cesiones temporales en las que una entidad de contrapartida central actúa de intermediaria se estructuran como se ilustra en el gráfico A. Estas operaciones tienen tres elementos: i) el prestatario

Gráfico A Cesión temporal realizada a través de una entidad de contrapartida central



Fuente: BCE.

de efectivo formaliza un acuerdo de cesión temporal con la entidad de contrapartida central, tomando en préstamo el importe solicitado y aportando las garantías exigidas por la citada entidad; ii) el prestamista de efectivo formaliza una adquisición temporal con la entidad de contrapartida central, y iii) la entidad de contrapartida central administra la operación y las garantías. Por lo tanto, la entidad de contrapartida central actúa como contraparte directa del prestamista y del prestatario y, de este modo, asume el riesgo de incumplimiento del prestatario. Además, la gestión de las garantías está altamente estandarizada en lo que respecta a características y márgenes, lo que se traduce en una mayor transparencia del producto y en una disminución de la carga administrativa (y de los costes) para ambas contrapartes, en comparación con una cesión temporal bilateral.

Las cesiones temporales son importantes para las estadísticas monetarias porque las realizadas entre las IFM y el sector tenedor de dinero son un subcomponente de los instrumentos negociables incluidos en M3¹. Además, las adquisiciones temporales son una forma de préstamo y, por consiguiente, se registran como un componente del crédito concedido por las IFM en el balance consolidado de este sector. En consonancia con las normas estadísticas internacionales, las entidades de contrapartida central se clasifican como pertenecientes al sector de intermediarios financieros no monetarios distintos de las empresas de seguros y fondos de pensiones en las estadísticas del BCE y, por ello, forman parte del sector tenedor de dinero. En consecuencia, hasta ahora, las operaciones realizadas por IFM a través de las citadas entidades han dado lugar a cambios en M3 y en el crédito al sector privado.

Motivos por los que las cesiones temporales realizadas a través de entidades de contrapartida central no deben considerarse parte del dinero ni de su contrapartida, el crédito

Los depósitos intermediados por las entidades de contrapartida central en una cesión temporal y mantenidos en IFM no deberían considerarse dinero porque estas entidades no pueden emplearlos a su discreción para efectuar pagos y tampoco pueden transferirse a terceros o utilizarse como almacenamiento de valor para la entidad de contrapartida central. Según la definición habitual de dinero, el prestamista de efectivo que participa en la cesión temporal es el tenedor último del depósito de la IFM. Por consiguiente, lo ideal sería que el sector del prestamista último de efectivo determinara si una cesión temporal debe incluirse en los agregados monetarios. Si el prestamista de efectivo es una IFM o un no residente en la zona del euro, el depósito no debería incluirse, mientras que si pertenece al sector tenedor de dinero debería contabilizarse como parte de dichos agregados monetarios. Consideraciones similares son aplicables a las adquisiciones temporales y a su posible inclusión en la medición de los préstamos al sector privado. Un estudio sobre las principales entidades de contrapartida central de la zona del euro sugiere que, hasta la fecha, prácticamente todas las contrapartes que han realizado cesiones temporales a través de estas entidades han sido IFM de la zona del euro o no residentes en la zona, es decir, no forman parte del sector tenedor de dinero de la zona.

La relevancia cuantitativa de las cesiones temporales con entidades de contrapartida central

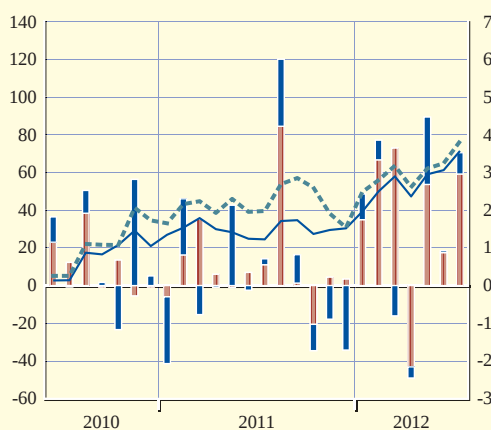
Las cesiones temporales con entidades de contrapartida central comenzaron a realizarse a principios de la década de 2000, con volúmenes reducidos, y adquirieron importancia con la intensificación de la crisis financiera (hasta alcanzar un saldo vivo de 296 mm de euros en julio de 2012), ya que las cesiones temporales que se efectúan a través de estas entidades proporcionan mayor protección frente al

1 El agregado monetario amplio suele medirse como el efectivo en circulación más una agrupación de los pasivos a corto plazo de las IFM frente al sector tenedor de dinero que sean sustitutos próximos del efectivo. El agregado M3 de la zona del euro incluye el efectivo en circulación, los depósitos a la vista, los depósitos a plazo hasta dos años, los depósitos disponibles con preaviso hasta tres meses y los instrumentos negociables (cesiones temporales, valores distintos de acciones hasta dos años de las IFM y participaciones en fondos del mercado monetario).

Gráfico B M3 sin ajustar y ajustado de cesiones temporales con ECC

(flujos; datos mensuales; mm de euros y tasas de variación interanual; datos desestacionalizados; junio 2010-julio 2012)

- Cesiones temporales con ECC, flujos mensuales (escala izquierda)
- M3 ajustado de cesiones temporales con ECC, flujos mensuales (escala izquierda)
- Tasa de crecimiento interanual de M3 (escala derecha)
- M3 ajustado de cesiones temporales con ECC, tasa de crecimiento interanual (escala derecha)

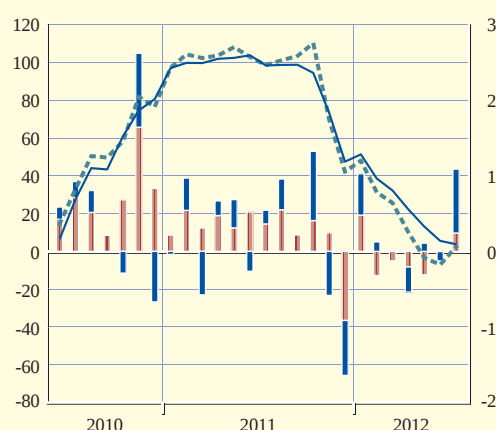


Fuente: BCE.
Nota: Los ajustes de ECC se basan en datos provisionales.

Gráfico C Préstamos al sector privado sin ajustar y ajustados de adquisiciones temporales con ECC

(flujos; datos mensuales; mm de euros y tasas de variación interanual; datos desestacionalizados; junio 2010-julio 2012)

- Adquisiciones temporales con ECC, flujos mensuales (escala izquierda)
- Préstamos ajustados de adquisiciones temporales con ECC, flujos mensuales (escala izquierda)
- Préstamos, tasa de crecimiento interanual (escala derecha)
- Préstamos ajustados de adquisiciones temporales con ECC, tasa de crecimiento interanual (escala derecha)



Fuente: BCE.
Nota: Los ajustes de ECC se basan en datos provisionales.

riesgo de contraparte que las cesiones temporales bilaterales. Además, el agravamiento de la crisis hizo que aumentara la preferencia por las operaciones del mercado monetario con garantías frente a las operaciones sin garantías en este mercado.

El impacto de las cesiones temporales con entidades de contrapartida central en M3 pasó a ser significativo tras la quiebra de Lehman Brothers. Como el volumen de operaciones tiende a fluctuar de manera considerable, en ocasiones, las cesiones temporales efectuadas a través de entidades de contrapartida central pueden afectar sensiblemente a la evolución mensual de M3 (véase gráfico B) y de los préstamos al sector privado (véase gráfico C). Es interesante observar que las tasas de crecimiento interanual de M3 y de M3 ajustado de cesiones temporales efectuadas a través de las citadas entidades son, en general, muy similares, al igual que sucede con las de los préstamos al sector privado, con independencia de que estén o no ajustados de cesiones temporales llevadas a cabo a través de dichas entidades. Esto sugiere que el impacto en la evolución a medio plazo del dinero y del crédito ha sido muy limitado hasta la fecha, a diferencia del efecto en los flujos mensuales.

Ajuste de los agregados monetarios y crediticios

En la nota de prensa mensual del BCE sobre la evolución monetaria de la zona del euro y en el cuadro 2.3 de la sección «Estadísticas de la zona del euro» del Boletín Mensual, las operaciones con entidades de contrapartida central realizadas por IFM como prestatarias de efectivo se excluirán de la partida «cesiones temporales» del balance, así como de los agregados monetarios M3-M2 y M3.

En consecuencia, las operaciones de adquisición temporal en las que el sector de IFM es el prestamista de efectivo quedarán excluidas de las rúbricas «crédito a otros residentes en la zona del euro» y «préstamos al sector privado», que a partir de ahora quedarán reflejadas en la categoría residual de «otras contrapartidas de M3». Todas las series temporales afectadas se revisarán desde junio de 2010, el primer período para el que se recopilaban datos de conformidad con el Reglamento del BCE relativo a las estadísticas del balance de las IFM (BCE/2008/32).

Fuera del contexto de los agregados monetarios y las contrapartidas, las estadísticas de balances de las IFM no se verán afectadas por esta modificación. En estas presentaciones (por ejemplo, los balances agregado y consolidado del sector de IFM y sus desgloses), las cesiones temporales y las adquisiciones temporales de IFM efectuadas a través de entidades de contrapartida central seguirán registrándose como depósitos y préstamos en «otros intermediarios financieros» como sector de contrapartida. Este tratamiento asegura que las estadísticas de balances de las IFM sigan siendo acordes con las normas estadísticas internacionales y otras estadísticas del BCE, como las cuentas de la zona del euro. Al mismo tiempo, las cesiones temporales y las adquisiciones temporales con entidades de contrapartida central se podrán identificar por separado con el fin de que estas partidas del balance puedan examinarse en el marco del análisis del mercado monetario.

Conclusiones

El BCE ajustará de cesiones temporales con entidades de contrapartida central la medición de M3 y de sus contrapartidas en todas sus publicaciones a partir de la publicación de los datos monetarios de finales de agosto (el 27 de septiembre de 2012). El ajuste se llevará a cabo de forma que se mantenga la transparencia de las estadísticas monetarias y la coherencia con las normas estadísticas internacionales. En particular, se preservará la coherencia interna de las estadísticas monetarias y sus desgloses, de modo que serán transparentes para los usuarios externos.

Se ha de destacar que el ajuste de los agregados monetarios y del crédito garantizará que la medición empírica de M3 y de sus contrapartidas siga siendo acorde con el concepto económico de dinero y crédito. Una ventaja del análisis monetario del BCE es el círculo virtuoso que crea entre el análisis de la política monetaria y el marco estadístico: el análisis monetario asegura que el marco estadístico pueda utilizarse con eficacia para fines de política económica examinando innovaciones financieras que de otra manera podrían afectar a la delimitación empírica del concepto económico de «dinero» y de sus contrapartidas. Este es un requisito indispensable para formular recomendaciones sólidas de política monetaria al valorar los riesgos a medio y a largo plazo para la estabilidad de precios.

La recuperación del crecimiento interanual de M3 en los siete primeros meses de 2012 supuso cierta disociación de la evolución del crédito al sector privado, cuya tasa de crecimiento interanual continuó descendiendo. En cambio, las entradas observadas en M3 quedaron reflejadas, en gran medida, en un aumento del crédito a las Administraciones Públicas en las contrapartidas de este agregado. En el segundo trimestre de 2012, el crecimiento del crédito a este sector estuvo principalmente impulsado por los préstamos emitidos en determinados países de la zona del euro, mientras que las adquisiciones de valores públicos por parte de las IFM, que fueron especialmente pronunciadas en el primer trimestre de 2012, disminuyeron ligeramente. Además, la reducción de los pasivos financieros a más largo plazo también contribuyó al crecimiento más acusado de M3. A este respecto, se registraron considerables amortizaciones netas de valores distintos de acciones a largo plazo emitidos por las IFM, reflejo de los desplazamientos de fondos hacia instrumentos líquidos. La tímida evolución de las tenencias de valores

distintos de acciones a largo plazo emitidos por las IFM también estuvo impulsada por la preferencia de las entidades de crédito por utilizar los fondos obtenidos en las operaciones principales de financiación a plazo más largo con vencimiento a tres años (OFPML) para reemplazar a la financiación en los mercados en un difícil entorno de mercado, optando por no renovar los valores a su vencimiento y por poner en práctica programas de recompra, beneficiándose de los bajos precios de mercado de sus propios valores.

Los principales activos mantenidos por las IFM de la zona del euro (excluido el Eurosistema) continuaron su moderada expansión en los tres meses transcurridos hasta julio de 2012. El incremento observado ese mes reflejó una mayor acumulación de activos exteriores y de valores (distintos de acciones) emitidos por las IFM de la zona.

En conjunto, los datos monetarios disponibles hasta julio sugieren que en los siete primeros meses de 2012, el efecto positivo de las medidas no convencionales de política monetaria anunciadas por el Eurosistema en diciembre de 2011 evitó un desapalancamiento brusco y desordenado que podría haber tenido graves consecuencias para la economía. Además, los incrementos observados en los agregados monetarios básicamente han reflejado la preferencia por la liquidez del sector tenedor de dinero.

PRINCIPALES COMPONENTES DE M3

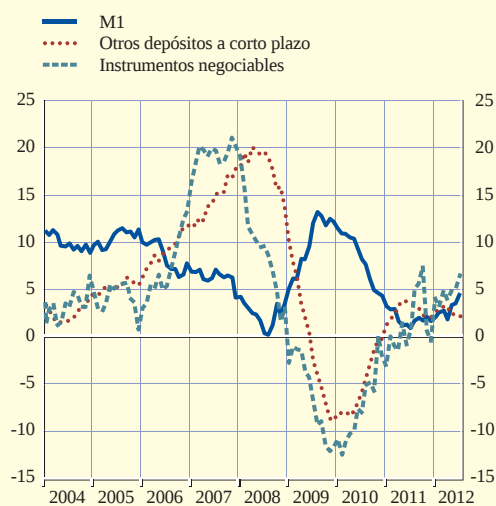
Los flujos de entrada registrados en M3 en el segundo trimestre de 2012 estuvieron impulsados principalmente por la demanda del sector tenedor de dinero de instrumentos incluidos en el agregado monetario estrecho M1 (véase gráfico 11), una tendencia que continuó en julio y que fue generalizada en los distintos sectores. El aumento de la tasa de crecimiento interanual de los instrumentos negociables también contribuyó a la creación de dinero. No obstante, gran parte de esta contribución tuvo su origen en operaciones interbancarias realizadas a través de entidades de contrapartida central y, por tanto, no reflejó auténticas operaciones con el sector tenedor de dinero. En cambio, la tasa de crecimiento interanual de otros depósitos a corto plazo se mantuvo básicamente sin cambios en ese trimestre, antes de disminuir ligeramente en julio.

La tasa de crecimiento interanual de M1 se incrementó hasta el 2,8% en el segundo trimestre de 2012, frente al 2,3% del primer trimestre, y posteriormente aumentó de nuevo hasta situarse en el 4,5% en julio (véase cuadro 2). Los depósitos a la vista registraron flujos especialmente elevados, beneficiándose de las salidas que se produjeron en otros instrumentos (tanto incluidos como no incluidos en M3). Los reducidos tipos de interés y la acusada incertidumbre imperantes actualmente fueron los factores determinantes de esta evolución. Sin embargo, las cifras de la zona del euro ocultan una heterogeneidad considerable entre países en cuanto a la importancia relativa de estos dos factores.

La tasa de crecimiento interanual de los depósitos a corto plazo distintos de los depósitos a la vista (es decir, M2 menos M1) fue del 2,8% en el segundo trimestre de 2012, prácticamente sin variación con

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 III	2011 IV	2012 I	2012 II	2012 Jun	2012 Jul
M1	49,5	1,4	1,9	2,3	2,8	3,5	4,5
Efectivo en circulación	8,7	4,5	6,2	6,1	5,5	5,5	5,9
Depósitos a la vista	40,9	0,8	1,0	1,5	2,2	3,1	4,2
M2 - M1 (= otros depósitos a corto plazo)	38,8	3,4	2,3	2,7	2,8	2,4	2,2
Depósitos a plazo hasta dos años	18,7	3,1	2,0	3,4	2,7	1,5	0,7
Depósitos disponibles con preaviso hasta tres meses	20,2	3,7	2,5	2,1	2,9	3,3	3,6
M2	88,4	2,3	2,1	2,5	2,8	3,0	3,5
M3 - M2 (= instrumentos negociables)	11,6	2,7	3,5	3,1	4,5	5,0	6,4
M3	100,0	2,4	2,2	2,5	3,0	3,2	3,8
Crédito a residentes en la zona del euro		2,4	1,3	1,4	1,5	1,4	1,2
Crédito a las Administraciones Públicas		5,2	1,4	5,2	8,4	9,4	9,4
Préstamos a las Administraciones Públicas		7,0	-2,1	-4,6	-1,7	1,7	1,3
Crédito al sector privado		1,8	1,3	0,5	-0,1	-0,4	-0,6
Préstamos al sector privado		2,5	2,1	0,9	0,1	-0,2	0,1
Préstamos al sector privado ajustados de ventas y titulizaciones ²⁾		2,7	2,3	1,3	0,7	0,3	0,5
Pasivos financieros a más largo plazo (excluidos capital y reservas)		3,5	2,6	0,4	-2,4	-3,6	-4,4

Fuente: BCE.

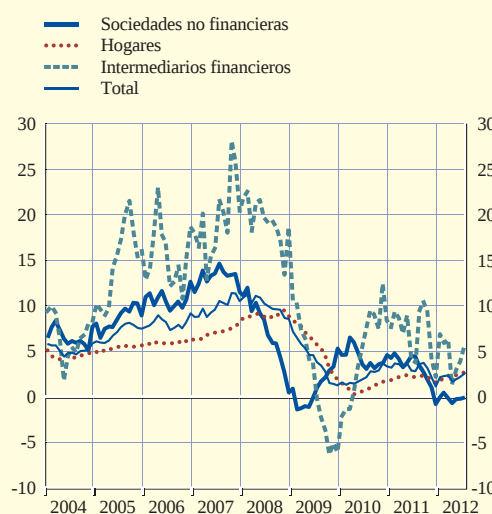
1) A fin del último mes disponible. Pueden producirse discrepancias, debido al redondeo.

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

respecto al primer trimestre (véase gráfico 12). Esta tasa ocultó una evolución divergente de sus dos subcomponentes, ya que las entradas registradas en los depósitos de ahorro a corto plazo (es decir, depósitos disponibles con preaviso hasta tres meses) quedaron contrarrestadas, en general, con las salidas que se produjeron en los depósitos a corto plazo (esto es, depósitos a plazo hasta dos años), un patrón que también se observó en julio. Hasta cierto punto, esta evolución parecería reflejar que los hogares desplazaron fondos de un tipo de depósito a otro con el fin de beneficiarse de una remuneración más ventajosa. En cambio, las sociedades no financieras redujeron sus tenencias de otros depósitos a corto plazo, principalmente en favor de los depósitos a la vista, en un intento de utilizar sus reservas de liquidez, ya que las fuentes de financiación interna y la financiación externa en los mercados se consideraron preferibles a los préstamos de las IFM. Los OIF también redujeron sus tenencias de otros depósitos a corto plazo en favor de los depósitos a la vista y las cesiones temporales.

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.

La tasa de crecimiento interanual de los instrumentos negociables se incrementó hasta el 4,5% en el segundo trimestre de 2012, frente al 3,1% del primer trimestre. Esta evolución reflejó un flujo trimestral positivo impulsado por el crecimiento de las participaciones en fondos del mercado monetario y de las cesiones temporales. No obstante, una valoración más detallada pone de manifiesto que el flujo positivo observado en las cesiones temporales fue atribuible fundamentalmente a las operaciones interbancarias realizadas a través de entidades de contrapartida central. Si los datos se ajustan de estas operaciones, los instrumentos negociables registraron salidas en el segundo trimestre de 2012. La evolución de las cesiones temporales relacionadas con entidades de contrapartida central también puede proporcionar información sobre la situación en los mercados monetarios a nivel de países. En algunos países de la zona del euro, por ejemplo, el crecimiento de estas operaciones en el segundo trimestre pudo deberse a la mayor inquietud existente en torno a los sectores bancarios de esos países. Al mismo tiempo, en otros países de la zona, los flujos trimestrales positivos en este instrumento reflejaron los sólidos niveles de liquidez de las entidades de crédito, pero también el efecto de las modificaciones de las calificaciones crediticias de algunos emisores públicos en el mercado interbancario con garantías. Los valores distintos de acciones a corto plazo emitidos por las IFM registraron algunos flujos de salida en el segundo trimestre, posiblemente debido a i) la amortización de valores a su vencimiento por parte de las entidades de crédito con la ayuda de los fondos recibidos a través de las OFPML a tres años del BCE, y ii) el aumento de las tensiones en los mercados primarios de un grupo de países de la zona del euro vinculado a la publicación de noticias negativas sobre los sistemas bancarios de esos países. Esta evolución no había revertido de manera ostensible en julio.

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, fue del 2,4% en el segundo trimestre de 2012, prácticamente sin variación con respecto al trimestre precedente (en el que se situó en el 2,3%). Todos los sectores excepto las empresas de seguros y fondos de pensiones incrementaron sus tenencias de depósitos de M3. En el caso de los hogares, el aumento de las tenencias de estos depósitos (que se concentró en los depósitos a la vista y en los depósitos de ahorro a corto plazo) se vio parcialmente respaldado, en algunos países, por la persistente competencia entre entidades de crédito que intentaban asegurar y captar financiación estable mediante depósitos. Las salidas observadas en los depósitos de M3 mantenidos por las empresas de seguros y fondos de pensiones revirtieron en cierta medida el elevado flujo de entrada del primer trimestre de 2012, lo que podría apuntar a que estas entidades están invirtiendo sus fondos en activos alternativos, en parte fuera de la zona del euro. En general, las cifras de julio confirmaron esta evolución.

PRINCIPALES CONTRAPARTIDAS DE M3

En cuanto a las contrapartidas de M3, la tasa de crecimiento interanual del crédito concedido por las IFM a residentes en la zona del euro aumentó ligeramente en el segundo trimestre de 2012, hasta el 1,5% (frente al 1,4% del trimestre anterior), antes de caer hasta el 1,2% en julio (véase cuadro 2). Esta evolución siguió ocultando una evolución divergente de las tasas de crecimiento interanual del crédito a las Administraciones Públicas y del crédito al sector privado.

La tasa de crecimiento interanual del crédito otorgado por las IFM a las Administraciones Públicas aumentó hasta situarse en el 9,4% en julio de 2012, frente al 8,4% y el 5,2% del segundo y del primer trimestre, respectivamente. Este fortalecimiento fue resultado de la evolución de sus dos subcomponentes. Las compras de deuda pública continuaron creciendo a una tasa de dos dígitos, aunque a un ritmo notablemente más lento que en el primer trimestre, cuando las IFM hicieron esfuerzos significativos por aparcar los sustanciales volúmenes de liquidez que habían obtenido en las OFPML a tres años. En cambio, los préstamos concedidos a las Administraciones Públicas fueron considerables en el segundo trimestre, reflejo principalmente de la evolución observada en países concretos.

La tasa de crecimiento interanual del crédito otorgado por las IFM al sector privado descendió hasta el $-0,6\%$ en julio de 2012, tras haberse situado en el $-0,1\%$ en el segundo trimestre y en el $0,5\%$ en el primero. En el segundo trimestre, el flujo de crédito al sector privado fue considerablemente negativo, como consecuencia de las elevadas ventas mensuales de valores de este sector por parte de las IFM y de la amortización de préstamos al sector privado originados por IFM (ajustados de ventas y titulizaciones). En cambio, en julio, la caída del crédito al sector privado se debió principalmente a la sustancial amortización neta de valores distintos de acciones, que fundamentalmente se concentró en países concretos como resultado de la reversión de anteriores operaciones de titulización.

La tasa de crecimiento interanual de los préstamos al sector privado (ajustada de ventas y titulizaciones) descendió hasta el $0,7\%$ en el segundo trimestre de 2012, frente al $1,3\%$ del trimestre anterior (observándose una reducción similar en los préstamos sin ajustar; véase cuadro 2). En julio volvió a disminuir y se situó en el $0,5\%$. Desde una perspectiva sectorial, en el segundo trimestre de 2012 se registraron nuevas contracciones de los préstamos concedidos a los intermediarios financieros no monetarios y a las sociedades no financieras, mientras que los préstamos a los hogares se mantuvieron en niveles moderados.

La tasa de crecimiento interanual de los préstamos concedidos por las IFM a los hogares, ajustados de ventas y titulizaciones, disminuyó hasta el $0,4\%$ en el segundo trimestre de 2012, frente al $1,2\%$ del trimestre anterior, antes de descender de nuevo hasta situarse en el $0,3\%$ en julio, continuando con la desaceleración observada en esta categoría de préstamos desde el segundo trimestre de 2011. Este debilitamiento se debió fundamentalmente al deterioro de las perspectivas económicas y de las relativas al mercado de la vivienda y, en algunos países de la zona del euro, a la necesidad de reducir el endeudamiento tras los excesos del pasado. Las cifras ajustadas de titulizaciones apuntan a que, en términos intertrimestrales, el flujo del segundo trimestre fue muy inferior al del trimestre precedente. Los préstamos para adquisición de vivienda siguen siendo el principal factor impulsor de los préstamos concedidos por las IFM a los hogares (para más detalles, véase la sección 2.7).

La tasa de crecimiento interanual de los préstamos concedidos por las IFM a las sociedades no financieras (ajustados de ventas y titulizaciones) descendió hasta el $0,3\%$ en el segundo trimestre de 2012, frente al $0,9\%$ del trimestre anterior, y en julio disminuyó de nuevo y se situó en el $-0,2\%$, pese a que se registró una entrada mensual notable. El flujo positivo de julio se concentró íntegramente 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 se ha mantenido en cotas reducidas en términos históricos. La considerable heterogeneidad observada en los datos sobre préstamos de la zona del euro queda reflejada en los niveles y en la evolución de las tasas de crecimiento interanual de los préstamos a hogares y a las sociedades no financieras. Es probable que esta heterogeneidad tenga su origen en las 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 diversos sectores, ya que los procesos de desapalancamiento que será necesario acometer en los próximos años afectarán negativamente a la demanda de préstamos. En los países que actualmente registran superávit por cuenta corriente, la abundancia de fuentes de financiación interna de las sociedades no financieras y la sustitución de la financiación bancaria por la financiación en los mercados a la vista de las favorables condiciones de financiación también están contribuyendo a la debilidad de los préstamos de las IFM.

De cara al futuro, teniendo en cuenta las perspectivas relativas a la actividad económica, un crecimiento de los préstamos a los hogares que continuaría siendo moderado y un debilitamiento adicional del crecimiento

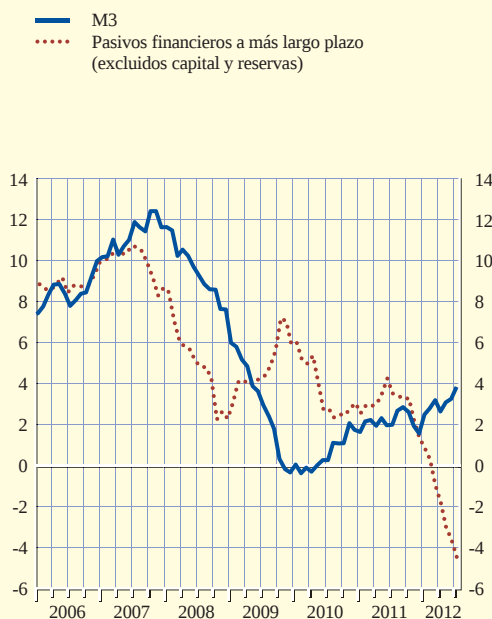
de los préstamos a las sociedades no financieras serían acordes con regularidades históricas de estos dos sectores, según las cuales la evolución de los préstamos a los hogares evoluciona en consonancia con la actividad económica y los préstamos a las sociedades no financieras responden con un retardo.

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 -4,4 % en julio de 2012, frente al -2,4 % y el 0,4 %, respectivamente, del segundo y del primer trimestre (véase gráfico 13). Esta fuente de financiación bancaria registró otro flujo trimestral considerablemente negativo en el segundo trimestre, contribuyendo así positivamente a la evolución monetaria. En gran medida, este flujo de salida 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 aumentaron sustancialmente sus tenencias de estos valores en el contexto de los programas de recompra introducidos para mejorar su nivel de capital. Esto se vio facilitado, en cierta medida, por la liquidez conseguida en las OFPML a tres años y por los reducidos precios de mercado de los valores, y en parte porque las IFM decidieron no renovar los valores a su vencimiento debido al difícil entorno de mercado. Los depósitos a largo plazo también disminuyeron, en parte como consecuencia de la reversión de anteriores operaciones de titulización en las que los préstamos no se habían dado de baja del balance de las entidades de crédito.

En el segundo trimestre de 2012, la posición acreedora neta frente al exterior de las IFM de la zona del euro, que recoge los flujos de capitales del sector tenedor de dinero de la zona cuando estos flujos se

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

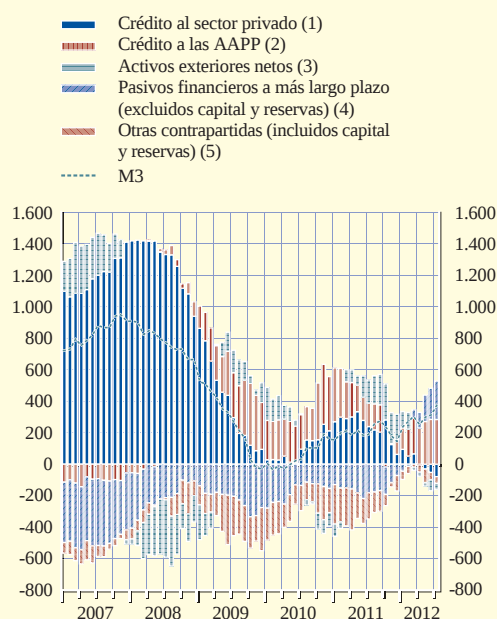
(tasas de variación interanual; datos ajustados de efectos estacionales y de calendario)



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.

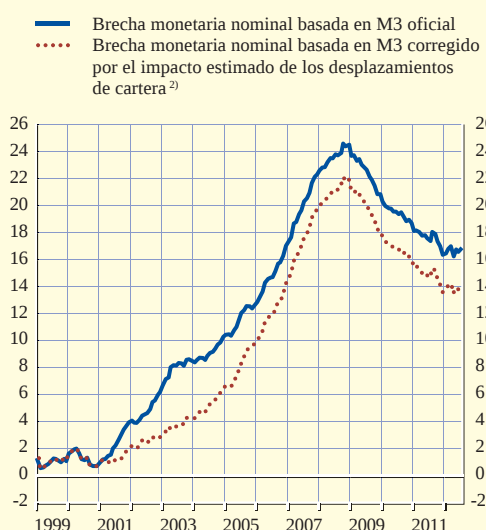
canalizan a través de las IFM, así como las transferencias de activos emitidos por el sector tenedor de dinero, registró otro flujo trimestral negativo, reflejo fundamentalmente de la salida observada en junio tras la intensificación de la crisis. En cambio, en julio se produjo una entrada de capitales moderada (véase gráfico 14), posiblemente como consecuencia de un cambio en la valoración general por parte de los inversores internacionales. Para más detalles, véase el recuadro 4, titulado «Evolución reciente de la cuenta financiera de la balanza de pagos de la zona del euro hasta junio de 2012».

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

Los flujos de entrada en M3 observados entre abril y julio de 2012 se tradujeron en una ralentización de la absorción del exceso de liquidez acumulado, tras la sustancial reducción observada en fases anteriores de la crisis financiera (véanse gráficos 15 y 16). Por lo tanto, los indicadores de liquidez monetaria que son objeto de seguimiento por parte del BCE continúan sugiriendo que el anterior crecimiento excesivo del dinero y del crédito todavía no se ha corregido totalmente, pese al sustancial ajuste que se ha llevado a cabo. No obstante, se ha de recordar que 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 cierta incertidumbre. A este respecto, se ha de observar que algunas medidas ya indican que el grado de absorción del exceso de liquidez de los tres últimos años ha sido tal que los niveles de exceso de liquidez son bastante reducidos actualmente.

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)



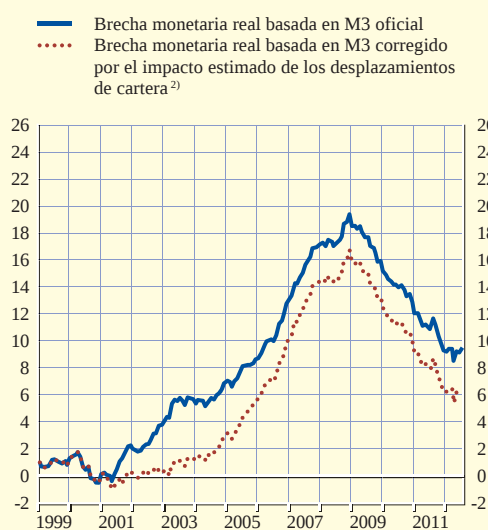
Fuente: BCE.

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)



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.

En conjunto, la tasa subyacente de crecimiento monetario y crediticio sigue siendo relativamente moderada, y las medidas del exceso de liquidez continúan apuntando a su corrección a la baja. Al igual que en el primer trimestre del año, el crecimiento de M3 entre abril y julio de 2012 no tuvo su origen en el crédito al sector privado, sino que estuvo impulsado principalmente por los desplazamientos de fondos hacia M3 resultantes de la preferencia por la liquidez del sector tenedor de dinero asociada a unos tipos de interés reducidos y a niveles elevados de incertidumbre. Estos desplazamientos no suelen señalar la existencia de riesgos inflacionistas, de forma que la conclusión general que se extrae de la evolución monetaria es que los riesgos para la estabilidad de precios están equilibrados si se consideran los indicadores agregados para la zona del euro en su conjunto. Al mismo tiempo, es necesario realizar un atento seguimiento de la considerable heterogeneidad existente entre países.

Recuadro 4

EVOLUCIÓN RECIENTE DE LA CUENTA FINANCIERA DE LA BALANZA DE PAGOS DE LA ZONA DEL EURO HASTA JUNIO 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 segundo trimestre de 2012. En el período de doce meses transcurrido hasta junio, el agregado de inversiones directas y de cartera registró salidas netas por importe de 68,6 mm de euros, frente a las entradas netas de 220,6 mm de euros contabilizadas un año antes. En gran medida, esas salidas se compensaron con un cambio de signo, en el mismo período, en la partida de otras inversiones, que, tras registrar salidas netas, contabilizó unas entradas netas de 64,8 mm de euros (véase cuadro). No obstante, al final del período considerado, la zona del euro registraba considerables entradas netas de inversiones de cartera y salidas netas de otras inversiones como consecuencia de la evolución tanto del sector de las IFM como de otros sectores. Tras reanudar las compras netas

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

(mm en euros; datos sin desestacionalizar)

	2012		2011 Sep	Acumulado de tres meses			Acumulado de doce meses	
	May	Jun		Dic	2012 Mar	Jun	2011 Jun	2012 Jun
Cuenta financiera ¹⁾	-0,2	-17,5	3,5	-40,2	3,3	-19,5	-1,5	-52,9
Total inversiones directas y de cartera netas	36,6	29,0	15,8	-59,4	-82,4	57,3	220,6	-68,6
Inversiones directas netas	9,9	-30,6	-19,2	-54,9	-5,3	-30,3	-98,9	-109,7
Inversiones de cartera netas	26,7	59,7	35,0	-4,5	-77,1	87,6	319,5	41,0
Acciones y participaciones	6,0	34,2	31,4	82,6	18,4	24,4	155,9	156,8
Valores distintos de acciones	20,7	25,4	3,6	-87,1	-95,5	63,2	163,6	-115,8
Bonos y obligaciones	13,7	30,8	19,9	-7,5	-60,3	47,6	123,4	-0,3
Instrumentos del mercado monetario	7,0	-5,4	-16,4	-79,6	-35,2	15,7	40,2	-115,5
Otras inversiones netas	-29,1	-40,6	-1,2	35,8	92,7	-62,5	-227,6	64,8
de las cuales, sector tenedor de dinero ²⁾								
Inversiones directas netas	9,1	-31,6	-18,8	-54,2	-7,1	-33,4	-82,8	-113,5
Inversiones de cartera netas	32,0	46,9	19,9	-18,8	-46,6	56,8	32,5	11,3
Acciones y participaciones	-3,0	40,9	29,1	43,3	14,7	24,4	153,4	111,6
Valores distintos de acciones	35,1	6,0	-9,2	-62,2	-61,3	32,4	-120,9	-100,3
Otras inversiones netas	-22,8	-13,7	24,6	13,7	9,6	-28,2	28,3	19,7

Fuente: BCE.

Nota: Pueden producirse discrepancias, debido al redondeo.

1) Cifras correspondientes a saldos (flujos netos). Un signo positivo (negativo) indica una entrada (salida) neta.

2) AAPP y otros sectores de la balanza de pagos.

de valores extranjeros en el primer trimestre de 2012, los inversores de la zona del euro redujeron sus tenencias internacionales de valores en el segundo trimestre, probablemente como consecuencia de las presiones de financiación que se reflejan en las salidas netas de otras inversiones.

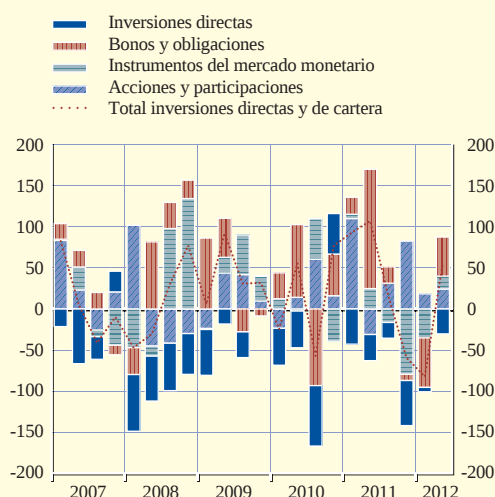
El cambio de signo a salidas netas en el saldo del agregado de inversiones directas y de cartera en el período de doce meses transcurrido hasta junio de 2012 se debió, principalmente, al descenso de las entradas netas de inversiones de cartera, en la medida en que los inversores extranjeros redujeron sustancialmente sus compras de valores de renta variable emitidos por las instituciones distintas de IFM y también desinvertieron en valores de renta fija emitidos por IFM de la zona del euro. La retirada de fondos de la inversión de cartera extranjera vino acompañada de la repatriación, por parte de residentes en la zona del euro, de fondos previamente invertidos en valores extranjeros (especialmente en valores de renta variable). Este proceso de repatriación bidireccional debe considerarse en el contexto de las notables tensiones observadas en los mercados financieros y de fuerte volatilidad de las cotizaciones bursátiles mundiales. La reducción de las entradas netas de inversiones de cartera se compensó, en gran medida, con un cambio de signo, de salidas netas a entradas netas, en la partida de otras inversiones, que comprende, principalmente, depósitos y préstamos. Este cambio de signo se debió, principalmente, a que las entidades de crédito residentes en la zona del euro repatriaron fondos del exterior para facilitar la reestructuración de sus balances. Las operaciones de inyección de liquidez realizadas por el Eurosistema en relación con el acuerdo de divisas recíproco de carácter temporal (línea *swap*) también contribuyeron a las entradas netas de otras inversiones.

Más recientemente, en el segundo trimestre, se han producido cambios significativos en el comportamiento de los flujos financieros. Si bien tanto los inversores de la zona del euro como los no residentes en la zona habían reanudado temporalmente sus compras netas de valores internacionales a comienzos de 2012, el dinamismo se desvaneció en el segundo trimestre, al reducir los inversores de la zona su exposición a los valores extranjeros. Como resultado, las salidas netas del agregado de inversiones directas y de cartera se convirtieron en entradas netas entre el primer y el segundo trimestre de 2012 (véase gráfico). Las salidas netas de inversión exterior directa aumentaron a partir del primer trimestre del año, debido a los recortes en la adquisición de acciones y participaciones de capital de la zona del euro por parte de no residentes, mientras que el saldo de las inversiones de cartera volvió a registrar cifras positivas tanto en el caso del sector de IFM como en del sector distinto de IFM.

Por lo que respecta al sector de IFM, las entradas netas de inversiones de cartera se tomaron positivas al reanudar los residentes en la zona del euro sus repatriaciones de fondos previamente invertidos en el exterior, en valores tanto de renta fija como de renta variable. La desinversión supuso, en gran medida, ventas de instrumentos del mercado monetario a corto plazo y, en menor grado, de bonos y obligaciones. Este cambio de signo de las inversiones de cartera, de salidas netas a entradas

Principales partidas de la cuenta financiera

(mm de euros; flujos netos trimestrales)



Fuente: BCE.

netas, debe considerarse conjuntamente con el cambio de entradas netas a salidas netas registrado en la partida de otras inversiones, de modo que, probablemente, refleja la presión sobre las entidades de crédito de la zona del euro para vender valores extranjeros, a fin de movilizar recursos. A medida que se intensificó la incertidumbre en relación con la crisis de la deuda soberana y resurgió la aversión al riesgo, dichas entidades experimentaron dificultades para obtener liquidez en forma de préstamos y depósitos y para renovar los depósitos y préstamos a corto plazo que iban venciendo. Como resultado, se produjo una acusada caída de los pasivos de las otras inversiones del sector bancario.

En lo referente al sector distinto de IFM, la adquisición de valores de la zona del euro por parte de inversores extranjeros prácticamente no varió en el segundo trimestre, mientras que los inversores de la zona redujeron sus compras netas de valores extranjeros de renta fija (principalmente, bonos y obligaciones) y desinvertieron en los valores extranjeros de renta variable. Por consiguiente, las salidas netas de inversiones de cartera observadas a comienzos del año se convirtieron en entradas netas en el segundo trimestre. Las entradas netas de inversiones de cartera en el sector distinto de IFM de la zona del euro contribuyeron positivamente a la liquidez disponible, como se refleja, en parte, en la evolución del agregado monetario amplio M3. Como puede observarse en la presentación monetaria de la balanza de pagos, estas operaciones en las que participa el sector tenedor de dinero fueron un importante factor determinante del incremento observado en la posición acreedora neta frente al exterior de las IFM en el segundo trimestre de 2012.

2.2 INVERSIÓN FINANCIERA DE LOS SECTORES NO FINANCIEROS E INVERSORES INSTITUCIONALES

La tasa de crecimiento interanual de la inversión financiera de los sectores no financieros se incrementó en el primer trimestre de 2012, reflejo, en parte, de la mayor preferencia por instrumentos líquidos en un entorno de elevada incertidumbre. La tasa de crecimiento interanual de la inversión financiera de las empresas de seguros y fondos de pensiones se estabilizó como consecuencia del fuerte avance de la inversión de los hogares en reservas técnicas de seguro. En el segundo trimestre de 2012, se registraron reembolsos netos en los principales tipos de fondos de inversión, con la excepción de los fondos de renta fija, como consecuencia de la relajación observada en los mercados de renta fija resultante de las medidas de política monetaria no convencionales del Eurosistema.

SECTORES NO FINANCIEROS

En el primer trimestre de 2012 (el más reciente para el que se dispone de datos), la tasa de crecimiento interanual de la inversión financiera total de los sectores no financieros se incrementó hasta el 2,8% (desde el 2,6% del cuarto trimestre de 2011; véase cuadro 3). La evolución observada en el primer trimestre de 2012 fue principalmente atribuible a los aumentos de las tasas de crecimiento de la inversión en efectivo y depósitos, reflejando la preferencia por la liquidez en un entorno de tipos de interés reducidos y de elevada incertidumbre, y de la inversión en acciones y otras participaciones (excluidas las participaciones en fondos de inversión).

El detalle por sectores pone de manifiesto que todos, salvo el de sociedades no financieras, contribuyeron al mayor crecimiento interanual de la inversión financiera en el primer trimestre de 2012 (véase gráfico 17). El aumento de la acumulación de activos financieros por parte de los hogares se debe a los flujos de entrada en efectivo y depósitos y en reservas técnicas de seguro, en un contexto de elevada incertidumbre y de preferencia por la liquidez. Según la información obtenida de las estadísticas de fondos de inversión, las entradas en estos fondos fueron moderadas en el segundo trimestre de 2012, ya que las considerables

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 IV	2010 I	2010 II	2010 III	2010 IV	2011 I	2011 II	2011 III	2011 IV	2012 I
Inversión financiera	100	2,4	2,6	2,7	3,0	3,8	3,5	3,7	3,4	2,6	2,8
Efectivo y depósitos	24	3,1	1,8	1,6	2,4	3,2	3,8	4,0	3,4	2,8	3,6
Valores distintos de acciones, excluidos derivados financieros	6	-3,0	-2,6	-2,5	-3,1	5,5	6,7	7,7	7,8	2,8	1,5
De los cuales: A corto plazo	0	-36,1	-26,9	-24,1	-9,5	-7,0	0,2	7,1	-0,8	20,6	15,5
De los cuales: A largo plazo	5	2,2	0,7	0,0	-2,4	6,7	7,3	7,8	8,5	1,4	0,4
Acciones y otras participaciones, excluidas participaciones en fondos de inversión	28	2,6	2,6	2,5	2,8	3,5	2,9	2,8	2,8	2,1	2,3
De las cuales: Acciones cotizadas	5	4,0	4,4	3,0	1,9	2,8	1,2	1,4	3,0	1,9	2,6
De las cuales: Acciones no cotizadas y otras participaciones	22	2,3	2,2	2,4	3,0	3,6	3,3	3,2	2,7	2,2	2,3
Participaciones en fondos de inversión	5	2,1	0,4	-1,8	-2,9	-3,6	-4,0	-3,1	-4,5	-4,7	-3,5
Reservas técnicas de seguro	16	4,5	5,0	4,8	4,7	4,3	3,6	3,1	2,7	2,1	1,8
Otros ²⁾	22	1,3	3,9	5,4	4,7	5,9	5,1	5,3	5,6	5,0	5,3
M3 ³⁾		-0,4	-0,1	0,3	1,1	1,7	2,2	2,0	2,9	1,5	3,2

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.

entradas en los fondos de renta fija quedaron casi totalmente contrarrestadas por las salidas observadas en los fondos de renta variable.

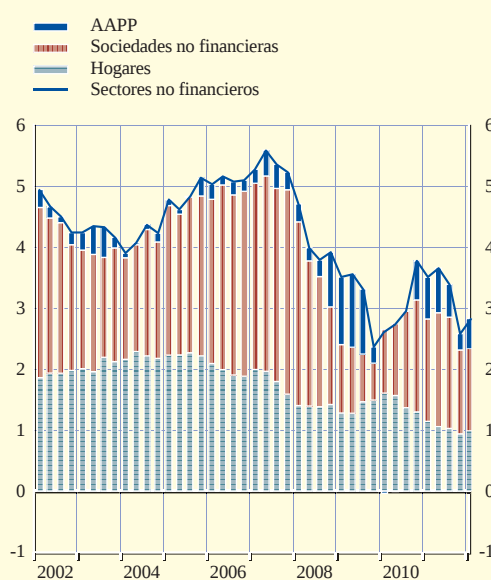
La tasa de crecimiento interanual de la inversión financiera de las Administraciones Públicas se incrementó considerablemente en el primer trimestre, debido principalmente al aumento de la inversión en efectivo y depósitos. Es probable que la disminución de la tasa de crecimiento interanual de la inversión financiera total de las sociedades no financieras observada en el primer trimestre de 2012 refleje el mayor recurso a fuentes de financiación interna. Para 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. En el recuadro titulado «Cuentas integradas de la zona del euro del primer trimestre de 2012», publicado en el Boletín Mensual de agosto de 2012, también se proporciona información sobre todos los sectores institucionales.

INVERSORES INSTITUCIONALES

La tasa de crecimiento interanual de la inversión financiera de las empresas de seguros y fondos de pensiones se estabilizó en el 2,4% en el primer trimestre de 2012 (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 empresas de seguros y fondos de pensiones aumentaron su inversión en participaciones en fondos de inversión, que siguieron siendo las que más contribuyeron a la tasa de crecimiento interanual de la inversión

Gráfico 17 Inversión financiera de los sectores no financieros

(tasas de variación interanual; contribución en puntos porcentuales)



Fuente: BCE.

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

(tasas de variación interanual; contribución en puntos porcentuales)

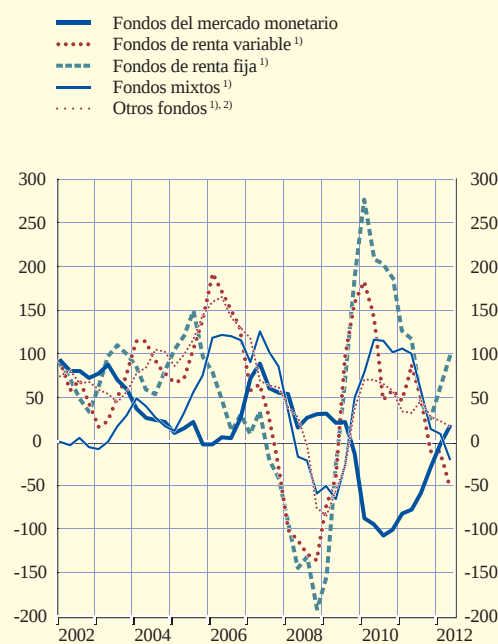


Fuente: BCE.

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

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.

financiera de estas entidades. Esta evolución reflejó su preferencia por invertir los fondos obtenidos de la nueva inversión de los hogares en productos de seguro de vida y pensiones, así como de la venta de las tenencias directas de valores distintos de acciones, principalmente en fondos de inversión, en lugar de invertirlos directamente en valores. Al mismo tiempo, las empresas de seguros y fondos de pensiones incrementaron adicionalmente sus tenencias de efectivo y depósitos, posiblemente en respuesta a la necesidad de disponer de más reservas de liquidez como consecuencia de la incertidumbre imperante en los mercados financieros.

Las entradas interanuales en participaciones en fondos de inversión (excluidos los fondos del mercado monetario) descendieron hasta situarse en 43 mm de euros en el segundo trimestre de 2012, frente a 83 mm de euros del trimestre anterior. La tasa de crecimiento interanual se redujo hasta el 0,6%, frente al 1,3% del trimestre anterior. Los flujos de entrada interanuales aumentaron en el caso de los fondos de renta fija, mientras que se observaron salidas en los fondos de renta variable y en los fondos mixtos (véase gráfico 19). En general, el efecto de las medidas de política monetaria no convencionales del Eurosistema, que favoreció la inversión en participaciones en fondos del mercado monetario en el primer trimestre, fue considerablemente menor en el segundo trimestre. Tras las entradas observadas a finales de 2011 y principios de 2012 —posiblemente vinculadas a la abundancia de liquidez—, los fondos del mercado monetario registraron una salida en el segundo trimestre de 2012, reflejo del difícil entorno empresarial para estos fondos, habida cuenta del bajo nivel de los tipos de interés.

Si se analiza específicamente la evolución en el segundo trimestre de 2012, las participaciones en fondos de inversión (excluidos los fondos del mercado monetario) registraron entradas por importe de 36 mm de euros, sobre la base de datos sin desestacionalizar. Las entradas del primer semestre de 2012 compensaron con creces las salidas observadas en 2011. La entrada que se produjo en los fondos de renta fija en la primera mitad de 2012 fue muy superior a las registradas en otros tipos de fondos, con el resultado de que la tasa de crecimiento interanual de los fondos de renta fija aumentó hasta el 4,7%. 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.

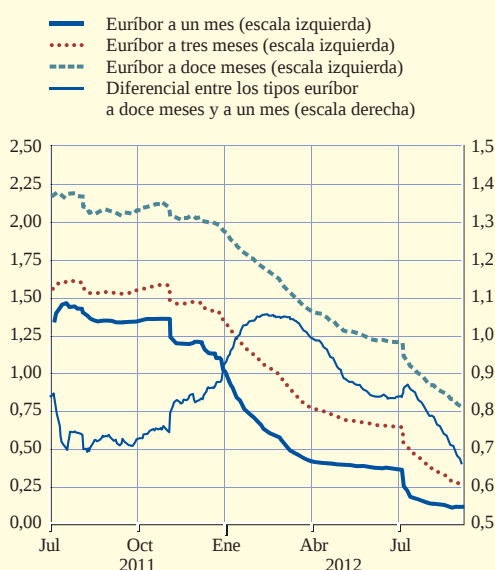
2.3 TIPOS DE INTERÉS DEL MERCADO MONETARIO

En general, los tipos de interés del mercado monetario descendieron en el período comprendido entre el 5 de junio y el 5 de septiembre de 2012. Esta evolución está en consonancia con la continuada disminución del eonia, que ha fluctuado en niveles bajos desde principios de año, y refleja la reducción de 25 puntos básicos de los tipos de interés oficiales del BCE con efecto a partir del 11 de julio de 2012, así como el significativo exceso de liquidez existente en el mercado monetario a un día. La volatilidad de los tipos de interés del mercado monetario disminuyó.

Los tipos de interés del mercado monetario sin garantías se redujeron en el período comprendido entre el 5 de junio y el 5 de septiembre de 2012. El 5 de septiembre, los tipos euríbor a un mes, a tres meses, a seis meses y a doce meses se situaron en el 0,12 %, el 0,28 %, el 0,52 % y el 0,78 %, respectivamente, es decir, 26, 39, 42 y 44 puntos básicos por debajo de los niveles observados el 5 de junio de 2012. En consecuencia, el diferencial entre el euríbor a doce meses y a un mes, un indicador de la pendiente de la

Gráfico 20 Tipos de interés del mercado monetario

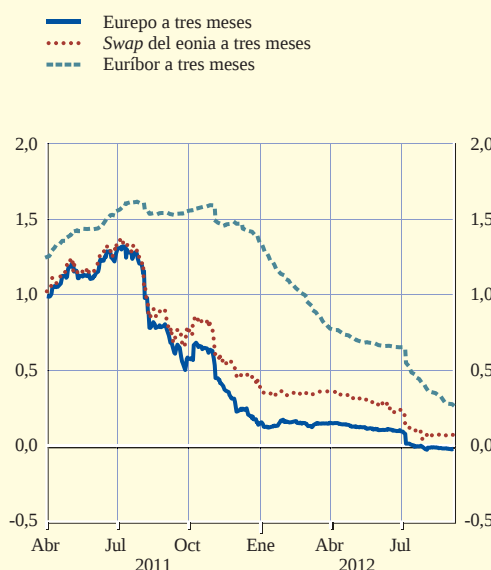
(porcentajes; diferencial en puntos porcentuales; datos diarios)



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.

curva de rendimientos del mercado monetario, descendió 18 puntos básicos en dicho período y se situó en 66 puntos básicos el 5 de septiembre (véase gráfico 20).

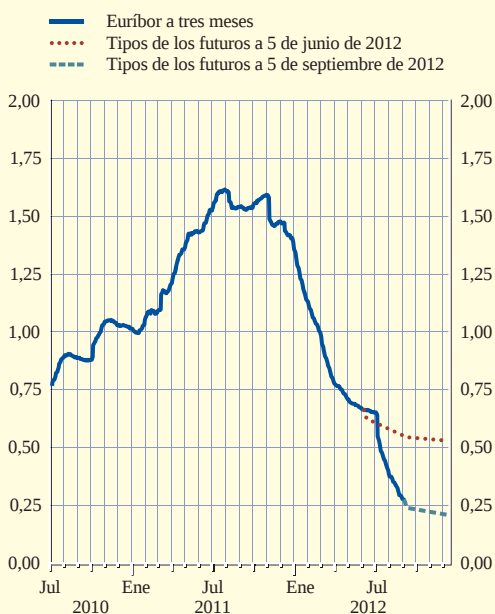
Los tipos de interés del mercado monetario con garantías se han estabilizado en niveles muy bajos desde principios de año (véase gráfico 21). El tipo *swap* del eonia a tres meses se situó en el 0,08 % el 5 de septiembre, alrededor de 19 puntos básicos por debajo del nivel registrado el 5 de junio. Dado que el correspondiente euríbor sin garantías descendió de forma aún más acusada, el diferencial entre estos dos tipos cayó desde 40 puntos básicos el 5 de junio hasta 20 puntos básicos el 5 de septiembre.

El 5 de septiembre, 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 0,24 %, el 0,21 % y el 0,22 %, respectivamente, lo que representa descensos de 31, 32 y 30 puntos básicos, respectivamente, con respecto a los niveles observados el 5 de junio, debido, en parte, a las expectativas de reducción de los tipos de interés oficiales del BCE (véase gráfico 22). Las volatilidades implícitas obtenidas de las opciones sobre futuros del euríbor a tres meses con plazo de vencimiento constante de tres, seis, nueve y doce meses disminuyeron al final del período considerado (véase gráfico 23).

Si se considera el vencimiento a un día, el eonia permaneció estable, en general, en torno al 0,33 % durante el sexto período de mantenimiento de reservas del año (con la única excepción de un repunte

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

(porcentajes; datos diarios)

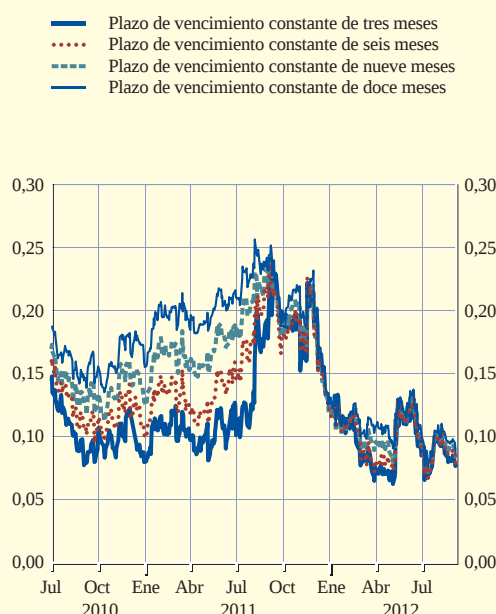


Fuente: Thomson Reuters.

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.

muy moderado el último día hábil de TARGET del segundo trimestre, cuando se situó en el 0,382%), mostrando niveles de volatilidad muy reducidos. En el séptimo y octavo período de mantenimiento, tras la reducción de los tipos de interés oficiales del BCE, el eonia se mantuvo aproximadamente en el 0,11 %, situándose en el 0,107 % el 5 de septiembre. En consecuencia, el diferencial entre el eonia y el tipo de interés de las operaciones principales de financiación siguió siendo negativo durante el período analizado, reflejo de un volumen muy considerable de exceso de liquidez en los mercados monetarios a un día.

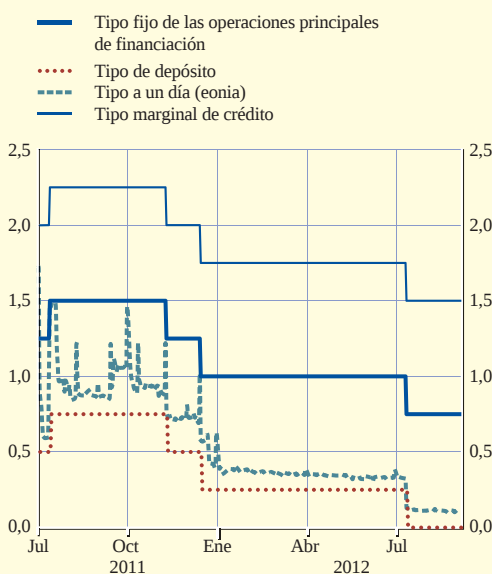
En el período de referencia, el BCE siguió proporcionando liquidez mediante operaciones de financiación con vencimiento a una semana, un período de mantenimiento y tres meses. Todas estas operaciones se llevaron a cabo mediante el procedimiento de subasta a tipo de interés fijo con adjudicación plena.

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 sexto período de mantenimiento de 2012 y del 0,75 % en el séptimo y octavo período de mantenimiento del año. Con estas operaciones, 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 209 mm de euros el 5 de septiembre.

El período analizado se caracterizó por unos niveles muy elevados de exceso de liquidez, y el recurso medio diario a la facilidad de depósitos durante los tres períodos de mantenimiento en cuestión (esto es, el sexto, séptimo y octavo período de mantenimiento de 2012) se situó en 479 mm de euros. En comparación, el recurso medio diario a la facilidad de depósitos ascendió a un total de 772 mm de euros en los tres períodos de mantenimiento anteriores. Este descenso refleja el desplazamiento de la base monetaria de la facilidad de depósitos a cuentas corrientes, como resultado de la reducción del tipo de interés de la facilidad de depósitos al 0,00 % con efecto a partir del 11 de julio de 2012.

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

(porcentajes; datos diarios)



Fuentes: BCE y Thomson Reuters.

Recuadro 5

SITUACIÓN DE LIQUIDEZ Y OPERACIONES DE POLÍTICA MONETARIA EN EL PERÍODO COMPRENDIDO ENTRE EL 9 DE MAYO Y EL 7 DE AGOSTO 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 12 de junio, el 10 de julio y el 7 de agosto de 2012.

El 6 de junio de 2012, el Consejo de Gobierno decidió seguir realizando sus operaciones principales de financiación (OPF) mediante procedimientos de subasta a tipo de interés fijo con adjudicación plena, mientras sea necesario y al menos hasta que finalice el duodécimo período de mantenimiento de 2012, el 15 de enero de 2013. Este procedimiento de subasta continuará utilizándose asimismo en las operaciones de financiación del Eurosistema con plazo de un período de mantenimiento, que también se seguirán llevando a cabo mientras sea necesario. El tipo fijo de estas operaciones será el mismo que para las OPF vigentes en ese momento.

Además, el Consejo de Gobierno decidió llevar cabo las operaciones de financiación a plazo más largo (OFPML) a tres meses que se adjudiquen antes de finales de 2012 mediante procedimientos de subasta a tipo de interés fijo con adjudicación plena. Los tipos de estas operaciones se fijarán en la media de los tipos de las OPF que se realicen durante la vigencia de las respectivas OFPML. Por consiguiente, durante el período analizado, todas las operaciones de financiación en euros siguieron llevándose a cabo mediante procedimientos de subasta a tipo de interés fijo con adjudicación plena. Asimismo, los tipos de interés oficiales del BCE se redujeron 25 puntos básicos tras la decisión adoptada por el Consejo de Gobierno el 5 de julio de 2012.

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 623,1 mm de euros, lo que representa un aumento de 197,1 mm de euros con respecto a la media diaria de los tres períodos de mantenimiento anteriores (esto es, el período comprendido entre el 15 de febrero y el 8 de mayo de 2012).

Este aumento de las necesidades de liquidez fue resultado tanto del crecimiento de los factores autónomos como, sobre todo, del incremento del exceso de reservas, este último consecuencia, a su vez, de la reducción del tipo de interés de la facilidad de depósito al 0,00 %, con efectos a partir del 11 de julio de 2012, lo que, en principio, supuso que a las entidades de crédito les resultara indiferente transferir sus fondos a un día a la facilidad de depósito o dejarlos sin remunerar en sus cuentas corrientes como exceso de reservas.

Por tanto, el valor medio del exceso de reservas, que fue de 4,4 mm de euros en los dos primeros períodos de mantenimiento analizados (frente a una cifra media de 4,7 mm de euros en los tres períodos de mantenimiento anteriores), se incrementó sustancialmente en el tercer período de mantenimiento considerado (con un valor medio diario de 403 mm de euros —véase gráfico A—)¹. Las exigencias de

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

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



Fuente: BCE.

¹ Para 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.

reservas se situaron en 106,8 mm de euros, en promedio, durante los tres períodos de mantenimiento analizados, frente a la cifra de 105,0 mm de euros de los tres períodos de mantenimiento anteriores. Al mismo tiempo, el valor de los factores autónomos aumentó 73,0 mm de euros, hasta situarse en 389,3 mm de euros en promedio.

Oferta de liquidez

En el período analizado, la liquidez neta total proporcionada a través de operaciones de mercado abierto ascendió, en promedio, a 1.260,8 mm de euros, lo que supone un incremento de 115,7 mm de euros con respecto a los tres períodos de mantenimiento anteriores. Las operaciones de subasta² aportaron un promedio de 979,9 mm de euros, 116,5 mm de euros más que en el período de referencia anterior (véase gráfico B).

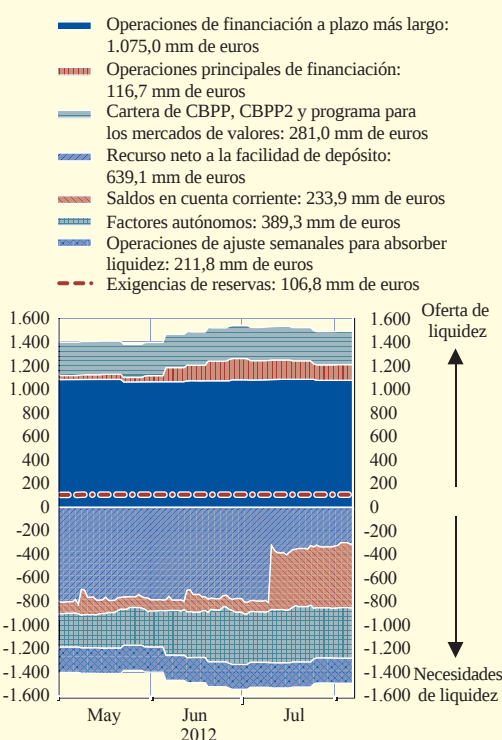
En comparación con el período anterior, la liquidez media proporcionada en las operaciones principales de financiación a una semana aumentó 52,6 mm de euros. La liquidez media inyectada en las operaciones de financiación a plazo más largo se incrementó en 60,9 mm de euros, mientras que el volumen medio de liquidez absorbida mediante las operaciones de ajuste semanales disminuyó 3,0 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 281,0 mm de euros en el período analizado, cifra ligeramente inferior 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 55,0 mm de euros el 7 de agosto de 2012, ligeramente por debajo del volumen correspondiente al período de referencia anterior, como consecuencia de los vencimientos habidos. El 7 de agosto de 2012, las adquisiciones liquidadas en el marco del CBPP2 (que se introdujo el 3 de noviembre de 2011) ascendieron a 14,6 mm de euros, mientras que el importe neto de las liquidadas al amparo del programa para los mercados de valores se situó en 211,3 mm de euros, frente a los 214,2 mm de euros registrados el 8 de mayo de 2012, debido a los vencimientos que tuvieron lugar. Las operaciones de ajuste semanales absorbieron toda la liquidez proporcionada mediante este último programa.

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.

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.

Uso de las facilidades permanentes

Principalmente como consecuencia del aumento de la oferta de liquidez, el exceso medio de liquidez (definido como la liquidez total proporcionada mediante las operaciones y la facilidad marginal de crédito, menos los factores autónomos y las exigencias de reservas) se elevó hasta situarse en 766,2 mm de euros en el período considerado (frente a 725,9 mm de euros en el período de referencia anterior). El recurso a la facilidad marginal de crédito pasó de 2,1 mm de euros, en promedio, en los tres períodos de mantenimiento anteriores a 1,4 mm de euros, en promedio, durante el período analizado. Tras el recorte del tipo de interés de la facilidad de depósito al 0,00 %, las entidades de crédito mantenían un mayor exceso de reservas el 11 de julio de 2012. Por tanto, el recurso medio a la facilidad de depósito se redujo desde 770,7 mm de euros durante los dos primeros períodos de mantenimiento considerados hasta la cifra de 343,1 mm de euros en el tercer período de mantenimiento (situándose en 639,1 mm de euros en los tres períodos de mantenimiento, frente a la cifra de 721,2 mm de euros de los tres períodos de mantenimiento anteriores). El recurso neto³ medio a la facilidad de depósito ascendió a 637,7 mm de euros.

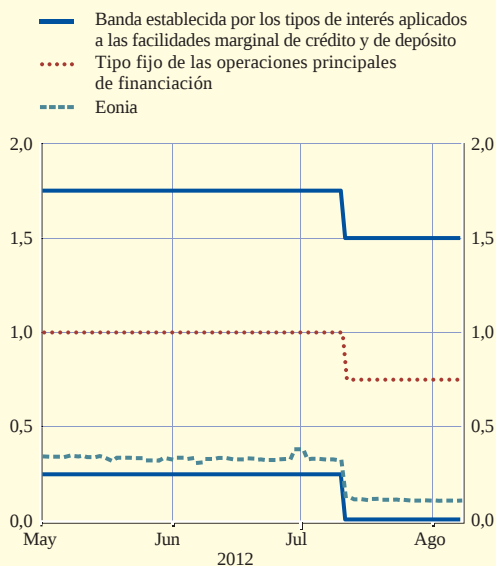
Tipos de interés

Tras las decisiones adoptadas por el Consejo de Gobierno, los tipos de interés aplicables a las operaciones principales de financiación, a la facilidad marginal de crédito y a la facilidad de depósito se redujeron 25 puntos básicos con efectos a partir del 11 de julio de 2012. Por consiguiente, el período analizado finalizó con el tipo de interés de las operaciones principales de financiación situado en el 0,75%, el de la facilidad marginal de crédito, en el 1,50 %, y el de la facilidad de depósito, en el 0,00 %.

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 en niveles bajos, situándose 66 puntos básicos, en promedio, por debajo del tipo de interés de las operaciones principales de financiación (véase gráfico C). El valor medio del eonia fue del 0,26 % en el período analizado.

Gráfico C El eonia y los tipos de interés del BCE

(tipos de interés diarios, en porcentaje)



Fuente: BCE.

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

2.4 MERCADOS DE RENTA FIJA

Entre el 1 de junio y el 5 de septiembre de 2012, el rendimiento de la deuda pública a largo plazo con calificación AAA aumentó en conjunto alrededor de 10 puntos básicos en la zona del euro. En Estados Unidos, el rendimiento de la deuda pública a largo plazo se mantuvo prácticamente sin cambios. En la zona del euro, este rendimiento subió en junio, pero posteriormente pasó por una prolongada fase de

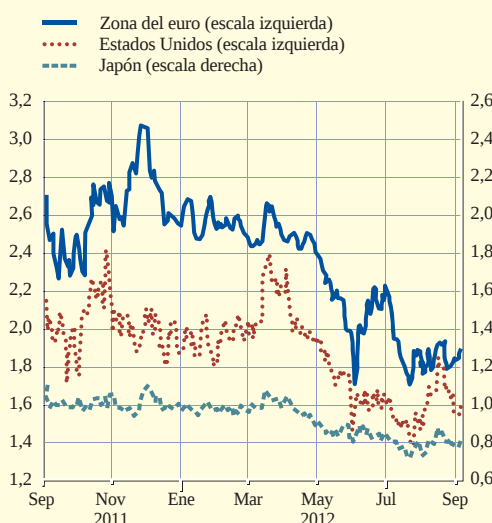
descenso, impulsada sobre todo por la creciente preocupación de los mercados acerca de las perspectivas económicas a corto plazo y la crisis de la deuda en la zona del euro. En Estados Unidos, el rendimiento de la deuda pública a largo plazo experimentó, en general, ligeras fluctuaciones en el mes de junio, antes de registrar una caída en la primera quincena de julio, que se revirtió después a finales de julio y en agosto. En la zona del euro, los diferenciales de rendimiento a largo plazo frente a los bonos alemanes se redujeron en la mayoría de los países. La incertidumbre existente en torno a la evolución futura de los mercados de renta fija en la zona del euro, medida por la volatilidad implícita de estos mercados, permaneció casi sin variación a partir de principios de junio. En Estados Unidos, dicha volatilidad disminuyó en el mismo período y, por consiguiente, se mantuvo en niveles más bajos que en la zona del euro. En la zona del euro, los indicadores basados en los mercados continúan sugiriendo que las expectativas de inflación a medio y largo plazo siguen siendo plenamente acordes con la estabilidad de precios.

Entre el 1 de junio y el 5 de septiembre de 2012, el rendimiento de la deuda pública a largo plazo con calificación AAA aumentó alrededor de 10 puntos básicos en la zona del euro (véase gráfico 25). En Estados Unidos, el rendimiento de la deuda pública a largo plazo se mantuvo prácticamente sin cambios. El 5 de septiembre dicho rendimiento se situó en el 1,9% en la zona del euro y en el 1,6% en Estados Unidos. En junio y en julio, el rendimiento de la deuda a largo plazo registró mínimos históricos, del 1,7% en la zona del euro y del 1,4% en Estados Unidos. El hecho de que estos rendimientos rondaran niveles muy reducidos refleja, en parte, un deterioro de las perspectivas de crecimiento y la inquietud en torno a la estabilidad financiera en la zona del euro. La volatilidad de estos rendimientos fue mayor en la zona del euro que en Estados Unidos. En junio, el rendimiento en la zona del euro experimentó un acusado incremento, en parte por la esperanza de que las medidas políticas mejoraran la situación de los mercados de países especialmente sometidos a tensiones, como Italia y España. La presentación de una hoja de ruta para la estabilidad financiera, por ejemplo, mediante una unión bancaria, y el acuerdo alcanzado en relación con el plan de recapitalización del sistema bancario español no aliviaron las tensiones en los mercados, y el rendimiento de la deuda pública con calificación AAA disminuyó debido a las nuevas huidas hacia activos seguros, que se prolongaron hasta mediados de julio. En la segunda quincena de julio, los participantes en los mercados se centraron en los posibles detalles de las medidas para resolver la crisis de la deuda. El resultado de una cumbre política no sirvió para calmar a los mercados. El optimismo resurgió a finales de julio y continuó a principios de agosto, tras el anuncio de que el BCE podría llevar a cabo operaciones simples de mercado abierto.

En Estados Unidos, el rendimiento de la deuda pública a largo plazo registró fluctuaciones menos marcadas entre junio y principios de septiembre, y

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 actualmente incluyen bonos de Austria, Finlandia, Francia, Alemania y Países Bajos.

se mantuvo prácticamente sin cambios en niveles bajos. Los datos económicos publicados fueron dispares, con algunos signos de que el mercado de la vivienda estaba mejorando. Sin embargo, según los participantes en los mercados, se espera que este crecimiento se mantenga contenido a corto plazo. La Reserva Federal indicó que adoptaría una política monetaria más acomodaticia, en la medida necesaria para favorecer tanto una recuperación económica más sólida como una mejora sostenida de la situación del mercado de trabajo.

La incertidumbre de los inversores acerca de la evolución a corto plazo de los mercados de renta fija de la zona del euro, medida por la volatilidad implícita obtenida de las opciones, se mantuvo prácticamente sin cambios el 5 de septiembre, con respecto a principios de junio (véase gráfico 26). La volatilidad implícita aumentó en junio, antes de reducirse en julio, y en agosto fluctuó ligeramente, mientras los participantes en los mercados esperaban más información sobre las medidas de política para la zona del euro. La volatilidad de los mercados de renta fija de la zona del euro continuó siendo elevada en términos históricos. En Estados

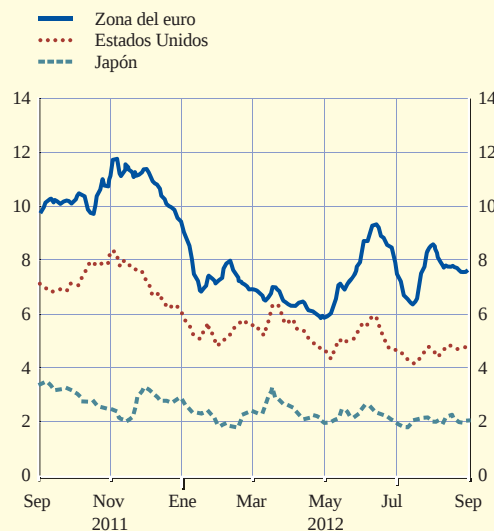
Unidos, la volatilidad implícita de estos mercados fue más estable y se situó en un nivel notablemente inferior, lo que sugiere que, últimamente, la inquietud de los participantes en los mercados se ha centrado más en los acontecimientos de la zona del euro. En la zona del euro, su nivel actual se sitúa en torno a 1 punto porcentual por encima del observado justo antes de la quiebra de Lehman Brothers, mientras que la volatilidad de los bonos estadounidenses se encuentra alrededor de 4 puntos porcentuales por debajo del nivel de entonces. Además, también en parte como consecuencia de la mejora del clima de los mercados de renta fija y de la búsqueda de rentabilidad por parte de los inversores, las primas de liquidez de la deuda pública de Alemania en relación con las de los bonos comparables de institutos públicos de financiación alemanes cayeron levemente, en particular a finales de julio y en agosto.

Entre principios de junio y el 5 de septiembre, el rendimiento de la deuda a largo plazo de los países de la zona del euro con calificación AAA convergió, habiendo registrado el rendimiento de los bonos finlandeses y alemanes el mayor aumento, y el de los bonos franceses y austríacos, la mayor disminución, dada la dinámica búsqueda de rentabilidad por parte de los inversores. Este patrón fue especialmente evidente en el caso del rendimiento de la deuda pública a corto plazo con alta calificación, que se mantuvo en todos los casos en niveles cercanos o inferiores a cero al final del período de referencia. Desde mediados de junio hasta mediados de julio, el diferencial de rendimiento de los bonos alemanes y franceses a dos años se contrajo 50 puntos básicos y se situó en torno a 15 puntos básicos, donde se ha mantenido desde entonces.

La evolución en los demás países de la zona del euro fue bastante dispar, ya que el rendimiento a largo plazo en países acogidos a un programa de asistencia financiera de la UE y del FMI cayó significativamente durante el período, mientras que el rendimiento correspondiente en España e Italia aumentó hasta finales de julio, antes de volver a descender y situarse algo por debajo del nivel registrado a principios de junio.

Gráfico 26 Volatilidad implícita de los mercados de deuda pública

(porcentaje; datos diarios)



Fuente: Bloomberg.

Notas: La volatilidad implícita de los mercados de renta fija es una medida de la incertidumbre acerca de la evolución a corto plazo (hasta tres meses) de los precios de la deuda pública a diez años de Alemania, Japón y Estados Unidos. Se basa en los valores de mercado de los correspondientes contratos de opciones negociados.

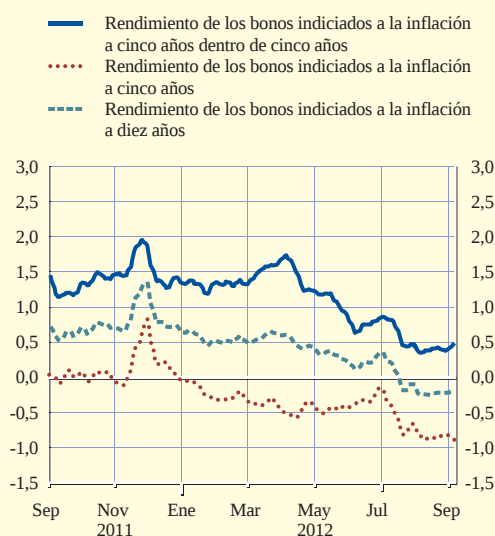
El rendimiento de la deuda de Irlanda y Portugal disminuyó 150 y 300 puntos básicos, respectivamente, durante el período considerado. El rendimiento de la deuda a corto plazo tanto de los países acogidos a un programa de asistencia financiera de la UE y del FMI como de Italia y de España se redujo considerablemente a principios de agosto.

El rendimiento de la deuda pública a cinco años indiciada a la inflación de la zona del euro disminuyó alrededor de 50 puntos básicos, situándose el rendimiento real en el $-0,9\%$ a principios de septiembre, mientras que el rendimiento de la deuda pública a diez años indiciada a la inflación se redujo en torno a 30 puntos básicos, siendo el rendimiento real del $-0,2\%$ (véase gráfico 27). 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 aumentaron unos 50 puntos básicos en el período analizado, hasta situarse en el $2,6\%$ el 5 de septiembre (véase gráfico 28). El tipo *swap* de inflación con el mismo horizonte temporal se incrementó 20 puntos básicos en el mismo período, situándose alrededor del $2,4\%$ en dicha fecha. 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 sugieren que las expectativas de inflación siguen siendo acordes con la estabilidad de precios.

Los movimientos en la estructura temporal de los tipos *forward* a corto plazo de la zona del euro muestran que la evolución general del rendimiento de la deuda a largo plazo con calificación AAA de la zona

Gráfico 27 Rendimiento de los bonos cupón cero indiciados a la inflación de la zona del euro

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



Fuentes: Thomson Reuters y cálculos del BCE.

Notas: 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 una curva combinada de rendimientos reales para Francia y Alemania.

Gráfico 28 Tasas de inflación implícitas en los bonos cupón cero de la zona del euro y tipos *swap* de inflación

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



Fuentes: Thomson Reuters y cálculos del BCE.

Notas: 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 pública de la zona del euro con calificación AAA con una curva combinada de rendimientos reales obtenida a partir de la deuda pública indiciada a la inflación de Francia y Alemania.

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 29). Los tipos a corto plazo disminuyeron y los tipos a largo plazo se incrementaron en el período analizado, lo que hizo que aumentara la inclinación de la pendiente de la curva de rendimientos. Esta evolución fue consecuencia de los ajustes de las expectativas de rendimientos y de las primas de riesgo en un entorno de deterioro general y de incertidumbre en relación con las perspectivas de actividad económica, así como del efecto de la revisión a la baja de la senda futura de tipos de interés a corto plazo esperada.

En conjunto, entre principios de junio y comienzos de septiembre, 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 para todas las categorías de calificación. En cuanto a los bonos emitidos por las instituciones financieras, los diferenciales se estrecharon también para todas las categorías de calificación. La contracción de los diferenciales en este período prolongó la tendencia iniciada hacia principios de 2012. En un entorno de rendimientos generalmente bajos, los rendimientos de los valores de renta fija privada con calificación de grado de inversión emitidos por las sociedades no financieras registraron mínimos históricos. Los rendimientos de los bonos con calificación AAA, AA y A emitidos por las instituciones financieras también cayeron hasta mínimos históricos, ya que los inversores buscaban rentabilidad, mientras que los rendimientos de los bonos con calificación más baja siguieron siendo más elevados que antes del comienzo de la crisis financiera.

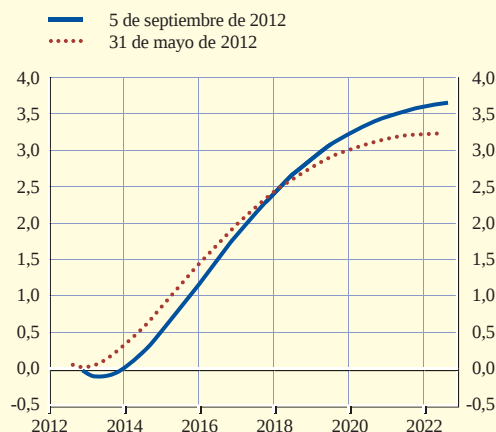
2.5 MERCADOS DE RENTA VARIABLE

Entre el 1 de junio y el 5 de septiembre de 2012, las cotizaciones bursátiles subieron alrededor del 13 % en la zona del euro y del 7 % en Estados Unidos. Los precios de las acciones de la zona del euro se vieron respaldados por medidas políticas para reforzar la estabilidad financiera. Las cotizaciones del sector financiero aumentaron a partir de finales de julio, tras las declaraciones de los responsables de la política económica sobre su compromiso de tomar las medidas necesarias para resolver la crisis. En general, las cotizaciones del sector financiero tuvieron una evolución más favorable que las del sector no financiero. La incertidumbre de los mercados bursátiles, medida por la volatilidad implícita, disminuyó significativamente tanto en la zona del euro como en Estados Unidos.

Entre el 1 de junio y el 5 de septiembre de 2012, el índice bursátil general subió alrededor del 13 % en la zona del euro, mientras que el índice equivalente en Estados Unidos se incrementó en torno a un 7 % (véase gráfico 30). En la zona del euro, las cotizaciones del sector financiero registraron un alza incluso

Gráfico 29 Curvas de tipos *forward* a un día de la zona del euro

(porcentajes; datos diarios)



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

Notas: 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.

más acusada (+23%). En cambio, en Estados Unidos, los subíndices financiero y no financiero aumentaron alrededor del 8%. En comparación, los índices bursátiles generales del Reino Unido y de Japón se elevaron en torno al 6% y al 2%, respectivamente, en los tres meses transcurridos hasta principios de septiembre. Las subidas de los índices bursátiles en la zona del euro y en Estados Unidos se registraron en un contexto caracterizado por una menor aversión al riesgo, como indica la significativa disminución de la volatilidad implícita de las opciones sobre índices bursátiles.

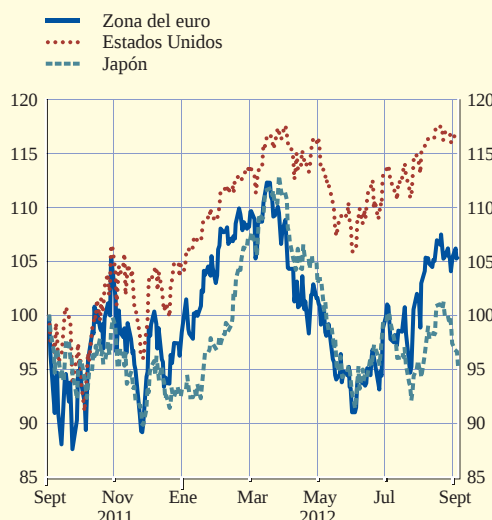
En la parte inicial del período analizado, las cotizaciones subieron en las dos áreas económicas, con un clima positivo favorecido por las medidas para reforzar la estabilidad financiera en la zona del euro. Los mercados de renta variable también recibieron un impulso gracias a los resultados de las elecciones griegas y a la continuación de la Operación Twist en Estados Unidos. No obstante, a mediados de julio, las cotizaciones cayeron significativamente en un entorno de aumento de la incertidumbre acerca de la estabilidad financiera. El descenso se revirtió a finales de julio y en agosto, tras las declaraciones de los responsables de la política económica sobre su compromiso de adoptar las medidas necesarias para resolver la crisis.

Las señales dispares en torno a la economía mundial también influyeron en las cotizaciones. En Estados Unidos, el mercado de la vivienda mostró signos de estabilización, mientras que el mercado de trabajo mantuvo su atonía. Las expectativas de crecimiento se redujeron en general tanto para los mercados emergentes como para las economías desarrolladas, incrementando las tensiones sobre la sostenibilidad de la recuperación económica y presionando a la baja los precios de las acciones. Por otra parte, las cotizaciones se vieron respaldadas, en parte, por las expectativas de estímulo monetario en Estados Unidos, en China y en la zona del euro.

En un entorno de aumento de la valoración de las acciones, la incertidumbre de los mercados bursátiles, medida por la volatilidad implícita, disminuyó en la zona del euro y en Estados Unidos en el período analizado. En general, la volatilidad

Gráfico 30 Índices bursátiles

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

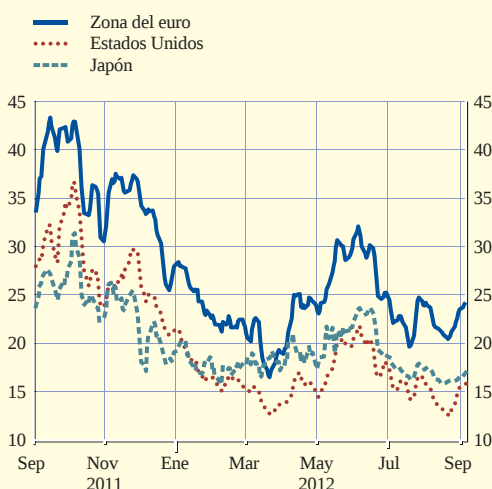


Fuentes: Thomson Reuters.

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

Gráfico 31 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	Tecno- logía	Tele- comuni- caciones	Agua, gas, electric.
Participación del sector en la capitalización bursátil (datos a fin de período)	100,0	10,6	6,9	17,6	7,8	19,7	6,2	14,8	4,7	5,1	6,6
Variación de los precios (datos a fin de período)											
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
II 2012	-8,4	-8,3	-5,3	-4,6	-9,3	-13,7	5,0	-8,5	-16,1	-10,6	-8,2
Julio 2012	2,6	6,4	4,0	6,2	4,4	-2,3	6,9	2,1	10,1	-3,6	-4,5
Agosto 2012	4,0	1,8	3,4	0,7	4,6	11,2	-2,0	3,7	0,6	4,8	5,6
31 may. 12–5 sep. 12	13,0	11,2	14,4	7,9	13,0	23,4	11,6	9,5	8,8	11,6	14,4

Fuentes: Thomson Reuters y cálculos del BCE.

implícita se redujo 7 puntos porcentuales en la zona del euro y 5 puntos porcentuales en Estados Unidos, situándose en el 24 % y el 15 %, respectivamente (véase gráfico 31). La menor percepción de riesgo debe considerarse teniendo en cuenta el elevado nivel de volatilidad implícita al inicio del período considerado, debido a la incertidumbre relativa a los riesgos inmediatos del sector financiero español antes de que se acordara el plan de recapitalización. Aunque los 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 crisis de la deuda soberana de la zona del euro, al final del período se encontraban próximos a los valores registrados en el verano de 2011, es decir, antes de la intensificación de la crisis de la deuda en la zona del euro.

Los subíndices sectoriales de los mercados de renta variable de la zona del euro registraron en conjunto subidas generalizadas en los tres meses transcurridos hasta el 5 de septiembre, aunque con algunas diferencias notables (véase cuadro 4). En relación con el índice general de la zona del euro, que aumentó un 13 % en el período de referencia, las alzas fueron especialmente señaladas en el sector financiero, lo que está en consonancia con el hecho de que la volatilidad implícita del subíndice fuera el doble de alta que la del índice general. En cambio, en los sectores de bienes de consumo y tecnológico, los incrementos fueron más tímidos. En Estados Unidos, donde el índice general ganó un 7 % en el mismo período, las subidas estuvieron repartidas más uniformemente entre sectores, siendo el sector de petróleo y gas el que registró los avances más significativos.

Gráfico 32 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).

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, calculada para los doce meses anteriores, disminuyó más lentamente en agosto que al inicio del período considerado, pasando de aproximadamente el -10% a finales de mayo a alrededor del -5% a finales de agosto. Los beneficios continuaron cayendo especialmente en el sector financiero, el de telecomunicaciones y el tecnológico, mientras que registraron un crecimiento positivo en las empresas de los sectores industrial y de bienes de consumo. Al mismo tiempo, el crecimiento de los beneficios por acción previsto por los participantes en el mercado para los próximos doce meses se incrementó ligeramente entre junio y septiembre, situándose en alrededor del 12%, y el crecimiento esperado a largo plazo de dichos beneficios se mantuvo estable en torno al 9% en el mismo período (véase gráfico 32).

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

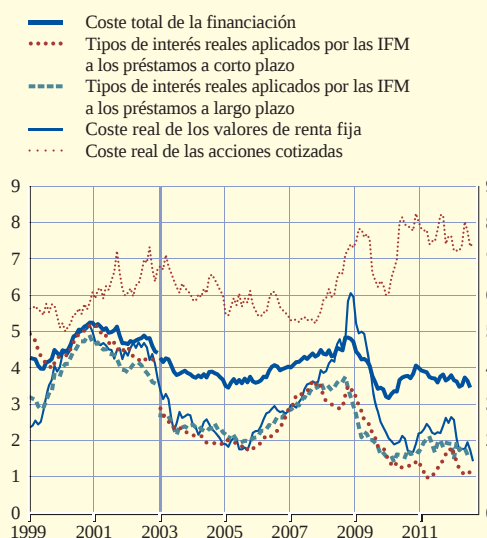
Entre abril y julio de 2012, el coste real de la financiación de las sociedades no financieras de la zona del euro solo se redujo ligeramente, reflejando el descenso generalizado registrado en todas las subcategorías, pero en especial en los tipos de interés de los préstamos a largo plazo. En cuanto a los flujos de financiación, el crecimiento interanual del crédito otorgado a este sector se moderó hasta situarse en el -0,6% en el segundo trimestre de 2012. Las débiles tasas de crecimiento de los préstamos se debieron, en gran medida, a la fragilidad de la situación económica, al aún elevado riesgo de crédito, a las restricciones de oferta 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 segundo 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 6 puntos básicos entre abril y julio de 2012, situándose en el 3,4% (véase gráfico 33). Esta caída del coste total de la financiación fue generalizada en todas las subcategorías, pero especialmente en el caso de los tipos de interés reales de los préstamos a largo plazo. Los tipos de interés reales de los préstamos a largo plazo otorgados a las sociedades no financieras se redujeron alrededor de 22 puntos básicos en el período analizado, hasta situarse en el 1,6%. Entre abril y julio de 2012, el coste real de los valores de renta fija y el de la emisión de acciones solo disminuyeron ligeramente, 3 y 4 puntos básicos, respectivamente, hasta situarse en el 1,7% y el 1,3%. Los tipos de interés reales de los préstamos a corto plazo se

Gráfico 33 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).

mantuvieron prácticamente sin variación, en el 1,1 %, en dicho período. Los datos más recientes indican que el coste real de los valores de renta fija volvió a descender unos 30 puntos básicos en agosto, hasta el 1,4%. En cambio, el coste real de las acciones cotizadas se incrementó levemente. Desde una perspectiva de más largo plazo, en julio 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 abril y julio de 2012, los tipos de interés nominales que aplican las IFM a los nuevos préstamos concedidos a las sociedades no financieras disminuyeron para todos los importes y plazos de vencimiento (véase cuadro 5). Más concretamente, los tipos de interés a corto plazo aplicados a los créditos de más de un millón de euros se redujeron 14 puntos básicos, y los aplicados a los créditos de hasta un millón de euros cayeron 7 puntos básicos. Los tipos de interés a largo plazo aplicados por las IFM a los créditos de más de un millón de euros se contrajeron 23 puntos básicos, y los tipos aplicados a los créditos de hasta un millón de euros descendieron 33 puntos básicos. La caída general de los tipos de interés de los préstamos concedidos a las sociedades no financieras refleja la transmisión de los recortes previos de los tipos de interés oficiales del BCE y la efectividad de las medidas no convencionales adoptadas más recientemente por esta institución para hacer frente a las restricciones de financiación de las entidades de crédito. Durante el período de referencia, los tipos de interés a corto plazo del mercado monetario disminuyeron 32 puntos básicos, mientras que los rendimientos de la deuda pública a siete años se redujeron 58 puntos básicos en la zona del euro en su conjunto, aunque con disparidades significativas entre países. Además, el diferencial de tipos entre los créditos a largo plazo de más de un millón de euros y los de hasta ese importe tendió a contraerse.

Los diferenciales entre los rendimientos de los valores de renta fija de las sociedades no financieras y los de la deuda pública registraron volatilidad en todas las categorías de calificación entre abril y agosto de

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 julio de 2012		
	II 2011	III 2011	IV 2011	I 2012	Jun 2012	Jul 2012	Abr 2011	Abr 2012	Jun 2012
Tipos de interés aplicados por las IFM									
Descubiertos en cuenta de las sociedades no financieras	4,26	4,40	4,47	4,39	4,19	4,08	-4	-17	-11
Préstamos a las sociedades no financieras hasta un millón de euros									
A tipo flexible y hasta un año de fijación del tipo inicial	3,94	4,18	4,44	4,20	4,08	4,12	34	-7	4
Más de cinco años de fijación del tipo inicial	4,39	4,19	4,17	4,21	4,00	3,88	-40	-33	-12
Préstamos a las sociedades no financieras de más de un millón de euros									
A tipo flexible y hasta un año de fijación del tipo inicial	2,92	2,91	3,16	2,52	2,56	2,40	-40	-14	-16
Más de cinco años de fijación del tipo inicial	3,29	3,68	3,74	3,46	3,28	3,21	-96	-23	3
Pro memoria									
Tipo de interés a tres meses del mercado monetario	1,55	1,55	1,36	0,78	0,65	0,39	-100	-32	-26
Rendimiento de la deuda pública a dos años	1,65	0,74	0,41	0,39	0,26	-0,02	-187	-34	-29
Rendimiento de la deuda pública a siete años	2,89	1,96	2,08	1,90	1,69	1,22	-191	-58	-47

Fuente: BCE.

Nota: Los rendimientos de la deuda pública se refieren a los rendimientos de los bonos de la zona del euro basados en los datos del BCE sobre los bonos con calificación AAA, que actualmente incluyen bonos de Austria, Finlandia, Francia, Alemania y Países Bajos.

2012 (véase gráfico 34). Como consecuencia de las tensiones en los mercados financieros, los diferenciales de los valores de renta fija privada se ampliaron en todas las categorías de calificación en mayo de 2012, pero especialmente en las de valores con calificación crediticia intermedia y valores de alta rentabilidad. En la primera categoría, los diferenciales se incrementaron 37 puntos básicos, mientras que en la segunda se elevaron en torno a 140 puntos básicos. En cambio, entre mayo y agosto de 2012, estos diferenciales tendieron a estrecharse. En concreto, los diferenciales de los valores de renta fija privada de alta rentabilidad y con calificación BBB se contrajeron 140 y 32 puntos básicos, respectivamente. Los diferenciales de los valores con calificación AA y A cayeron 15 y 50 puntos básicos, respectivamente. El estrechamiento de los diferenciales fue particularmente acusado en agosto, después de que el BCE anunciara medidas no convencionales adicionales.

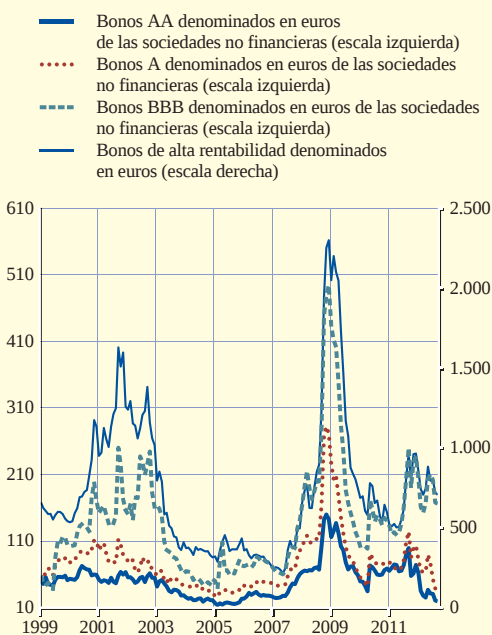
FLUJOS DE FINANCIACIÓN

La rentabilidad de las sociedades no financieras de la zona del euro se deterioró entre abril y agosto de 2012. La tasa de crecimiento interanual de los beneficios por acción de las sociedades no financieras cotizadas de la zona del euro cayó desde el -4,7% en abril hasta el -8,5% en agosto de 2012. Esta dinámica marca la continuación de la tendencia negativa que comenzó en febrero de 2012 (véase gráfico 35). 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 perdió impulso a partir de finales de 2011. En concreto, la tasa de crecimiento interanual de los préstamos de las IFM a este sector se situó en el -0,5% en julio de 2012, registrando la segunda tasa negativa consecutiva desde septiembre de 2009. El aumento de la emisión de valores distintos de acciones contrarrestó la disminución de la tasa de crecimiento de los préstamos de las IFM a las sociedades no financieras en el mismo período (véase gráfico 36). El mayor dinamismo de la actividad emisora de las sociedades no financieras fue atribuible sobre todo a la emisión

Gráfico 34 Diferenciales de los valores de renta fija de las sociedades no financieras

(puntos básicos; medias mensuales)

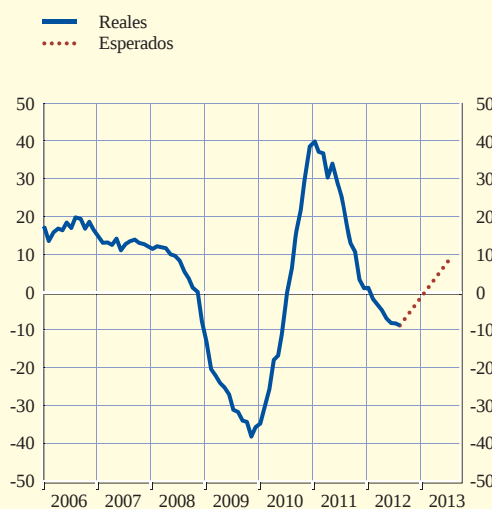


Fuentes: Thomson Reuters y cálculos del BCE.

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 35 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.

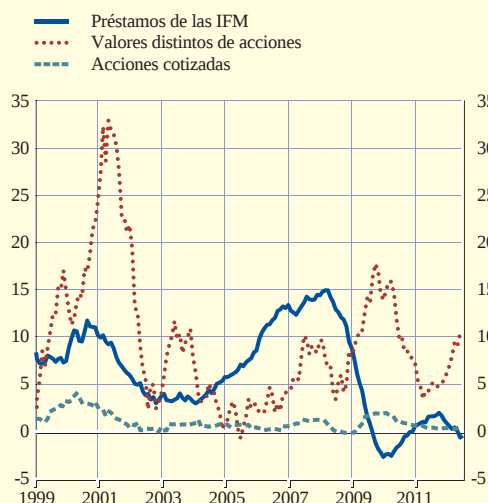
de valores distintos de acciones a largo plazo y a tipo de interés fijo, mientras que la contribución de la emisión de valores distintos de acciones a corto plazo fue muy reducida. Durante ese mismo período, la tasa de crecimiento interanual de la emisión de acciones cotizadas por parte de las sociedades no financieras solo se incrementó levemente.

La tasa de crecimiento interanual de los préstamos bancarios concedidos a las sociedades no financieras cayó hasta el -0,6% en el segundo 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). Esta evolución es atribuible, principalmente, a la atonía de la actividad económica, al riesgo de crédito asociado, a las restricciones de oferta y a la escasa demanda.

Los resultados de la encuesta sobre préstamos bancarios en la zona del euro correspondientes al segundo trimestre de 2012 mostraron que la demanda neta de préstamos por parte de las sociedades no financieras continuó cayendo significativamente, aunque a un ritmo más lento que en el trimestre anterior

Gráfico 36 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 II	2011 III	2011 IV	2012 I	2012 II
Préstamos de IFM	1,6	1,7	1,2	0,3	-0,6
Hasta un año	4,2	4,0	2,0	-0,4	-1,7
De uno a cinco años	-2,9	-3,0	-2,5	-3,1	-2,7
Más de cinco años	2,0	2,3	2,1	1,6	0,5
Valores distintos de acciones	4,2	4,8	5,4	8,0	10,3
A corto plazo	2,6	18,5	16,4	12,6	27,3
A largo plazo, de los cuales ¹⁾	4,4	3,4	4,4	7,5	8,7
A tipo fijo	5,4	4,4	5,0	8,1	9,4
A tipo variable	-2,0	-3,8	-1,1	-1,6	-1,8
Acciones cotizadas	0,4	0,3	0,4	0,3	0,3
Pro memoria²⁾					
Total financiación	2,6	2,7	2,2	2,1	-
Préstamos a sociedades no financieras	3,2	3,0	2,5	2,2	-
Reservas técnicas de seguro ³⁾	0,3	0,3	0,3	0,3	-

Fuentes: BCE, Eurostat y cálculos del BCE.

Notas: 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.

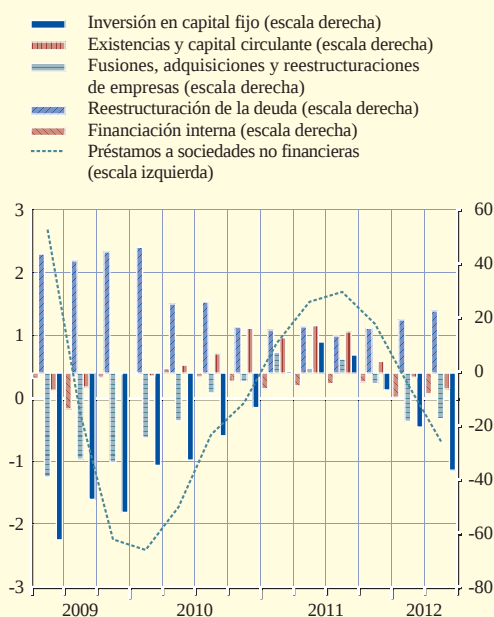
1) La suma de los valores distintos de acciones a tipo fijo y a tipo variable puede no coincidir con el total de valores distintos de acciones a largo plazo, porque los valores a largo plazo con cupón cero, que incluyen los efectos de valoración, no se muestran por separado en este cuadro.

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.

Gráfico 37 Crecimiento de los préstamos y factores que contribuyen a la demanda de préstamos de las sociedades no financieras

(tasas de variación interanual; porcentajes netos)

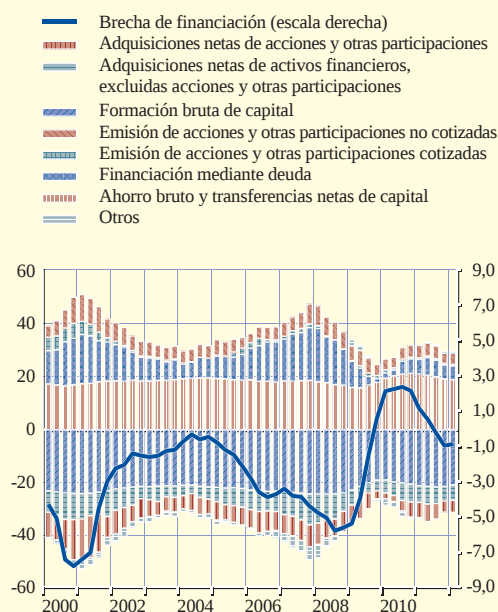


Fuente: BCE.

Notas: 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 38 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.

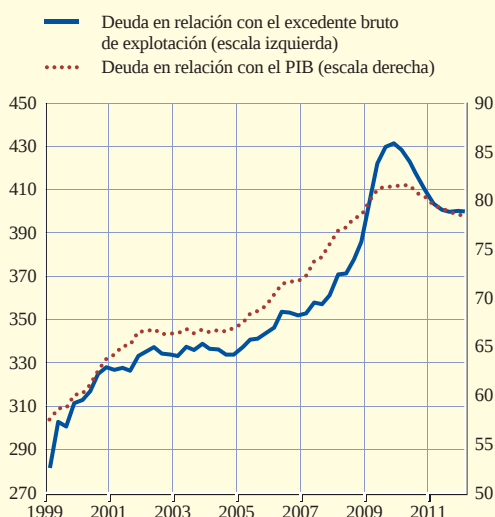
Notas: La «financiación mediante deuda» incluye préstamos, valores distintos de acciones y reservas de los fondos de pensiones. «Otros» incluye derivados financieros, otras cuentas pendientes de pago/cobro compensadas y ajustes. Los préstamos entre empresas relacionadas se compensan. La brecha de financiación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

(véase gráfico 37). Como en el primer trimestre de 2012, este descenso estuvo impulsado sobre todo por una acusada caída de las necesidades de las empresas de financiar la inversión en capital fijo, aunque las fusiones y adquisiciones y la financiación interna de las empresas también contribuyeron. Según las entidades encuestadas, la disminución 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 se mantuvo prácticamente estable en el segundo trimestre de 2012, a pesar de la reintensificación de la crisis de la deuda soberana durante dicho período. Esta estabilidad muestra que la contribución de las presiones sobre los costes de financiación y los problemas de disponibilidad de fondos apenas cambiaron. De cara al futuro, las entidades esperan un grado similar de endurecimiento neto de los citados criterios y una contracción considerablemente menor de la demanda neta 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), se mantuvo prácticamente sin variación en el primer trimestre de 2012, sobre la base de sumas móviles de cuatro trimestres de datos de las cuentas de la zona del euro (véase gráfico 38). Pese a las señales de normalización observadas en los trimestres anteriores, esta brecha permaneció en niveles relativamente reducidos en términos históricos, situándose en el -0,8% en el primer trimestre de 2012, ya que la formación de capital fue relativamente baja y el volumen de fondos generados internamente continuó siendo elevado. A pesar

Gráfico 39 Ratios de deuda del sector de sociedades no financieras

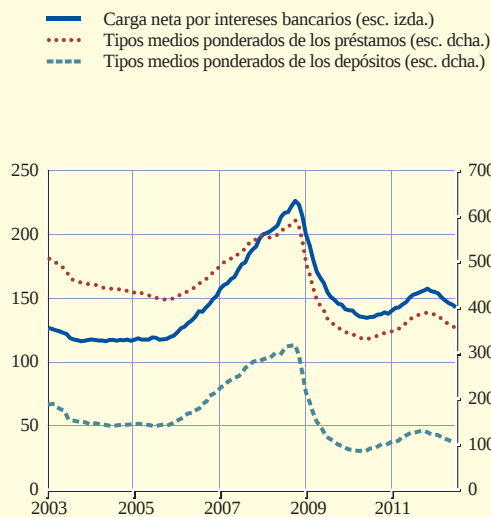
(porcentajes)



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 40 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.

del ligero aumento del recurso a la financiación de mercado (emisión de acciones no cotizadas y financiación mediante deuda) desde mediados de 2010, la inversión real (formación bruta de capital fijo) de las sociedades no financieras siguió financiándose, principalmente, con fondos internos.

POSICIÓN FINANCIERA

El endeudamiento de las sociedades no financieras solo experimentó una contracción muy ligera en el primer trimestre de 2012. Según las estadísticas de las cuentas de la zona del euro, la deuda en relación con el PIB se situó en el 78%, mientras que la deuda en relación con el excedente bruto de explotación se situó en el 400% en dicho trimestre (véase gráfico 39). El proceso de desapalancamiento de este sector comenzó en 2010 y aún continúa, aunque parece que ha perdido algo de fuerza desde mediados del año pasado. La carga por intereses de las sociedades no financieras aumentó entre el segundo trimestre de 2010 y el tercer trimestre de 2011, tras el acusado descenso registrado entre finales de 2008 y principios de 2010. Más recientemente, esta carga volvió a reducirse, debido a las débiles tasas de crecimiento de los préstamos y al elevado volumen de fondos generados internamente (véase gráfico 40), aunque permanece por encima de su media a largo plazo.

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 segundo trimestre de 2012 se caracterizaron por una disminución de los tipos de interés de los préstamos bancarios. Esta evolución se debió a la transmisión de la reducción de los tipos de interés oficiales del BCE, así como a la mejora de la liquidez y la financiación de las entidades de crédito gracias a las medidas no convencionales adoptadas por el BCE (en especial, las OFPML a tres años). A este respecto, aunque el impacto negativo de la intensificación de la crisis de la deuda soberana afectó a la situación de financiación de las entidades de crédito, las medidas de

política monetaria amortiguaron su efecto en el coste y en el volumen de los préstamos a hogares. La tasa de crecimiento interanual de los préstamos otorgados por las IFM a este sector, ajustados de ventas y titulaciones, se contrajo hasta el 1,4% en el segundo trimestre de 2012, antes de volver a descender y situarse en el 1,1% en julio. Por tanto, los datos más recientes siguen apuntando a una evolución contenida del endeudamiento de los hogares. Sin embargo, continuó observándose una disparidad significativa entre países. Según las estimaciones, la deuda en relación con la renta bruta disponible de este sector aumentó ligeramente en el segundo trimestre de 2012, mientras que la carga por intereses apenas varió.

CONDICIONES DE FINANCIACIÓN

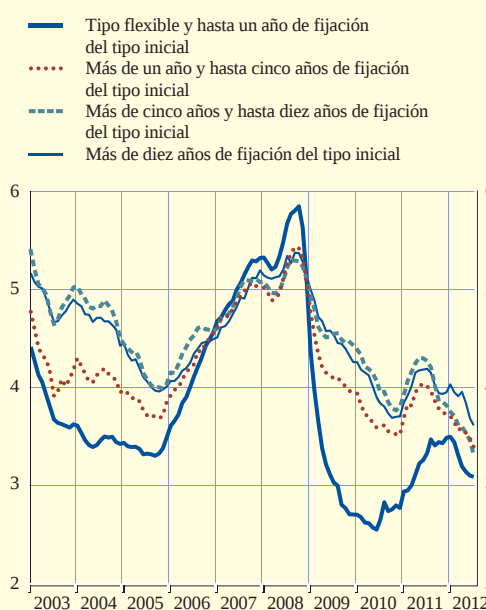
Los costes de financiación del sector hogares de la zona del euro disminuyeron de nuevo en el segundo trimestre de 2012 y, por lo general, también en julio, debido a la transmisión del recorte de los tipos de interés oficiales del BCE, así como a las mejoras logradas gracias a las medidas no convencionales adoptadas por el BCE (en especial, las OFPML a tres años). A escala de la zona del euro, las reducciones de los tipos de interés aplicados a los préstamos a hogares fueron generalizadas en las distintas categorías de préstamo. De hecho, los préstamos para consumo a tipo flexible o hasta un año de fijación del tipo inicial fueron los únicos cuyos tipos de interés aumentaron, ya que entre abril y julio registraron un ligero incremento. No obstante, continuó observándose una disparidad entre países.

En general, los tipos de interés aplicados por las IFM a los nuevos préstamos para adquisición de vivienda y a los nuevos préstamos para consumo disminuyeron en el período analizado. Sin embargo, la caída más significativa se observó en los tipos de interés de los préstamos no destinados a vivienda ni al consumo (denominados «otros préstamos»). Al mismo tiempo, los tipos de interés de las distintas categorías de préstamo registraron una reducción menor, en general, que los significativos descensos de los tipos de interés de mercado comparables (como muestran los diferenciales entre los tipos de interés aplicados a la clientela y los tipos de mercado, que tendieron a incrementarse, especialmente en julio). Los únicos diferenciales que se contrajeron fueron los de los préstamos hipotecarios y los de los préstamos para consumo de más de cinco años y hasta diez años de fijación del tipo inicial. Sin embargo, en julio, los diferenciales de estas dos categorías de préstamo también dejaron de estrecharse. En el caso de los préstamos para consumo con riesgo relativo, el diferencial se amplió claramente. Al igual que la evolución del nivel de los tipos de interés, los diferenciales de tipos mostraron una elevada disparidad entre países en la zona del euro.

Por lo que respecta a los tipos de interés de los nuevos préstamos para adquisición de vivienda, se observó una reducción entre abril y julio de 2012 para todos los períodos de fijación del tipo inicial, que fue más acusada en el caso de los préstamos de más de diez años de fijación del tipo inicial (véase gráfico 41). En cambio, la disminución de

Gráfico 41 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.

los tipos de interés de los préstamos de más de un año y hasta cinco años de fijación del tipo inicial fue bastante limitada. A pesar de la caída de los tipos de interés de los préstamos hipotecarios de más de cinco años y hasta diez años de fijación del tipo inicial y de más de diez años de fijación del tipo inicial, los hogares no redujeron su exposición a futuras variaciones de los tipos de interés, como muestra el hecho de que la proporción de préstamos a tipo flexible o hasta un año de fijación del tipo inicial con respecto al volumen total de nuevos préstamos aumentara hasta situarse en el 32 % en el segundo trimestre, frente al 29 % del primer trimestre del año. Al mismo tiempo, la proporción de préstamos de más de diez años de fijación del tipo inicial descendió hasta el 32 % en el período analizado, desde el 34 % del primer trimestre.

En cuanto a los nuevos préstamos para consumo y otros préstamos a hogares, a mayor duración del período de fijación del tipo inicial, más elevada fue la disminución de los tipos de interés. A pesar de ello, la proporción de los distintos períodos de fijación del tipo inicial con respecto al volumen total de nuevas operaciones se mantuvo prácticamente sin variación en el caso de ambas categorías de préstamo.

Los resultados de la encuesta sobre préstamos bancarios de julio de 2012 muestran que, en conjunto, las entidades de crédito de la zona del euro volvieron a incrementar el endurecimiento neto de los criterios de aprobación de los préstamos a hogares en el segundo trimestre de 2012. El endurecimiento neto de los criterios de aprobación disminuyó levemente en el caso de los préstamos para adquisición de vivienda en el trimestre considerado, mientras que registró un ligero aumento en el de los préstamos para consumo y otros préstamos. Al mismo tiempo, a pesar del claro deterioro de la situación de financiación de las entidades de crédito y del empeoramiento adicional de sus expectativas relativas a la actividad económica en general, el endurecimiento neto de los criterios de concesión fue limitado. Esto podría indicar que las medidas no convencionales adoptadas por el BCE (especialmente las dos OFPML a tres años llevadas a cabo a finales de 2011 y a principios de 2012) ayudaron a aliviar las restricciones de los préstamos a hogares al permitir a las entidades de crédito asegurar la financiación a medio plazo a un coste reducido. Los márgenes de las entidades de crédito sobre los préstamos ordinarios y los de mayor riesgo concedidos a los hogares se ampliaron en el segundo trimestre de 2012, aunque a un ritmo considerablemente menor que en trimestres anteriores. Asimismo, se indicó que la demanda de préstamos para adquisición de vivienda y de crédito al consumo por parte de los hogares había vuelto a reducirse.

FLUJOS DE FINANCIACIÓN

El total de préstamos concedidos a los hogares de la zona del euro continuó siendo débil en el primer trimestre de 2012 (el último trimestre para el que se dispone de datos procedentes de las cuentas de la zona del euro), reflejando la floja actividad crediticia de las IFM. En consecuencia, la tasa de crecimiento interanual del total de préstamos otorgados a este sector disminuyó hasta situarse en el 1,2 %, frente al 1,5 % del trimestre anterior. Las estimaciones correspondientes al segundo trimestre de 2012 apuntan a una moderación adicional del crecimiento interanual del total de préstamos a hogares (véase gráfico 42). La tasa de crecimiento interanual del crédito total concedido por las IFM a los hogares (sin ajustar de ventas y titulaciones) cayó considerablemente, hasta el 1,2 %, en el primer trimestre de 2012, frente al 2,2 % del trimestre precedente. Las ventas y titulaciones de préstamos, que con frecuencia hacen que los préstamos a hogares se desplacen entre el sector de IFM y el de OIF, continuaron en el primer trimestre, por lo que la tasa de crecimiento interanual de los préstamos concedidos por instituciones distintas de IFM a los hogares aumentó hasta el 4,7 %, desde el 1,3 % del trimestre anterior.

Si se consideran los datos de las IFM disponibles para el segundo trimestre y julio de 2012 se observa que el crecimiento de los préstamos a hogares se ha estabilizado en niveles bajos en los últimos meses.

La tasa de crecimiento interanual de los préstamos concedidos por este sector a los hogares descendió ligeramente y se situó en el 0,3% en julio, frente al 0,6% de marzo. La tasa de crecimiento interanual de los préstamos de las IFM a los hogares ajustada por el impacto de las ventas y titulizaciones continuó moderándose, lo que señala la atonía de la actividad de originación. En julio de 2012, dicha tasa ajustada se situó en el 1,1% (para más detalles, véase la sección 2.1), es decir, una disminución de 0,6 puntos porcentuales desde finales del primer trimestre. Al mismo tiempo, la evolución de los préstamos mostró una disparidad significativa entre países.

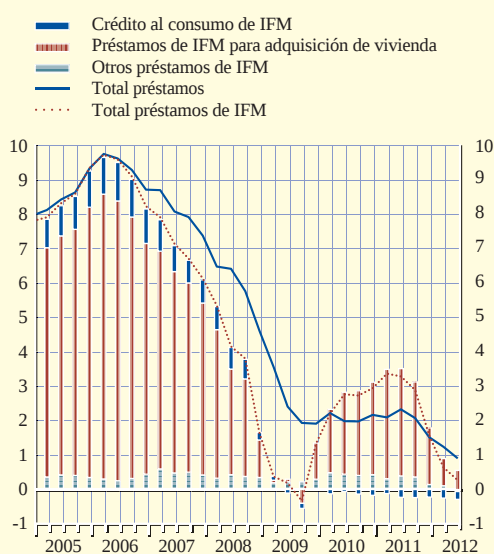
La tasa de crecimiento interanual de los préstamos para adquisición de vivienda concedidos por las IFM a los hogares, ajustados de ventas y titulizaciones, cayó hasta el 1,9% en julio de 2012 (frente al 2,6% de marzo), continuando así la tendencia a la baja observada desde mediados de 2011. Esta evolución fue atribuible a los reducidos flujos mensuales (ajustados) que volvieron a registrar los préstamos hipotecarios en los últimos meses. Sin embargo, estos préstamos siguieron representando la mayor parte del crédito otorgado por las IFM a los hogares. La evolución de otros préstamos también contribuyó ligeramente al descenso de la tasa de crecimiento interanual de los préstamos de las IFM a los hogares en el segundo trimestre y en julio de 2012. De hecho, la tasa de crecimiento interanual de otros préstamos pasó a ser negativa y se situó en el -0,5% en julio (frente al 0,7% de marzo), mientras que la del crédito al consumo fue del -2,0% (frente al -2,1% de marzo).

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 julio de 2012 puso de manifiesto una nueva contracción, en términos netos, de la demanda de préstamos para adquisición de vivienda y de crédito al consumo en el segundo trimestre de 2012. Parece que el descenso neto de la demanda de préstamos para adquisición de vivienda estuvo determinado principalmente por el continuo deterioro de las perspectivas del mercado de la vivienda y de la confianza de los consumidores, mientras que el menor gasto en bienes de consumo duradero y la disminución de la confianza de los consumidores redujeron el crédito al consumo. De cara al futuro, las entidades de crédito esperan que la demanda neta de ambos tipos de préstamo vuelva a contraerse, aunque a un ritmo más lento.

Por lo que se refiere al activo del balance del sector hogares de la zona del euro, la tasa de crecimiento interanual de la inversión financiera total de los hogares se situó en el 2,1% en el primer trimestre de 2012 (prácticamente sin variación con respecto al 2,0% del trimestre anterior), poniendo así fin a la tendencia a la baja observada desde mediados de 2010 (véase gráfico 43). Este resultado fue atribuible principalmente a la contribución menos negativa de la inversión en participaciones en fondos de inversión y al

Gráfico 42 Total de préstamos concedidos a los hogares

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

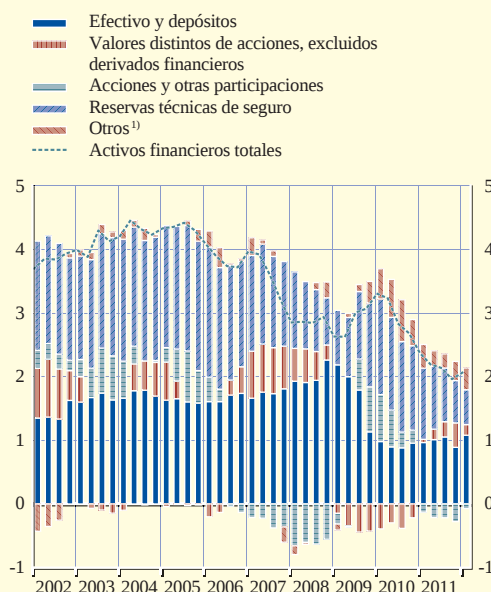


Fuente: BCE.

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 segundo 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.

Gráfico 43 Inversión financiera de los hogares

(tasas de variación interanual; contribuciones en puntos porcentuales)



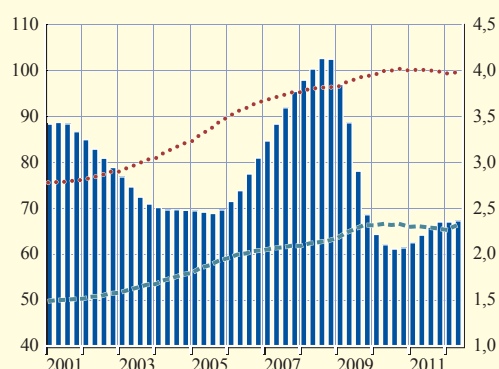
Fuentes: BCE y Eurostat.

1) Incluye préstamos y otras cuentas pendientes de cobro.

Gráfico 44 Endeudamiento y carga por intereses de los hogares

(porcentajes)

— Carga por intereses en porcentaje de la renta bruta disponible (escala derecha)
 Deuda de los hogares en relación con la renta bruta disponible (escala izquierda)
 ---- Deuda de los hogares en relación con el PIB (escala izquierda)



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.

aumento de la contribución del efectivo y depósitos, que refleja una preferencia por la liquidez en un entorno de bajos tipos de interés y de elevada incertidumbre. En cambio, la aportación de las reservas técnicas de seguro y de los valores distintos de acciones (excluidos derivados financieros) al crecimiento interanual de la inversión financiera total disminuyó en el trimestre considerado, aunque siguió siendo positiva.

POSICIÓN FINANCIERA

Se estima que la deuda en relación con la renta bruta disponible nominal de los hogares se situó en el 99,8 % en el segundo trimestre de 2012 (véase gráfico 44), un ligero aumento con respecto al trimestre anterior, pero bastante comparable con los niveles observados desde mediados de 2010. Este incremento fue consecuencia del crecimiento de la deuda de los hogares, combinado con un cierto estancamiento de la renta disponible de este sector. Según las estimaciones, la carga por intereses de los hogares permaneció casi inalterada en el 2,3 % de la renta disponible en el segundo trimestre de 2012 —nivel observado a partir del tercer trimestre de 2011—. Se estima que la deuda en relación con el PIB de este sector creció en el trimestre de referencia, situándose en el 66,1 %, frente al 65,3 % del primer trimestre, ya que la deuda registró un avance más significativo que el producto en el segundo trimestre.

3 PRECIOS Y COSTES

Según la estimación preliminar de Eurostat, la inflación interanual medida por el IAPC de la zona del euro fue del 2,6% en agosto de 2012, en comparación con el 2,4% del mes anterior. Este aumento se debe, principalmente, a nuevas subidas de los precios de la energía denominados en euros. Teniendo en cuenta los precios actuales de los futuros sobre el petróleo, las tasas de inflación podrían resultar algo más elevadas de lo esperado hace unos meses, pero deberían caer hasta situarse de nuevo por debajo del 2% durante el próximo año. A lo largo del horizonte temporal relevante para la política monetaria, en un entorno de crecimiento moderado de la zona del euro y de expectativas de inflación a largo plazo firmemente ancladas, las presiones inflacionistas subyacentes deberían continuar siendo limitadas. Las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE para la zona del euro de septiembre de 2012 sitúan la inflación interanual medida por el IAPC en un intervalo comprendido entre el 2,4% y el 2,6% en 2012, y entre el 1,3% y el 2,5% en 2013. Los intervalos de las proyecciones para 2012 y 2013 son algo más elevados que los indicados en las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema para la zona del euro de junio de 2012. Se considera que 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 aumentos de los impuestos indirectos, derivados de la necesidad de consolidación fiscal. Los principales riesgos a la baja están relacionados con el impacto de un crecimiento menor de lo esperado en la zona del euro, en especial como consecuencia de una reintensificación de las tensiones en los mercados financieros, y su efecto sobre los componentes internos de la inflación. Si no se contiene mediante medidas eficaces adoptadas por todos los responsables de la política económica de la zona del euro, dicha intensificación podría afectar al balance de riesgos a la baja.

3.1 PRECIOS DE CONSUMO

Desde finales de 2010, la tasa de inflación interanual se ha mantenido ligeramente elevada, debido principalmente al fuerte crecimiento de los precios de la energía y a los pronunciados incrementos de los impuestos indirectos y de los precios administrados en algunos países de la zona del euro. Según la estimación preliminar de Eurostat, la inflación medida por el IAPC aumentó hasta situarse en el 2,6% en agosto, después de haberse mantenido en el 2,4% durante tres meses consecutivos (véase cuadro 7). Según los datos incluidos en el Boletín Petrolífero semanal, este aumento se debe a nuevas subidas de los precios de la energía denominados en euros.

Cuadro 7 Evolución de los precios

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

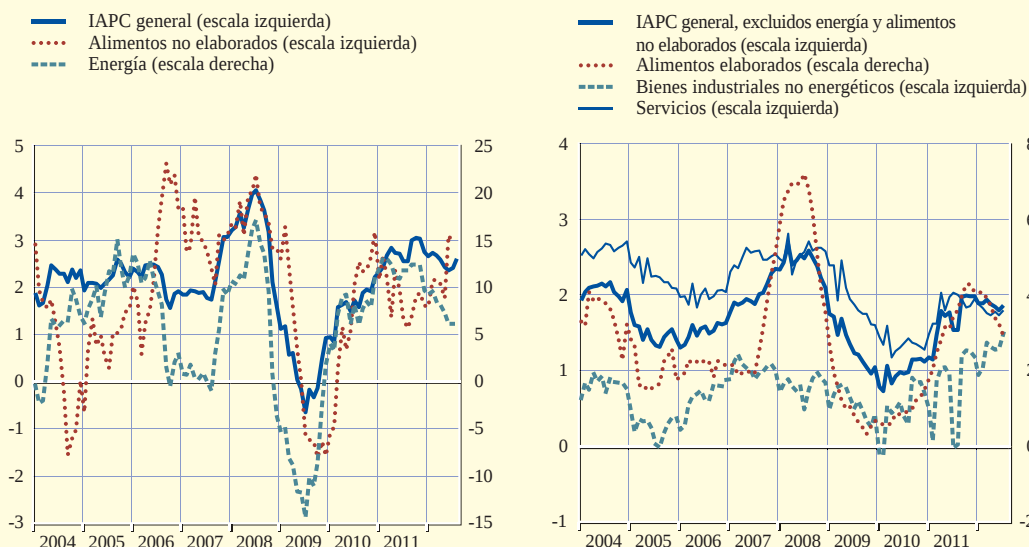
	2010	2011	2012 Mar	2012 Abr	2012 May	2012 Jun	2012 Jul	2012 Ago
IAPC y sus componentes								
Índice general ¹⁾	1,6	2,7	2,7	2,6	2,4	2,4	2,4	2,6
Energía	7,4	11,9	8,5	8,1	7,3	6,1	6,1	,
Alimentos no elaborados	1,3	1,8	2,2	2,1	1,8	3,1	2,9	,
Alimentos elaborados	0,9	3,3	3,9	3,7	3,4	3,2	2,9	,
Bienes industriales no energéticos	0,5	0,8	1,4	1,3	1,3	1,3	1,5	,
Servicios	1,4	1,8	1,8	1,7	1,8	1,7	1,8	,
Otros indicadores de precios								
Precios industriales	2,9	5,9	3,5	2,6	2,3	1,8	1,8	,
Precios del petróleo (euros por barril)	60,7	79,7	94,2	91,4	86,0	76,4	83,4	90,5
Precios de las materias primas no energéticas	44,6	12,2	-5,2	-3,8	-0,3	0,8	4,7	6,4

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

1) La inflación medida por el IAPC de agosto de 2012 corresponde a la estimación de Eurostat.

Gráfico 45 Desagregación del IAPC por principales componentes

(tasas de variación interanual; datos mensuales)



Fuente: Eurostat.

La dinámica de la tasa de variación interanual de los precios de la energía se ha visto determinada por la interacción de los precios del petróleo, influidos por la moderación de la actividad económica mundial en un clima de incertidumbre sobre el suministro relacionado con la situación política de Oriente Medio, y por los efectos de base derivados de subidas anteriores. En julio de 2012, el último mes para el que se dispone de una desagregación oficial del IAPC, la tasa de variación interanual del componente energético del IAPC se mantuvo en el 6,1 %, sin variación con respecto al mes anterior. Los precios del petróleo aumentaron considerablemente en los cuatro primeros meses de este año, lo que, unido a las subidas de los impuestos especiales sobre los combustibles en algunos países, así como a los efectos de la anterior depreciación del euro, impulsó al alza los precios de la energía para los consumidores, invirtiéndose así el movimiento a la baja que había comenzado en diciembre de 2011 y que había reflejado, en gran medida, efectos de base. Los precios del petróleo volvieron a subir en julio y en agosto. En julio, el impacto de estas subidas en la tasa de variación interanual de los precios de la energía fue compensado fundamentalmente por un efecto de base procedente del incremento de los precios de la energía en julio de 2011.

La tasa de variación interanual del componente de alimentos del IAPC aumentó de forma sostenida durante 2011, hasta superar el 3 % a partir de septiembre de 2011. Desde principios de 2012, esta tasa ha seguido una tendencia descendente. La inflación de los alimentos elaborados continuó disminuyendo de forma continua, hasta situarse en el 2,9 % en julio, con respecto a una tasa ligeramente superior al 4 % a principios del año. Esta evolución contrasta con el reciente repunte de los precios internacionales de las materias primas alimenticias, que se dispararon en julio, debido principalmente a las adversas condiciones meteorológicas de Estados Unidos. En el recuadro 6 se analiza la naturaleza de las recientes subidas de los precios de las materias primas y sus posibles implicaciones sobre los precios de consumo de los alimentos en la zona del euro.

Recuadro 6

EVOLUCIÓN RECIENTE DE LOS PRECIOS DE LAS MATERIAS PRIMAS ALIMENTICIAS Y SUS IMPLICACIONES SOBRE LOS PRECIOS DE CONSUMO DE LOS ALIMENTOS EN LA ZONA DEL EURO

Los precios internacionales de las materias primas alimenticias experimentaron un acusado aumento en el verano de 2012, que hizo que los índices generales de precios de las materias primas se situaran en niveles más altos que durante la escalada de precios del período 2007-2008. En este recuadro se analiza la naturaleza de las recientes subidas de dichos precios y sus posibles implicaciones sobre los precios de consumo de los alimentos en la zona del euro.

La naturaleza de las recientes subidas de los precios internacionales de las materias primas alimenticias

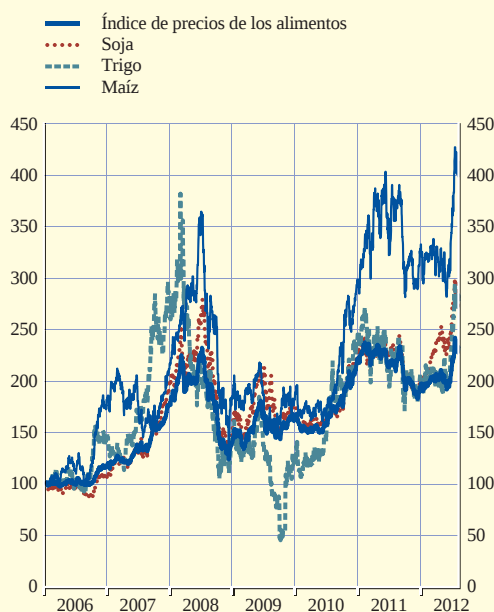
Los índices generales de precios internacionales de las materias primas alimenticias han aumentado más del 20 %, en términos de dólares estadounidenses, desde principios de junio del año en curso (véase gráfico A). En particular, los precios de la soja, del trigo y del maíz han registrado una subida superior al 25 %, encontrándose actualmente en un máximo histórico en el caso de la soja y del maíz. Esta evolución ha creado el temor a que se repitan las escaladas de precios de las materias primas alimenticias del período 2007-2008, cuando el precio de los alimentos se disparó más de un 70 % entre julio de 2007 y el mismo mes de 2008.

La subida de los precios de las materias primas durante el verano de 2012 ha sido consecuencia de la peor sequía sufrida en Estados Unidos en los últimos 50 años y, según el Departamento de Agricultura de dicho país, ha dado lugar a considerables revisiones a la baja de las expectativas relativas a la oferta de maíz, trigo y soja. En la región del Mar Negro, la producción de trigo también cayó, debido a un largo período de elevadas temperaturas.

No obstante, el reciente repunte de los precios de las materias primas alimenticias es distinto al registrado en el período 2007-2008, ya que en ese período vino acompañado de subidas en una amplia gama de materias primas, incluidos la mayoría de los alimentos básicos, los metales y el petróleo, que se debieron, principalmente, al aumento de la demanda de materias primas procedente de economías emergentes, como consecuencia de la próspera evolución del producto y de la renta. Además, el impacto en los precios de las materias primas se vio agravado por alteraciones mundiales en la oferta. En cambio, la reciente escalada de los precios de las materias primas se ha concentrado en la soja y en determinados cereales, y tiene su origen, fundamentalmente, en perturbaciones regionales concretas en la oferta.

Gráfico A Evolución de los precios internacionales de las materias primas alimenticias

(dólares; índice: 1 de enero de 2006 = 100; datos diarios)



Fuentes: Bloomberg y HWWI.

Nota: El índice de precios de los alimentos incluye cereales, semillas oleaginosas, aceites, bebidas, azúcar y tabaco.

Dado que las recientes alteraciones en la oferta son de carácter regional, los precios de las materias primas alimenticias pueden mantenerse elevados hasta la próxima cosecha en el hemisferio sur, pero se espera que vuelvan a caer posteriormente. Sin embargo, si las estimaciones de la oferta volvieran a revisarse a la baja en las regiones afectadas o se produjeran nuevas alteraciones en la misma en otras regiones, los precios de los mercados mundiales podrían registrar nuevas subidas.

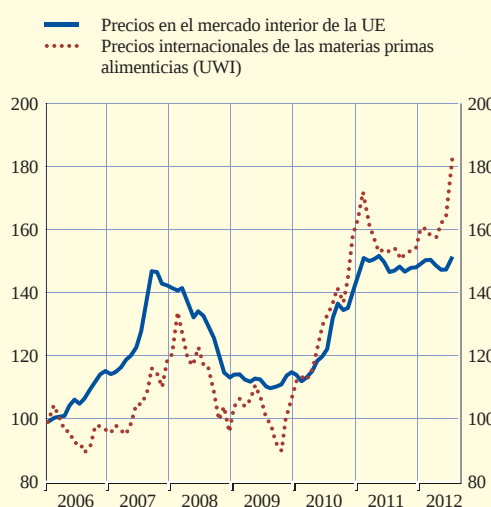
Posibles implicaciones sobre los precios de consumo de los alimentos en la zona del euro

Las variaciones que experimentan los precios internacionales de las materias primas alimenticias no repercuten siempre directamente en los precios de consumo de los alimentos en la zona del euro. En concreto, los precios agrícolas en origen determinados en el contexto de la Política Agrícola Común de la UE suelen tener mayor influencia en los precios de consumo de los alimentos que los precios internacionales de las materias primas¹. Con este trasfondo, el gráfico B muestra que los índices de precios de las materias primas alimenticias en el mercado interior de la UE y en los mercados internacionales se han movido bastante en paralelo en los últimos años, pero que, en general, las fluctuaciones de los precios del mercado interior de la UE han sido menos acusadas. Esto también es así en el caso de la evolución más reciente. Los precios de las materias primas alimenticias en el mercado interior de la UE subieron un 2,3 %, en términos intermensuales, en julio de 2012, repuntando claramente tras descender o estancarse durante cuatro meses consecutivos, pero, no obstante, este incremento fue significativamente menor que la subida del 9,5 % que registraron los precios internacionales correspondientes en dicho mes.

1 Véase G. Ferrucci, R. Jiménez-Rodríguez y L. Onorante, «Food price pass-through in the euro area – the role of asymmetries and non-linearities», *Working Paper Series*, n.º 1168, BCE, Fráncfort del Meno, abril de 2010.

Gráfico B Evolución de los precios de las materias primas alimenticias en el mercado interior de la UE y en los mercados internacionales

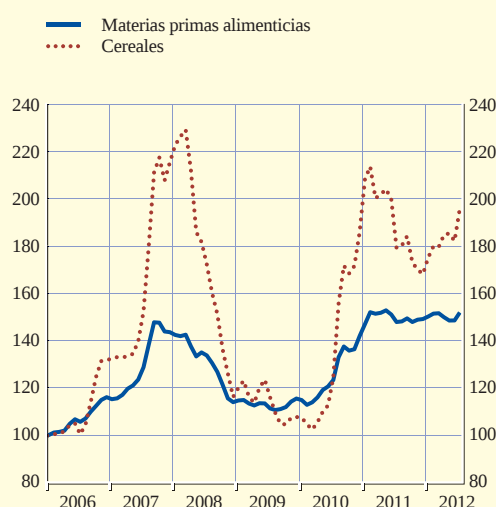
(euros; índice: enero de 2006 = 100; datos no desestacionalizados)



Fuentes: Comisión Europea, Bloomberg, Datastream y cálculos del BCE.
Notas: La observación más reciente corresponde a julio de 2012. El índice de precios del mercado interior de la UE incluye cereales, carne, aceites y productos lácteos. El índice de precios de las materias primas no energéticas ponderado por el destino (UWI) del BCE incluye también algunas semillas, frutas, bebidas, azúcar y tabaco, pero excluye los productos lácteos.

Gráfico C Evolución de los precios de las materias primas alimenticias y de los cereales en el mercado interior de la UE

(euros; índice: enero de 2006 = 100; datos no desestacionalizados)



Fuentes: Comisión Europea y cálculos del BCE.
Notas: La observación más reciente corresponde a julio de 2012. El índice de precios del mercado interior de la UE incluye cereales, carne, aceites y productos lácteos. El agregado de cereales es una media ponderada por el consumo de la cebada de malta, el trigo duro, el centeno, la avena y la harina de trigo.

El aumento más reciente de los precios generales del mercado interior de la UE estuvo impulsado, principalmente, por el componente de cereales, cuyos precios se elevaron un 7,5%, en términos intermensuales, en julio (véase gráfico C). Sin embargo, esta subida fue mucho menor que el alza del 26% que registraron los precios del grano en los mercados internacionales.

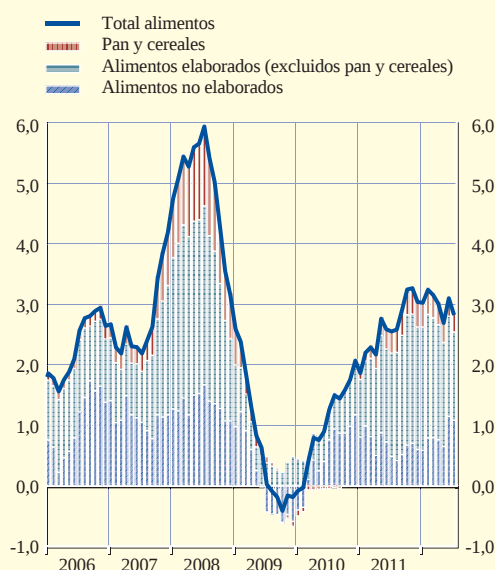
Históricamente, las variaciones de los precios del mercado interior de la UE se transmiten con relativa fuerza a la inflación de los alimentos medida por el IAPC de la zona del euro —al menos en comparación con las de otros precios de las materias primas—. El gráfico D muestra la significativa contribución del componente de pan y cereales a la inflación de los alimentos medida por el IAPC en el período 2007-2008, que fue mayor que la que cabría haber esperado meramente en función de su peso en el IAPC y de la evolución de los precios de las materias primas correspondientes en el mercado interior de la UE. Sin embargo, el grado de transmisión suele depender del entorno macroeconómico específico en el momento en cuestión. Parece que, durante el período 2010-2011, la duplicación de los precios de los cereales en el mercado interior de la UE no tuvo un impacto tan considerable en los precios de consumo correspondientes como el que se registró con la escalada de precios de 2007-2008, pues el entorno macroeconómico era menos favorable. A este respecto, dada la coyuntura actual, es posible que cualquier subida adicional de los precios de los cereales en el mercado interior de la UE solo tenga también un impacto al alza limitado en la inflación de los alimentos medida por el IAPC.

Conclusiones

Se espera que las recientes subidas de los precios internacionales de las materias primas alimenticias tengan un impacto limitado en los precios de consumo de los alimentos en la zona del euro por dos razones principales. La primera es que, en comparación con la escalada de los precios de las materias primas en el período 2007-2008, se considera que los aumentos recientes se deben principalmente a efectos de oferta de carácter regional y temporal (es decir, malas condiciones meteorológicas en algunas regiones del hemisferio norte) sobre los precios de los cereales y de las semillas oleaginosas, más que a factores de oferta y demanda persistentes y globales, con un impacto en toda la gama de precios de las materias primas alimenticias. La segunda es que los precios del mercado interior de la UE, que tienden a influir más en los precios de consumo de los alimentos en la zona del euro que los precios internacionales de las materias primas, han registrado alzas mucho menores por el momento. En este entorno, se prevé que los precios de consumo de los alimentos en la zona del euro (en particular, los precios de los alimentos elaborados) sigan disminuyendo en los próximos meses con respecto a los elevados niveles observados a finales de 2011.

Gráfico D Contribuciones a la inflación de los alimentos medida por el IAPC

(tasas de variación interanual; puntos porcentuales; datos sin desestacionalizar)



Fuente: Eurostat.

Nota: La observación más reciente corresponde a julio de 2012.

Si se excluyen los alimentos y la energía, que representan en torno al 30 % de la cesta del IAPC, la inflación interanual medida por el IAPC fue del 1,7 % en julio 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, que está determinada fundamentalmente por factores internos, como los salarios, los márgenes y los impuestos indirectos, consta de dos componentes principales: los bienes industriales no energéticos y los servicios. Durante el pasado año y medio, las tasas de variación interanual de estos dos componentes se han visto impulsadas por las subidas del impuesto sobre el valor añadido (IVA) en varios países de la zona del euro.

Desde el segundo trimestre de 2010, la inflación de los bienes industriales no energéticos ha seguido una tendencia alcista, 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, que fue motivada por las nuevas normas sobre el tratamiento de los productos de temporada del IAPC. En los dos primeros meses de 2012, la tasa de variación interanual de los precios de los bienes industriales no energéticos tocó fondo, hasta situarse en torno al 1 %, y repuntó a partir de entonces. En julio aumentó hasta el 1,5 %, impulsada por notables subidas de los precios de artículos de vestir, zapatos y otro tipo de calzado como consecuencia del final de las rebajas de verano.

La inflación de los precios de los servicios se ha mantenido bastante estable últimamente, con repuntes al alza debidos a las subidas de los impuestos indirectos en algunos países, y en el contexto de una desaceleración general de la demanda y, en menor medida, de los costes laborales. Tras una evolución más contenida en 2010, la inflación de los precios de los servicios aumentó considerablemente en los primeros meses de 2011. Desde abril de ese mismo año se estabilizó en torno al 1,9 %, y se mantuvo en el mismo nivel durante el resto de 2011 y el primer trimestre de 2012. En abril de 2012 cayó hasta el 1,7 %, su nivel más bajo desde marzo de 2011, y desde entonces ha oscilado en torno a ese nivel.

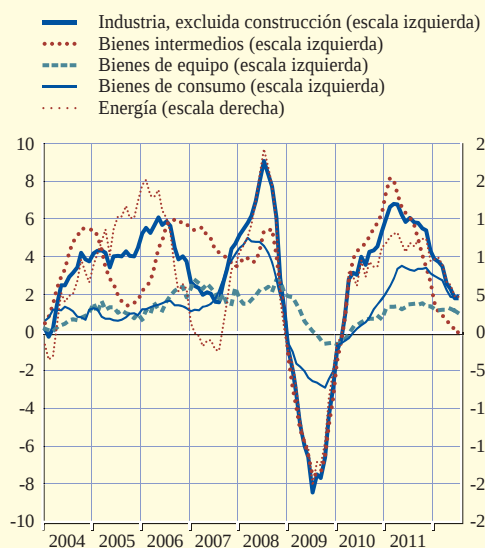
3.2 PRECIOS INDUSTRIALES

Tras un período de creciente inflación de los precios industriales a finales de 2010 y en la primera mitad de 2011, la tasa de variación interanual de los precios industriales disminuyó, reflejando principalmente las fluctuaciones de los precios de las materias primas (véanse cuadro 7 y gráfico 46). Durante 2012, las presiones latentes sobre la cadena de suministro han retrocedido nuevamente. En julio de 2012, la última observación disponible, el índice de precios industriales, excluida la construcción, se mantuvo sin variación en el 1,8 %, la tasa de variación interanual más baja desde que pasó a ser positiva en el segundo trimestre de 2010. En el mismo período, el índice de precios industriales, excluidas la construcción y la energía, se mantuvo estable en el 0,9 %.

Si nos centramos en las fases posteriores de la cadena de producción, el componente de precios de consumo de los alimentos del índice de precios industriales aumentó desde el 2,5 % de junio hasta el 2,8 % de julio, la primera subida en más de 12 meses. En especial, se registraron incrementos en el aceite y las grasas y en la producción de alimentos para animales. Es muy probable que los incrementos estén relacionados con las recientes subidas de los precios internacionales de las materias primas para la soja importada y algunos cereales. Sin embargo, los precios de las materias primas alimenticias de la UE también aumentaron en julio, aunque, por el momento, mucho menos que los índices de precios internacionales de las materias primas alimenticias. La tasa de variación interanual del componente de

Gráfico 46 Desagregación de los precios industriales

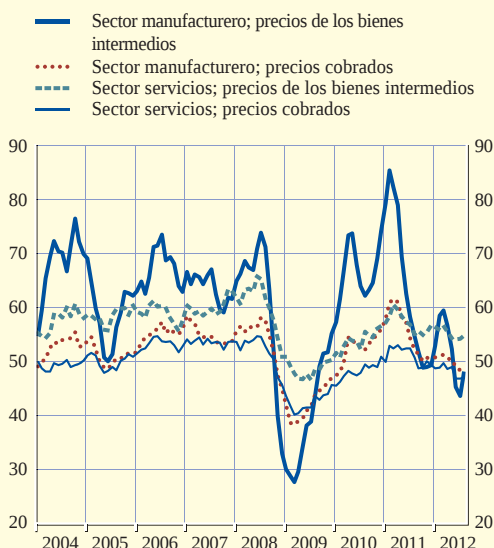
(tasas de variación interanual; datos mensuales)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Gráfico 47 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.

bienes de consumo no alimenticio se mantuvo estable en el 0,8% en julio. La tendencia a la baja de la inflación de los bienes de consumo no alimenticio desde principios de año, junto con la contenida evolución de los precios de importación de las materias primas y de los bienes intermedios, sugiere que las presiones latentes sobre el componente de bienes industriales no energéticos del IAPC siguen siendo moderadas.

En cuanto a los resultados de las encuestas de precios industriales, tanto el índice de directores de compras (PMI) como la encuesta de la Comisión Europea registraron ligeras subidas en agosto, la primera subida en cinco meses, aunque se mantuvieron muy por debajo de sus medias históricas. En especial, en la encuesta retrospectiva del índice PMI del sector manufacturero (véase gráfico 47), el índice de precios de bienes intermedios aumentó, pasando de 43,6 en julio a 47,7 en agosto. El índice de precios de producción también subió, aunque de manera más moderada. En ambos casos, los índices siguen estando por debajo del valor de referencia de 50, lo que supone descensos en los precios en comparación con los meses anteriores. Tanto el sector de manufacturas como el sector servicios registraron una evolución similar en los precios de producción, ya que las empresas continuaron impulsando las ventas a través de descuentos. De acuerdo con la encuesta prospectiva de la Comisión Europea, las expectativas de precios de venta aumentaron ligeramente en agosto, especialmente en el caso de los bienes de consumo.

3.3 INDICADORES DE COSTES LABORALES

Los indicadores de costes laborales publicados más recientes muestran nuevos signos de moderación de las presiones salariales en el primer trimestre de 2012 (véanse cuadro 8 y gráfico 48), probablemente

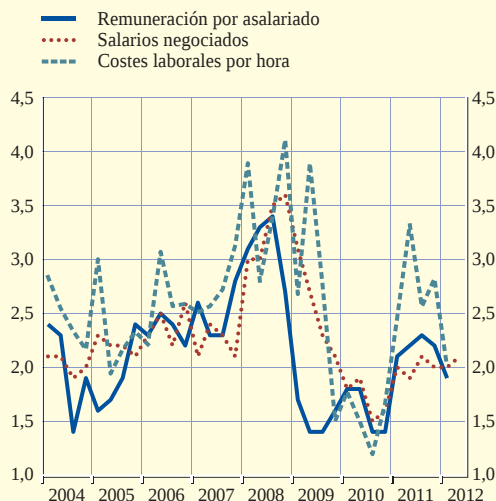
como resultado del debilitamiento de la actividad económica y de la creciente atonía del mercado de trabajo. Esta moderación representa una pequeña desaceleración con respecto al elevado nivel alcanzado en la primera mitad de 2011, como consecuencia de la mejora de las condiciones del mercado de trabajo durante la última recuperación cíclica.

Los salarios negociados en la zona del euro —el único indicador disponible para el segundo trimestre de 2012— crecieron un 2,1 % en el segundo trimestre de 2012, en comparación con el 2 % del trimestre anterior. El indicador de salarios negociados situado a un nivel ligeramente elevado refleja en gran medida la evolución en Alemania.

Al mismo tiempo, otros indicadores de salarios señalaron cierta moderación en las presiones salariales. Los costes laborales por hora de la zona del euro se redujeron hasta situarse en el 2 % en el primer trimestre de 2012, frente al 2,8 % del trimestre anterior. Este descenso fue generalizado en los distintos sectores (véase gráfico 49). Los costes no salariales crecieron al mismo ritmo que el componente de sueldos y salarios. El crecimiento interanual de la remuneración por asalariado fue del 1,9 % en el primer trimestre de 2012, después de situarse en el 2,2 % en el trimestre anterior. Dado que el crecimiento interanual de la productividad del trabajo se redujo más que el de la remuneración por

Gráfico 48 Indicadores de costes laborales

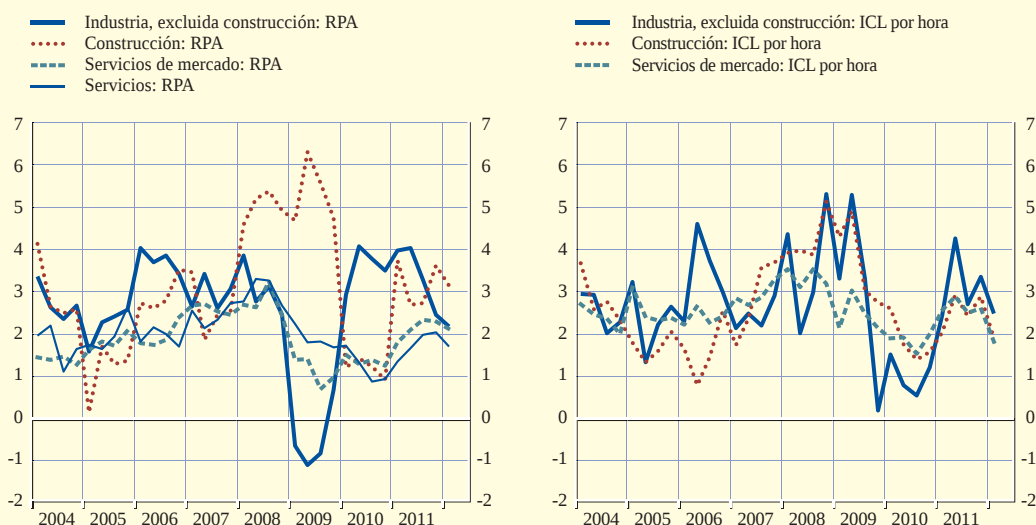
(tasas de variación interanual; datos trimestrales)



Fuentes: Eurostat, datos nacionales y cálculos del BCE.

Gráfico 49 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.

Cuadro 8 Indicadores de costes laborales

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

	2010	2011	2011 II	2011 III	2011 IV	2012 I	2012 II
Salarios negociados	1,7	2,0	1,9	2,1	2,0	2,0	2,1
Costes laborales por hora	1,5	2,8	3,3	2,6	2,8	2,0	.
Remuneración por asalariado	1,7	2,2	2,2	2,3	2,2	1,9	.
<i>Pro memoria:</i>							
Productividad del trabajo	2,6	1,3	1,3	1,1	0,8	0,4	.
Costes laborales unitarios	-0,9	0,9	0,9	1,2	1,4	1,5	.

Fuentes: Eurostat, datos nacionales y cálculos del BCE.

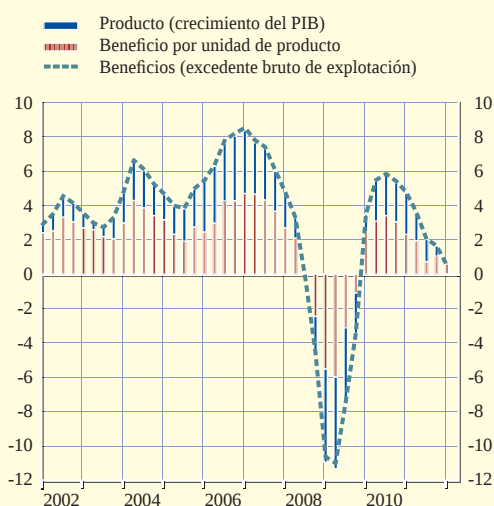
asalariado, el crecimiento interanual de los costes laborales unitarios aumentó hasta el 1,5 % en los tres primeros meses de 2012, frente al 1,4 % del cuarto trimestre de 2011.

3.4 EVOLUCIÓN DE LOS BENEFICIOS EMPRESARIALES

El crecimiento de los beneficios empresariales (medido en términos del excedente bruto de explotación) disminuyó nuevamente en el primer trimestre de 2012, hasta situarse en el 0,6 %, en tasa interanual, después de haber permanecido en torno al 3 %, en promedio, en 2011 (véase gráfico 50). Esta marcada desaceleración del crecimiento de los beneficios empresariales durante 2011 refleja la moderación del crecimiento interanual del PIB y del beneficio por unidad de producto (margen por unidad de producto) relacionada con el notable descenso del crecimiento de la productividad. El nivel de beneficios se mantuvo por debajo del máximo registrado antes de la recesión de 2008-2009, que hizo que los beneficios disminuyeran alrededor del 11 %.

Gráfico 50 Detalle del crecimiento de los beneficios por producto y beneficio por unidad de producto en la zona del euro

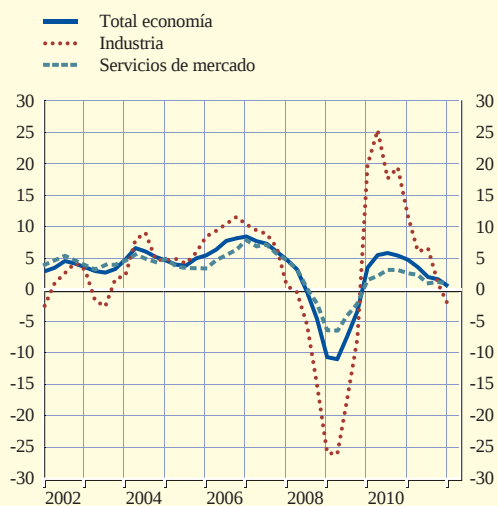
(tasas de variación interanual; datos trimestrales)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Gráfico 51 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 principales sectores económicos, el crecimiento interanual de los beneficios empresariales en el sector de servicios de mercado fue del 0,9% en el primer trimestre de 2012, frente al 1,3% del cuarto trimestre de 2011. En el sector industrial (excluida la construcción), los beneficios cayeron un 1,4% y, por tanto, registraron valores negativos por primera vez desde el cuarto trimestre de 2009 (véase gráfico 51). En tasa intertrimestral, el crecimiento de los beneficios empresariales pasó a ser negativo en el sector de servicios de mercado y disminuyó de nuevo en el sector industrial, aunque menos que en el cuarto trimestre de 2011.

3.5 PERSPECTIVAS DE INFLACIÓN

Según la estimación preliminar de Eurostat, la inflación interanual medida por el IAPC de la zona del euro fue del 2,6% en agosto de 2012, en comparación con el 2,4% del mes anterior. Este aumento se debe principalmente a nuevas subidas de los precios de la energía denominados en euros. Teniendo en cuenta los precios actuales de los futuros sobre el petróleo, las tasas de inflación podrían resultar algo más elevadas de lo esperado hace unos meses, si bien deberían caer hasta situarse de nuevo por debajo del 2% durante el próximo año. A lo largo del horizonte temporal relevante para la política monetaria, en un entorno de crecimiento moderado de la zona del euro y de expectativas de inflación a largo plazo firmemente ancladas, las presiones inflacionistas subyacentes deberían continuar siendo limitadas.

De forma más detallada, las perspectivas de inflación a corto plazo siguen dependiendo, en gran medida, de los precios del petróleo, que descendieron significativamente entre marzo y finales de junio de 2012. Desde entonces, estos precios (tanto al contado como de los futuros) en dólares estadounidenses han vuelto a aumentar, aunque, no obstante, se han mantenido ligeramente por debajo de los niveles alcanzados en marzo y abril. Por el contrario, el descenso general de los precios del petróleo en euros ha sido menor, puesto que el tipo de cambio del euro se depreció frente al dólar estadounidense durante este período. En un futuro próximo, se espera que la inflación de la energía aumente levemente, como consecuencia de la subida de los precios del petróleo en euros, y que empiece a disminuir hacia finales del año. Se espera que la caída sea más pronunciada en 2013, debido a los efectos de base a la baja y al supuesto de que los precios del petróleo incorporados actualmente a los precios de los futuros se reducirán de forma moderada.

Dados los actuales precios de los futuros sobre materias primas alimenticias, es probable que la tasa de crecimiento interanual de los precios de los alimentos haya alcanzado su máximo en la primera parte de 2012, y se espera que se modere, 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), indican que la inflación de los bienes no 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 subidas de los impuestos indirectos.

Del mismo modo, se proyecta 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 de 2012, es posible que las subidas del IVA de algunos países den lugar a un nuevo aumento de la inflación en los servicios.

Los últimos datos sobre los indicadores de costes laborales sugieren 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 las perspectivas de crecimiento y de la persistente atonía del mercado de trabajo. Se espera que el crecimiento de los beneficios empresariales se modere aún más, en consonancia con la evolución moderada de la productividad.

Las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE para la zona del euro de septiembre de 2012 sitúan la inflación interanual medida por el IAPC en un intervalo comprendido entre el 2,4% y el 2,6% en 2012, y entre el 1,3% y el 2,5% en 2013. Los intervalos de las proyecciones para 2012 y 2013 son algo más elevados que los indicados en las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema para la zona del euro de junio de 2012.

Se considera que 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 aumentos de los impuestos indirectos, derivados de la necesidad de consolidación fiscal. Los principales riesgos a la baja están relacionados con el impacto de un crecimiento menor de lo esperado en la zona del euro, en especial como consecuencia de una reintensificación de las tensiones en los mercados financieros, y su efecto sobre los componentes internos de la inflación y los salarios más bajos. Si no se contiene mediante medidas eficaces adoptadas por todos los responsables de la política económica de la zona del euro, dicha intensificación podría afectar al balance de riesgos a la baja.

4 PRODUCTO, DEMANDA Y MERCADO DE TRABAJO

Las estadísticas publicadas recientemente indican que el PIB real de la zona del euro se contrajo un 0,2%, en tasa intertrimestral, en el segundo trimestre de 2012, tras registrar un crecimiento nulo en el trimestre anterior. Los indicadores económicos apuntan a una debilidad sostenida de la actividad económica en lo que resta de 2012, en un entorno de elevada incertidumbre. Más allá del corto plazo se espera que la economía de la zona del euro se recupere solo de manera muy gradual. Se prevé que el necesario proceso de ajuste de los balances en los sectores financiero y no financiero, la existencia de un elevado desempleo y la desigual recuperación a escala mundial sigan frenando la dinámica de crecimiento. Las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE para la zona del euro de septiembre de 2012 prevén que el crecimiento interanual del PIB real se sitúe en un intervalo comprendido entre el -0,6% y el -0,2% en 2012 y entre el -0,4% y el 1,4% en 2013. En comparación con las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema de junio de 2012, los intervalos para 2012 y 2013 se han revisado a la baja. Se considera que los riesgos en torno a las perspectivas económicas de la zona del euro son a la baja.

4.1 PIB REAL Y COMPONENTES DE LA DEMANDA

El PIB real se contrajo un 0,2% en el segundo trimestre de 2012, tras el estancamiento observado en el mes anterior (véase gráfico 52). El sostenido impulso positivo del comercio exterior se vio contrarrestado por la evolución negativa de la demanda interna y de la variación de existencias. La caída del producto en el segundo trimestre fue acorde a la evolución de los indicadores a corto plazo, sobre todo de los indicadores de opinión. La continua y persistente debilidad de la actividad económica, que se inició en la primavera de 2011, refleja en gran medida la fragilidad de la demanda interna, que contrarresta con creces las contribuciones positivas de la demanda exterior neta al crecimiento. El consumo privado sigue estando retraído debido al adverso impacto conjunto sobre la renta real disponible de los elevados precios del petróleo, del endurecimiento de la orientación de la política fiscal, de la reducida confianza de los consumidores y de un creciente desempleo. El bajo nivel de confianza empresarial y las adversas condiciones de concesión de crédito en algunos países también han dado lugar a una reducción de la inversión privada.

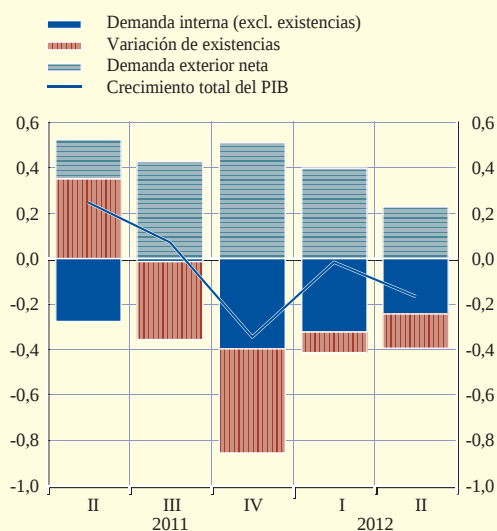
De cara al futuro, se espera que la actividad económica real continúe siendo débil en el segundo trimestre de 2012, como consecuencia del efecto moderador a corto plazo sobre la demanda interna de las medidas adicionales de consolidación fiscal, de los elevados precios de las materias primas, de la debilidad del clima económico y de la elevada incertidumbre (véase también recuadro 7).

CONSUMO PRIVADO

El consumo privado se contrajo un 0,2% en el primer y segundo trimestre de 2012. Así pues, el consumo ha seguido alejándose del máximo alcanzado antes de la recesión en el primer trimestre de 2008.

Gráfico 52 Crecimiento del PIB real y contribuciones

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



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

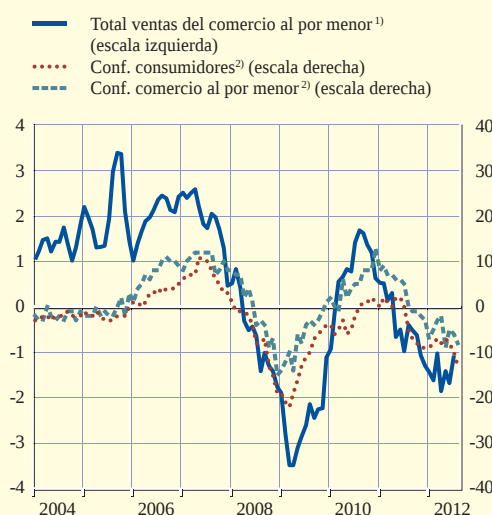
Es probable que el resultado para el segundo trimestre de 2012 se deba a la reducción del consumo de bienes al por menor y al retroceso de las compras de automóviles, que se vieron compensadas, en parte, por una modesta contribución positiva del consumo de servicios. La información reciente derivada de los indicadores de corto plazo y de la encuestas apunta al mantenimiento de la debilidad del gasto en consumo en el futuro próximo.

La falta de dinamismo del consumo refleja, en gran medida, la evolución de la renta real disponible, que es uno de los principales determinantes de las tendencias del gasto en consumo. El crecimiento de la renta real agregada disminuyó durante 2011, en un contexto de un menor crecimiento del empleo, y se ralentizó aún más como consecuencia del aumento de la inflación. La renta real de los hogares se redujo, en tasa interanual, en el primer trimestre de 2012 por tercer trimestre consecutivo. Como el crecimiento de la renta nominal y el crecimiento del consumo fueron aproximadamente iguales, la tasa de ahorro de los hogares se estabilizó en niveles reducidos en el primer trimestre.

Por lo que respecta a la dinámica a corto plazo en el tercer trimestre de 2012, tanto los indicadores cuantitativos como los cualitativos apuntan al mantenimiento de la debilidad del gasto en consumo. En julio, las ventas del comercio al por menor se redujeron un 0,2 % en relación con el mes anterior, situándose, sin embargo, un 0,2 % por encima del nivel medio registrado en el segundo trimestre de 2012. No obstante, el índice de directores de compras (PMI) del comercio al por menor pasó de 46,4 en julio a 44,4 en agosto, continuando la caída por debajo del umbral teórico de expansión de 50. Según las encuestas de la Comisión Europea, en promedio, la confianza del comercio al por menor durante estos dos meses se mantuvo prácticamente sin cambios con respecto al segundo trimestre de 2012, pero por debajo de su media a largo plazo. Es probable que las matriculaciones de automóviles de la zona del euro, que cayeron un 0,5 %, en tasa intertrimestral, en el segundo trimestre, mantengan su debilidad. Por ejemplo, el indicador de grandes compras esperadas de la Comisión Europea permaneció básicamente inalterado entre julio y agosto de 2012 en un nivel históricamente bajo, lo que apunta, por lo tanto, a una continuada falta de dinamismo del consumo de bienes duraderos. Por último, el índice general de confianza de los consumidores se deterioró de forma acusada en agosto. El índice, que mostraba señales de estabilización en el primer semestre del año, ha empeorado ahora por tercer mes consecutivo, situándose en un nivel que no se había observado desde mediados de 2009 (véase gráfico 53).

Gráfico 53 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.

INVERSIÓN

La contracción de la formación bruta de capital fijo que se inició en el segundo trimestre de 2011 ha continuado. La inversión intertrimestral cayó un 0,8 % en el segundo trimestre de 2012. De cara al futuro, se prevé que tanto la inversión excluida la construcción como la inversión en construcción sigan contrayéndose hasta finales de año, en línea con la debilidad de la actividad económica general.

La desagregación completa de la formación de capital correspondiente al segundo trimestre de 2012 no estaba disponible en el momento en que se terminó de redactar este Boletín Mensual. Los indicadores de coyuntura sugieren que la inversión, excluida la construcción, —que representa la mitad de la inversión total—, siguió contrayéndose en consonancia con la contenida evolución de los beneficios y de la economía en general, así como con la elevada incertidumbre. La producción de bienes de equipo disminuyó y el PMI de las manufacturas continuó cayendo en el segundo trimestre de 2012. Los datos disponibles para los distintos países también apuntan a una caída o a un estancamiento de la inversión. Además, es probable que la inversión en construcción residencial y no residencial haya retrocedido en el segundo trimestre de 2012, como sugiere el nuevo descenso de la producción de la construcción, el empeoramiento de la confianza y el deterioro de los mercados de la vivienda, así como las condiciones de financiación generalmente restrictivas.

Los pocos indicadores adelantados disponibles para el tercer trimestre de 2012 señalan una continua caída de la formación de capital, excluida la construcción, en la zona del euro, aunque de menor magnitud que en el segundo trimestre. La disponibilidad de financiación continúa siendo limitada y sigue frenando la formación de capital productivo. Los indicadores de opinión, tales como el PMI de las manufacturas y su componente de nuevos pedidos, sugieren que, en general, la confianza industrial se mantuvo en julio y agosto de 2012 en un nivel asociado a una nueva contracción en el sector. Además, se observó un nuevo descenso en la tasa de utilización de la capacidad productiva. Es también probable que la inversión en construcción disminuya adicionalmente en el tercer trimestre, como sugieren los datos procedentes de las encuestas.

CONSUMO PÚBLICO

Últimamente, el crecimiento del consumo público ha sido moderado, como consecuencia de los esfuerzos de consolidación fiscal desplegados en varios países. Tras un ligero aumento en el primer trimestre de 2012, el consumo público en términos reales se incrementó marginalmente en el segundo trimestre de 2012.

Si se consideran los componentes individuales, el crecimiento de la remuneración de los empleados públicos, que supone casi la mitad del consumo público total, se ha visto contenido por la moderada evolución de los salarios, por lo que ha contribuido poco al crecimiento del consumo público total en términos nominales. El gasto en consumo público intermedio (que absorbe ligeramente menos de un cuarto del total) ha venido disminuyendo. El crecimiento de las transferencias sociales en especie, que también representa casi un cuarto del consumo público, aumentó 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 fiscal que es necesario acometer en varios países de la zona del euro.

EXISTENCIAS

En el segundo semestre de 2011 y en el primero de 2012, las contribuciones de las existencias al crecimiento fueron significativamente negativas, ascendiendo en total a -1 punto porcentual del PIB. Se prevé que la contribución de las existencias se mantenga próxima a cero en lo que resta de año, pues parece que, a mediados de 2012, las existencias ya se habían ajustado en gran medida a la desaceleración económica, mediante una acusada reducción del ritmo de reposición de existencias con respecto al máximo registrado a principios de 2011, que incluso se convirtió en desacumulación en el último trimestre de 2011 (véase gráfico 54). En la coyuntura actual, los niveles de existencias tan bajos observados

a lo largo de toda la cadena de producción, que son consecuencia de la pronunciada caída de las existencias registrada durante la profunda recesión de 2008 y 2009 y de la limitada reposición que se observó durante la recuperación, reducen el margen para una fuerte desacumulación de existencias, es decir, la desacumulación debería ser más débil que la que se produjo después de la quiebra de Lehman Brothers.

En el contexto de los sustanciales aumentos netos observados en las existencias a mediados de 2011 (0,8% del PIB en el segundo trimestre de 2011), en parte voluntarios para reponer los niveles excesivamente reducidos de existencias y, en parte involuntarios como resultado de la desaceleración de la demanda, el marcado deterioro de las perspectivas de negocio y el nuevo endurecimiento de las condiciones de financiación en algunos países en el verano de 2011 llevaron a las empresas a volver a valorar, en unos pocos meses, la configuración de sus existencias. Según las encuestas de opinión de la Comisión Europea, se consideró que los niveles de existencias de productos terminados en las manufacturas y en el comercio al por menor, que se habían juzgado reducidos a comienzos de 2011, habían vuelto a situarse próximos a niveles históricos en el otoño de ese año. Las encuestas PMI también señalaron una aceleración de la desacumulación de existencias o una desaceleración de su reposición.

Esta evolución se reflejó en las significativas contribuciones negativas de las existencias al crecimiento, que se cifraron en torno a -0,4 puntos porcentuales tanto en el tercer como en el cuarto trimestre de 2011 y en -0,2 puntos porcentuales adicionales que se acumularon en los dos primeros trimestres de 2012, lo que invirtió la secuencia de contribuciones principalmente positivas que se habían observado en los ocho trimestres anteriores, y que habían ascendido a un total de 1,4 puntos porcentuales, es decir, más de un tercio del aumento total del PIB en ese período.

Como la desacumulación de existencias empezó a ser significativa a principios de 2012 (a un ritmo próximo a 5 mm de euros al trimestre en el último trimestre de 2011 y en los dos primeros trimestres de 2012 en términos de valor, es decir, el 0,2% del PIB), las contribuciones de las existencias al crecimiento pueden situarse alrededor de cero en el corto plazo. La evidencia más reciente procedente de las encuestas (tanto de la Comisión Europea como del PMI) hasta agosto de 2012 señala una estabilización del ritmo de desacumulación en el verano de 2012, lo que sugiere que es posible que el proceso de ajuste de las existencias que era necesario acometer ya se ha producido.

COMERCIO EXTERIOR

En un contexto de desaceleración de la actividad económica en la zona del euro y en la economía mundial, el comercio de la zona demostró ser bastante resistente en el segundo trimestre de 2012. Las exportaciones de bienes y servicios aumentaron un 1,3%, en tasa intertrimestral, mientras que las importaciones

Gráfico 54 Variación de existencias en la zona del euro según las cuentas nacionales y el PMI

(índice de difusión; mm de euros)



Fuentes: Markit, Eurostat y cálculos del BCE.

Nota: Cuentas nacionales: variación de existencias, en términos nominales. PMI: media de las existencias de bienes intermedios y de productos terminados en las manufacturas y de las del comercio minorista.

registraron una tasa de crecimiento intertrimestral del 0,9% (véase gráfico 55). Esta evolución tuvo como consecuencia una contribución positiva de 0,2 puntos porcentuales del comercio exterior neto al crecimiento del PIB de la zona del euro. Los exportadores se beneficiaron de las recientes ganancias en competitividad vía precios y de la solidez de la demanda de las economías ricas en materias primas, especialmente, América Latina y Oriente Medio.

Desde una perspectiva de largo plazo, los rasgos principales que han caracterizado el comercio de la zona del euro desde mediados de 2010 permanecen intactos. Durante este período, el comercio exterior ha respaldado sistemáticamente el crecimiento del PIB de la zona del euro, ya que las exportaciones han superado a las importaciones. Lo anterior ha sido consecuencia, fundamentalmente, del diferencial de crecimiento entre la zona del euro y sus principales socios comerciales y la depreciación efectiva real de la zona del euro durante este período. En comparación, entre 1999 y mediados de 2010, las importaciones y las exportaciones crecieron a un ritmo muy similar y la contribución del comercio exterior neto al crecimiento del PIB fue, en promedio, neutral.

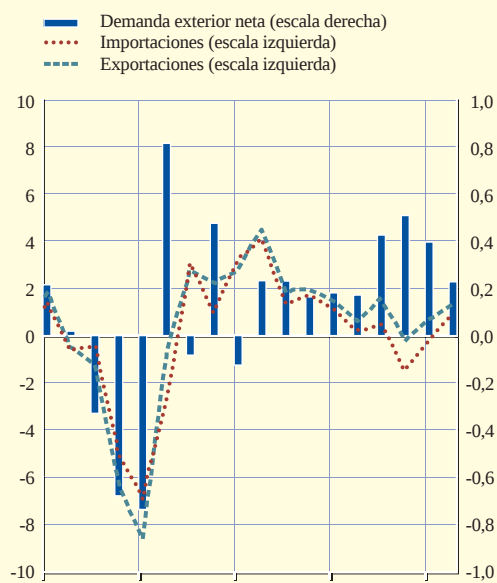
Las perspectivas a corto plazo del comercio de la zona del euro están sujetas a una elevada incertidumbre, que también se refleja en los indicadores de opinión disponibles. Los niveles de las carteras de pedidos exteriores, tal y como señala la Comisión Europea, se deterioraron significativamente hasta julio, antes de aumentar en agosto. Por el contrario, el PMI de nuevos pedidos exteriores ha mostrado señales más claras de estabilización en niveles reducidos en los últimos meses, tras el acusado deterioro observado en abril y en mayo. En general, el reducido nivel de estos indicadores apunta a unas perspectivas a corto plazo bastante débiles para las exportaciones de la zona del euro. Pese a ello, se espera que la recuperación gradual —pero frágil— de la economía mundial y el aumento de la competitividad vía precios estimulen el crecimiento de las exportaciones. Las perspectivas a corto plazo de las importaciones continúan estando contenidas, debido a la debilidad del dinamismo subyacente del crecimiento en la zona del euro y a los efectos negativos (retardados) de la reciente depreciación del euro. Ello dará lugar a que la contribución del comercio exterior neto al crecimiento del PIB sea ligeramente positiva en la segunda parte de 2012.

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 segundo trimestre de 2012 por tercer trimestre consecutivo, confirmando con ello la inversión de la tendencia al alza que se había observado desde el final de la recesión en el segundo trimestre de 2009.

Gráfico 55 Contribución de las importaciones y exportaciones reales y de la demanda exterior neta al crecimiento del PIB

(tasas de variación intertrimestral; puntos porcentuales)



Fuentes: Eurostat y BCE.

Se han observado marcadas diferencias entre los sectores desde que terminó la recesión. En el segundo trimestre de 2012, el valor añadido de la industria (excluida la construcción) seguía situándose casi un 7 % por debajo del máximo anterior a la recesión. Por el contrario, el valor añadido de los servicios se acercaba al máximo previo a la recesión. El valor añadido de la construcción continuó descendiendo, hasta situarse en el segundo trimestre de 2012 un 17 % por debajo de los niveles registrados antes de la recesión. Los indicadores de corto plazo apuntan a una nueva desaceleración en el tercer trimestre de 2012.

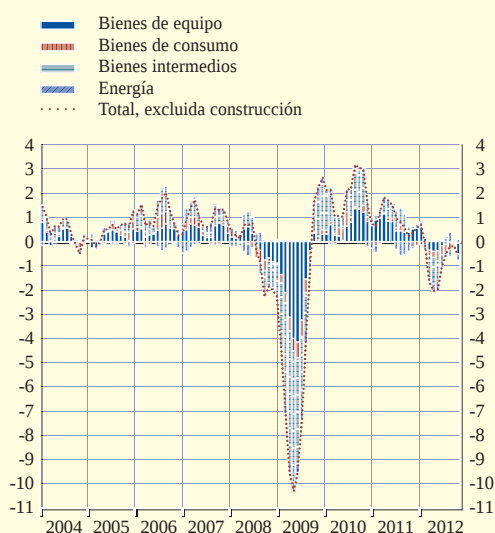
INDUSTRIA (EXCLUIDA LA CONSTRUCCIÓN)

El valor añadido de la industria, excluida la construcción, se redujo un 0,3 %, en tasa intertrimestral, en el segundo trimestre de 2012, frente al ligero incremento observado en el primer trimestre de 2012. Básicamente en línea con la evolución del valor añadido de la industria, la producción siguió disminuyendo por tercer trimestre consecutivo (véase gráfico 56). La contracción fue prácticamente generalizada en las principales ramas de actividad, registrándose las mayores caídas en los bienes de equipo. Los datos de las encuestas de opinión de la Comisión Europea indican que el debilitamiento de la demanda y el empeoramiento de la situación financiera siguieron teniendo un impacto negativo sobre la producción en el período de tres meses transcurrido hasta julio.

De cara al futuro, los indicadores de corto plazo sugieren que es probable que la debilidad de la actividad en el sector industrial persista en el tercer trimestre de 2012. El indicador de confianza industrial de la Comisión Europea siguió descendiendo en agosto (véase gráfico 57), debido principalmente a una valoración más negativa de las expectativas de producción y de las carteras de pedidos. La producción pasada también se valoró de forma más negativa. En los dos primeros meses del tercer trimestre de 2012, el índice

Gráfico 56 Crecimiento de la producción industrial y contribuciones

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

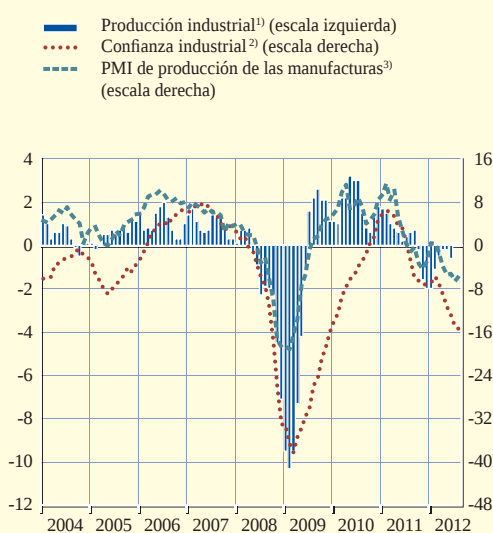


Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

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

Gráfico 57 Producción industrial, confianza industrial y PMI de producción de las manufacturas

(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) PMI; desviaciones con respecto al valor 50.

PMI de producción de las manufacturas fue inferior al del primer trimestre y se mantuvo por debajo del umbral teórico de expansión de 50, indicando una reducción adicional de la producción industrial. Las encuestas de la Comisión Europea y de Markit señalaron un empeoramiento en la valoración de las carteras de pedidos y de los nuevos pedidos por parte de las empresas en los dos primeros meses del tercer trimestre de 2012. En ambos meses, las carteras de pedidos se situaron por debajo de su media de largo plazo.

CONSTRUCCIÓN

El valor añadido de la construcción mostró un crecimiento negativo en el segundo trimestre de 2012. Sin tener en cuenta la reciente volatilidad causada por las adversas condiciones meteorológicas en algunas partes de la zona del euro, las tasas de crecimiento negativas del valor añadido se han moderado en los últimos trimestres, aunque el dinamismo subyacente del crecimiento ha seguido siendo débil.

Los indicadores adelantados de corto plazo disponibles apuntan a una contracción adicional de la actividad constructora en el tercer trimestre, lo que confirma la fragilidad de este sector. Por ejemplo, en el primer semestre de 2012 el número de visados de obra nueva concedidos en la zona del euro se situó significativamente por debajo de su media de largo plazo. Si se compara con el segundo trimestre de 2012, el PMI de la construcción y el PMI de nuevos pedidos se redujeron en julio y se mantuvieron muy por debajo del umbral de 50, señalando con ello una contracción de la actividad. El indicador de confianza de la construcción de la Comisión Europea descendió en los dos primeros meses del tercer trimestre, hasta registrar el nivel más bajo en tres años.

SERVICIOS

El valor añadido de los servicios mostró un crecimiento nulo en el segundo trimestre de 2012 por tercer trimestre consecutivo. Entre el tercer trimestre de 2009 y el segundo trimestre de 2012 (es decir, tras el final de la recesión), el crecimiento medio intertrimestral de los servicios fue del 0,2%.

De cara al futuro, las encuestas señalan el mantenimiento de la débil evolución en el sector servicios en el tercer trimestre de 2012. El nivel medio del índice PMI de producción de los servicios en julio y agosto se situó ligeramente por encima del correspondiente al segundo trimestre, pero sigue estando muy por debajo del umbral teórico de expansión de 50. La encuesta de la Comisión Europea sobre la confianza de los servicios presenta una evolución algo más negativa.

4.3 MERCADO DE TRABAJO

La situación de los mercados de trabajo de la zona del euro ha seguido deteriorándose en los últimos trimestres, debido al bajo nivel de actividad económica. El empleo continúa contrayéndose, mientras que la tasa de paro ha registrado nuevos aumentos, hasta situarse en niveles históricamente elevados, como consecuencia de los ajustes que se están llevando a cabo actualmente en varios países de la zona del euro. Los indicadores adelantados, como las encuestas, han empeorado aún más en los últimos meses.

Pese al deterioro adicional de los mercados de trabajo, el total de horas trabajadas experimentó un ligero aumento, del 1%, en el primer trimestre de 2012, tras el descenso observado en el cuarto trimestre de 2011. A nivel sectorial, las horas trabajadas se incrementaron en el sector servicios y en la industria (excluida la construcción), y siguieron disminuyendo en la construcción.

El empleo registrado se redujo en el primer trimestre de 2012 por tercer trimestre consecutivo. Las pérdidas de empleo fueron particularmente acusadas en la construcción, que registró un caída del 1,3%,

Cuadro 9 Crecimiento del empleo

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

	Personas					Horas				
	Tasas interanuales		Tasas intertrimestrales			Tasas interanuales		Tasas intertrimestrales		
	2010	2011	2011 III	2011 IV	2012 I	2010	2011	2011 III	2011 IV	2012 I
Total de la economía	-0,6	0,1	-0,2	-0,2	-0,2	0,1	0,1	0,1	-0,5	0,1
Del cual:										
Agricultura y pesca	-1,2	-2,4	-0,5	-0,7	-0,3	-0,4	-1,6	-0,4	-0,4	-0,3
Industria	-3,4	-1,3	-0,5	-0,6	-0,5	-1,7	-0,9	0,0	-1,2	0,1
Excluida construcción	-3,1	-0,1	0,1	-0,3	-0,2	-0,6	0,5	0,5	-0,6	0,5
Construcción	-3,8	-3,9	-1,6	-1,5	-1,3	-3,8	-3,7	-1,0	-2,5	-0,8
Servicios	0,4	0,7	-0,1	-0,1	-0,1	0,7	0,6	0,2	-0,2	0,1
Comercio y transporte	-0,7	0,5	-0,1	-0,5	-0,2	-0,3	0,2	0,3	-0,8	-0,1
Información y comunicaciones	-1,2	1,4	-0,5	0,3	1,0	-0,6	1,1	0,2	-0,2	1,7
Actividades financieras y de seguros	-1,0	-0,1	0,1	0,0	-0,2	-0,4	0,4	0,3	-0,4	0,2
Actividades inmobiliarias	-1,0	2,3	-0,8	2,0	-0,8	0,2	1,9	0,6	0,8	-1,8
Actividades profesionales	2,0	2,5	-0,3	0,3	-0,7	2,5	2,9	0,0	0,4	-0,5
Administración pública	1,0	0,1	0,1	-0,1	0,0	1,2	0,1	0,1	0,1	0,6
Otros servicios ¹⁾	0,8	-0,2	0,0	0,1	0,6	0,6	-0,5	0,7	0,0	0,6

Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

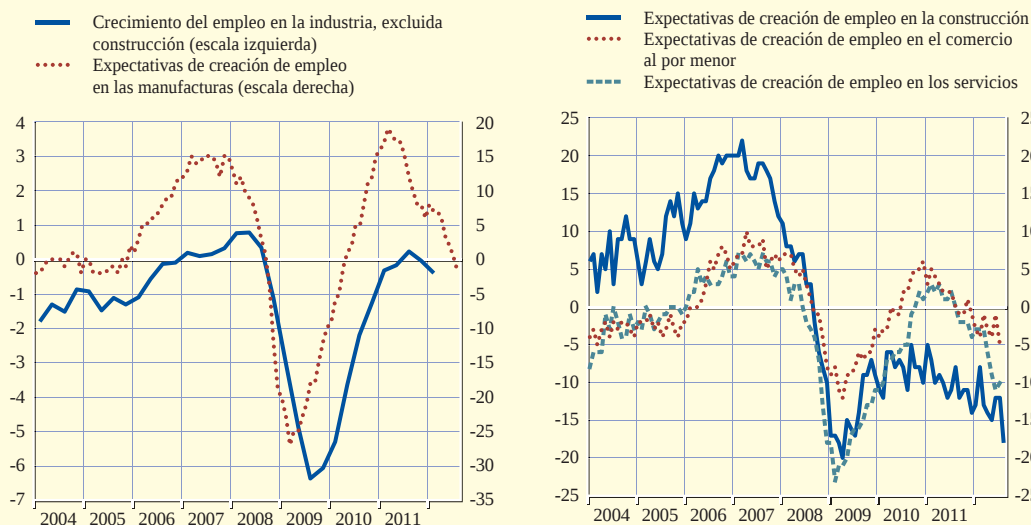
1) También incluye servicios de los hogares y actividades artísticas y de organizaciones extraterritoriales.

en tasa intertrimestral. El empleo total en la industria (excluida la construcción) y en los servicios se contrajo menos, un 0,2% y un 0,1%, respectivamente, viéndose impulsado el sector servicios por un fuerte crecimiento del empleo en el subsector de información y comunicaciones (véase cuadro 9).

Las encuestas sugieren que es probable que la creación de empleo se haya deteriorado más aún en el segundo trimestre y a comienzos del segundo semestre de 2012, debido, principalmente, a la falta de

Gráfico 58 Crecimiento del empleo y expectativas de creación de empleo

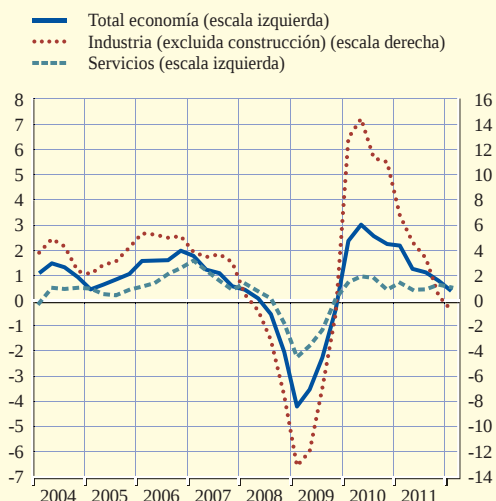
(tasas de variación interanual; saldos netos; datos desestacionalizados)



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

Gráfico 59 Productividad del trabajo por persona ocupada

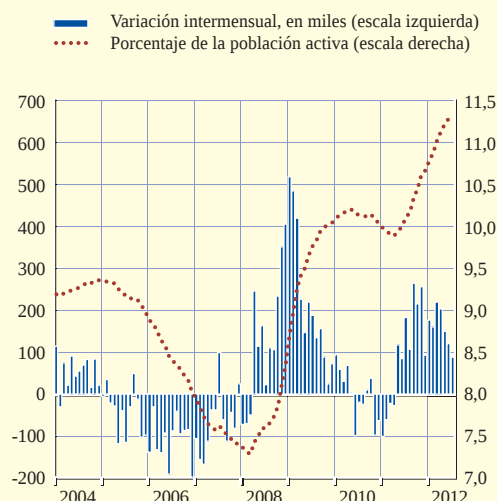
(tasas de variación interanual)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Gráfico 60 Desempleo

(datos mensuales desestacionalizados)



Fuente: Eurostat.

dinamismo de la actividad económica en la zona del euro. En concreto, el PMI compuesto de la zona relativo a las expectativas de creación de empleo (que comprende tanto las manufacturas como los servicios) se mantuvo por debajo del umbral de expansión en el segundo trimestre de 2012 y en los dos primeros meses del tercer trimestre. Las encuestas de opinión de la Comisión Europea muestran expectativas similares (véase gráfico 58).

El crecimiento interanual de la productividad del trabajo por persona ocupada se redujo de forma acusada, hasta el 0,4%, en el primer trimestre de 2012, desde el 0,8% registrado en el cuarto trimestre de 2011 (véase gráfico 59). En el crecimiento de la productividad por hora trabajada se observó un descenso menos pronunciado, del 0,8% del último trimestre de 2011 hasta el 0,7% del primer trimestre de 2012. Se espera que el crecimiento de la productividad siga disminuyendo en el corto plazo en un contexto de debilidad de la actividad económica.

La tasa de desempleo ha seguido creciendo y, en julio de 2012, se situaba en el 11,3%, la tasa más alta registrada desde el inicio de la serie en 1995. La última cifra representa una subida de la tasa de paro de 1,5 puntos porcentuales desde abril de 2011, cuando el desempleo comenzó a aumentar nuevamente (véase gráfico 60). La dinámica de las pérdidas de empleo y los malos resultados de las encuestas apuntan a un aumento adicional del paro en el corto plazo.

4.4 PERSPECTIVAS DE LA ACTIVIDAD ECONÓMICA

Los indicadores económicos apuntan a una debilidad sostenida de la actividad económica en lo que resta de 2012, en un entorno de elevada incertidumbre. Más allá del corto plazo, se espera que la economía de la zona del euro solo se recupere de forma muy gradual. Se prevé que el necesario proceso de ajuste de los balances en los sectores financiero y no financiero, la existencia de un elevado desempleo

y la desigual recuperación a escala mundial sigan frenando la dinámica de crecimiento. Las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE para la zona del euro de septiembre de 2012 prevén que el crecimiento interanual del PIB real se sitúe en un intervalo comprendido entre el -0,6% y el -0,2% en 2012 y entre el -0,4% y el 1,4% en 2013. En comparación con las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema de junio de 2012, los intervalos para 2012 y 2013 se han revisado a la baja (véase recuadro 7).

Se considera que los riesgos en torno a las perspectivas económicas de la zona del euro son a la baja. Estos riesgos están relacionados, en particular, con las tensiones en varios mercados financieros de la zona del euro y el posible contagio a la economía real de la zona. Todos los responsables de la política económica de la zona deberían adoptar medidas eficaces para contener los riesgos mencionados.

Recuadro 7

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

Las actuales perspectivas económicas son muy inciertas, puesto que dependen en gran medida de las futuras decisiones de índole política y de la reacción de los agentes del sector privado y de los mercados financieros ante tales decisiones. En este contexto, sobre la base de la información disponible hasta el 24 de agosto de 2012, los expertos del BCE han elaborado una serie de proyecciones sobre la evolución macroeconómica de la zona del euro¹. De acuerdo con estas proyecciones, el crecimiento medio anual del PIB real se situará en un intervalo comprendido entre el -0,6% y el -0,2% en 2012, y entre el -0,4% y el 1,4% en 2013. La inflación se situará entre el 2,4% y el 2,6% en 2012, y entre el 1,3% y el 2,5% en 2013.

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

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

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 0,6% en 2012 y del 0,3% en 2013. Las expectativas de los mercados sobre el rendimiento nominal de la deuda pública a diez años de la zona del euro implican un nivel medio del 4,0% en 2012 y del 4,2% en 2013. Como reflejo de la trayectoria de los tipos de interés de mercado futuros y de la transmisión gradual de las variaciones de los tipos de interés de mercado a los tipos de interés aplicados a los préstamos, se espera que los tipos de interés medios aplicados por las entidades a los préstamos a corto y a largo plazo concedidos al sector privado no financiero de la zona del euro toquen

1 Las proyecciones macroeconómicas de los expertos del BCE complementan las proyecciones macroeconómicas del Eurosistema, que elaboran conjuntamente los expertos del BCE y los de los bancos centrales nacionales de la zona del euro con periodicidad semestral. Las técnicas utilizadas son coherentes con las de las proyecciones del Eurosistema, descritas en la publicación titulada «A guide to Eurosystem staff macroeconomic projection exercises» (BCE, junio de 2001), que puede consultarse en la dirección del BCE en Internet. Para expresar el grado de incertidumbre que rodea las proyecciones, se presentan, para cada variable, intervalos basados en las diferencias entre las cifras observadas y las proyecciones elaboradas en los últimos años. La 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.

fondo, y que los tipos a largo plazo alcancen un mínimo a mediados de 2012, y los tipos a corto plazo, hacia finales de 2012. Se prevé que las condiciones de oferta de crédito afectarán negativamente a la actividad económica de la zona del euro en 2012 y 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 111,7 dólares estadounidenses en 2012 y en 107,3 en 2013. Se estima que los precios de las materias primas no energéticas en dólares estadounidenses² descenderán en un 8,3 % en 2012 y en un 0,3 % 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 1,26 en 2012 y en 1,23 en 2013. El tipo de cambio efectivo del euro se depreciará en un 6,3 % en 2012 y en un 2,1 % en 2013.

Los supuestos relativos a la política fiscal se basan en las medidas que ya hayan sido aprobadas por los Parlamentos nacionales o que hayan sido concretadas con suficiente detalle por los Gobiernos y cuya aprobación sea probable tras su tramitación legislativa. Para 2012, se prevé la aplicación de importantes medidas de consolidación, entre las que se incluyen subidas de impuestos en varios países, mientras que, en 2013, las medidas serán de menor entidad y estarán más concentradas en el lado del gasto.

Supuestos relativos al entorno internacional

El PIB real mundial (excluida la zona del euro) repuntará desde el 3,8 % registrado en 2012 hasta el 4,0 % en 2013. Aunque los datos recientemente publicados relativos al crecimiento del PIB real en el segundo trimestre de 2012 han confirmado una moderación bastante sincronizada del impulso del crecimiento mundial, se prevé que en el segundo semestre de 2012 se inicie una recuperación gradual de dicho crecimiento, respaldada por la mejora de las condiciones de financiación, en un entorno de orientación acomodaticia de las políticas monetarias. No obstante, se espera que el ritmo de crecimiento de las principales economías avanzadas se vea frenado por la debilidad de los mercados de trabajo y de la vivienda de esos países, además de por la necesidad de proseguir el saneamiento de 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 a la actividad económica mundial. Se proyecta que el crecimiento de la demanda externa de la zona del euro se sitúe en el 4,2 % en 2012 y en el 5,8 % en 2013.

Proyecciones referentes al crecimiento del PIB real

El PIB real descendió en un 0,2 % en el segundo trimestre de 2012, tras el estancamiento experimentado en el trimestre anterior. La debilidad actual de la actividad, que persiste desde que comenzó en la primavera de 2011, refleja en gran medida la fragilidad de la demanda interna, cuya contribución negativa al crecimiento del PIB compensa con creces las contribuciones positivas externas. De

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

acuerdo con las proyecciones, en el segundo semestre de 2012, el PIB real descenderá ligeramente, debido al efecto adverso de los altos precios de las materias primas, el endurecimiento de la orientación de las políticas fiscales, el bajo nivel de la confianza empresarial y de los consumidores y las restrictivas condiciones de oferta de crédito sobre la actividad en algunos países. Respecto al futuro, se espera que el crecimiento del PIB real recobre impulso durante 2013. En un principio, una mejora del entorno exterior y de la competitividad respaldará las exportaciones. También es probable que la recuperación se vea apoyada por el impacto favorable del muy bajo nivel de los tipos de interés a corto plazo sobre la demanda privada y por los efectos del descenso previsto de los precios de la energía y de los alimentos sobre la renta real disponible. Asimismo, las medidas adoptadas para restablecer el funcionamiento del sistema financiero deberían también impulsar la demanda interna. No obstante, es probable que la actual reestructuración de los balances y las desfavorables condiciones de financiación de algunos países de la zona del euro sigan frenando la recuperación proyectada en el horizonte temporal contemplado en las proyecciones. En conjunto, se espera que la recuperación prevista sea poco intensa, en términos de patrones históricos, y que ello se traduzca en una brecha de producción negativa durante la totalidad del período considerado por las proyecciones. Se estima que la tasa de crecimiento anual del PIB real de la zona del euro se situará entre el $-0,6\%$ y el $-0,2\%$ en 2012 y entre el $-0,4\%$ y el $1,4\%$ en 2013.

En cuanto a los distintos componentes de la demanda, el ritmo de crecimiento de las exportaciones a países no pertenecientes a la zona del euro cobrará impulso en el segundo semestre de 2012 y posteriormente repuntará, debido al fortalecimiento gradual de la demanda exterior de la zona del euro y a los efectos de los aumentos de la competitividad de los precios de exportación. La inversión empresarial descenderá durante el resto de 2012, como consecuencia de la elevada incertidumbre y la debilidad de la confianza, así como de las restrictivas condiciones de oferta de crédito vigentes en algunos países. Se estima que en 2013 volverá a repuntar, impulsada por el fortalecimiento de la demanda interna y externa, el nivel muy bajo de los tipos de interés, las expectativas de que descendan las presiones sobre los costes y la mejora de los márgenes. Se espera que la inversión residencial descienda a corto plazo, y que experimente una ligera recuperación a partir de finales de 2012. La necesidad de nuevos ajustes para corregir los excesos pasados en el mercado de la vivienda de algunos países continuará afectando a la inversión residencial. Con todo, estos efectos adversos deberían verse compensados, si bien solo 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 está sustancialmente respaldada por los tipos de interés hipotecarios históricamente bajos. La inversión pública descenderá asimismo durante el horizonte temporal de las proyecciones, como consecuencia de los programas de consolidación fiscal adoptados en varios países de la zona del euro.

Se estima que el consumo privado descenderá en el curso de 2012, como reflejo del descenso de la renta real disponible, debido a una bajada del empleo y de la remuneración real por asalariado, de las medidas de consolidación presupuestaria y de la debilidad de las rentas no salariales. Una reducción de la tasa de ahorro, debida a que los hogares tratan de repartir su consumo en el tiempo, debería compensar en parte el descenso de la renta real disponible. No obstante, se espera que la caída de la tasa de ahorro se vea moderada por el aumento persistente de la tasa de desempleo y la debilidad de la confianza de los consumidores, que probablemente incrementen el nivel de ahorro por motivos de precaución. De acuerdo con las proyecciones, el consumo privado experimentará un incremento moderado en 2013, como consecuencia de la recuperación de la renta real disponible, a medida que desaparezca gradualmente el efecto adverso de los factores mencionados anteriormente y que una

Cuadro A Proyecciones macroeconómicas para la zona del euro

(tasas medias de variación anuales) ¹⁾

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

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

relajación de las presiones de los precios de las materias primas beneficie las rentas reales. El consumo público descenderá en 2012 y 2013, como consecuencia de los esfuerzos de consolidación fiscal.

Tras el descenso registrado en el primer semestre de 2012, las importaciones provenientes de fuera de la zona del euro volverán a incrementarse en el segundo semestre del año y posteriormente reobrarán su impulso, aunque seguirán viéndose afectadas por la debilidad de la demanda total. Como consecuencia del mayor 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 contemplado por las proyecciones. La balanza por cuenta corriente, que estaba equilibrada en 2011, registrará un mayor superávit en el horizonte temporal de las proyecciones, debido a un aumento del superávit comercial.

Proyecciones sobre precios y costes

La tasa de inflación, que en agosto se situó en el 2,6%, se mantendrá por encima del 2% durante 2012, debido a los elevados precios de la energía, a la depreciación del euro y a la subida de los impuestos indirectos en algunos países, y se espera que en 2012 se sitúe, en promedio, entre el 2,4% y el 2,6%. En 2013, se estima que la tasa de inflación descenderá hasta situarse entre el 1,3% y el 2,5%, debido principalmente al sustancial descenso previsto de los precios de la energía durante el horizonte temporal de las proyecciones, como consecuencia del supuesto de que los precios del petróleo descenderán gradualmente. También se espera que los precios de los alimentos desciendan en 2013. La inflación medida por el IAPC excluidos los alimentos y la energía se mantendrá generalmente estable durante el horizonte temporal de las proyecciones. Las presiones al alza relacionadas con la reciente depreciación del euro y los incrementos de los impuestos indirectos y de los precios administrados en algunos países se verán compensadas en gran parte por las presiones moderadoras derivadas de la debilidad de la demanda interna y del elevado desempleo.

Más específicamente, se espera que durante el horizonte temporal de las proyecciones se produzca una relajación de las presiones inflacionistas externas, que se intensificaron en el pasado debido al aumento de los precios del petróleo y a la depreciación del euro. En particular, los supuestos de una estabilización del tipo de cambio del euro y de un descenso de los precios del petróleo implican que la tasa de crecimiento interanual del deflactor de las importaciones debería descender gradualmente. Por lo que se refiere a las presiones internas sobre los precios, se prevé que la tasa de crecimiento anual de la remuneración por asalariado se reduzca en 2012 y que se mantenga en niveles moderados en 2013, como reflejo del empeoramiento de la situación del mercado de trabajo y de las medidas de

consolidación fiscal adoptadas en algunos países. Puesto que se espera que en 2012 el crecimiento de los salarios sea inferior al de los precios, la remuneración por asalariado en términos reales descenderá en este año y volverá a estabilizarse en 2013, manteniéndose, no obstante, claramente por debajo del ritmo de crecimiento de la productividad. El crecimiento de los costes laborales unitarios repuntará en 2012 y descenderá en 2013, debido principalmente a la evolución de la productividad. El indicador de márgenes descenderá en 2012, compensando el incremento de los costes laborales unitarios, en un entorno de debilidad de la demanda. Posteriormente, la desaceleración de los costes laborales unitarios y la mejora de las condiciones económicas respaldarán la recuperación de los márgenes. Los incrementos de los precios administrados y de los impuestos indirectos que están incluidos en los planes de consolidación fiscal aportarán una contribución importante a la inflación medida por el IAPC tanto en 2012 como en 2013.

Comparación con las proyecciones de junio de 2012

En comparación con las proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema publicadas en el Boletín Mensual de junio de 2012, los intervalos de crecimiento del PIB real de la zona del euro previstos para 2012 y 2013 se han revisado a la baja. La mayoría de las correcciones a la baja se refieren a los dos últimos trimestres de 2012, lo que implica un efecto de arrastre estadístico negativo sobre el año 2013. Los intervalos relativos a la inflación medida por el IAPC para 2012 y 2013 se han ajustado ligeramente al alza respecto a los de las proyecciones de junio de 2012, principalmente como consecuencia del efecto del descenso del tipo de cambio del euro.

Cuadro B Comparación con las proyecciones de junio de 2012

(tasas medias de variación anuales)

	2012	2013
PIB real, junio de 2012	-0,5 – 0,3	0,0 – 2,0
PIB real, septiembre de 2012	-0,6 – -0,2	-0,4 – 1,4
IAPC, junio de 2012	2,3 – 2,5	1,0 – 2,2
IAPC, septiembre de 2012	2,4 – 2,6	1,3 – 2,5

Comparación con las previsiones de otras instituciones

Diversas instituciones, tanto organizaciones internacionales como organismos privados, han publicado previsiones para la zona del euro (véase el cuadro C). No obstante, cabe observar que estas previsiones no son estrictamente comparables entre sí ni con las proyecciones macroeconómicas de los expertos del BCE, ya que las fechas de cierre de los últimos datos utilizados por cada una de ellas no coinciden. Por otro lado, difieren en cuanto a los métodos empleados (no especificados en detalle) para derivar los supuestos relativos a las variables fiscales y financieras y el entorno exterior, incluidos los precios del petróleo y de otras materias primas. Por último, existen diferencias en cuanto al método de ajuste por días laborables.

Según las previsiones actualmente disponibles elaboradas por otras organizaciones y organismos, el crecimiento del PIB real de la zona del euro se situará en intervalos comprendidos entre el -0,5 % y el -0,1 % en 2012, lo que se aproxima al intervalo proyectado por los expertos del BCE. Las proyecciones disponibles para 2013 se sitúan en un intervalo comprendido entre el 0,3 % y el 1,0 %, que se encuadra dentro del proyectado por los expertos del BCE. Por lo que se refiere a la inflación, las

previsiones disponibles sugieren que la inflación anual media medida por el IAPC se situará entre el 2,0% y el 2,4% en 2012, lo que se sitúa por debajo del intervalo proyectado por los expertos del BCE. Para 2013, las previsiones disponibles indican que la inflación medida por el IAPC se situará entre el 1,6% y el 1,9%, lo que se encuadra en el intervalo proyectado por los expertos del BCE.

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

(tasas medias de variación anuales)

	Fecha de publicación	Crecimiento del PIB		Inflación medida por el IAPC	
		2012	2013	2012	2013
OCDE	Mayo de 2012	-0,1	0,9	2,4	1,9
Comisión Europea	Mayo de 2012	-0,3	1,0	2,4	1,8
FMI	Julio de 2012	-0,3	0,7	2,0	1,6
Encuesta a expertos en previsión económica	Agosto de 2012	-0,3	0,6	2,3	1,7
Consensus Economics Forecasts	Agosto de 2012	-0,5	0,3	2,3	1,7
Barómetro de la zona del euro	Agosto de 2012	-0,5	0,3	2,3	1,8
Proyecciones elaboradas por los expertos del BCE	Septiembre de 2012	-0,6 – -0,2	-0,4 – 1,4	2,4 – 2,6	1,3 – 2,5

Fuentes: Previsiones económicas de primavera de 2012 de la Comisión Europea, actualización de las Perspectivas de la Economía Mundial del FMI, de julio de 2012, para el crecimiento del PIB real y Perspectivas de la Economía Mundial, de abril de 2012, para la inflación; Economic Outlook de la OCDE, mayo de 2012; Consensus Economics Forecasts, MJE Economics; 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 BCE y en las previsiones de la OCDE están ajustadas por días laborables, mientras que las tasas de crecimiento anuales que aparecen en las previsiones de la Comisión Europea y el FMI no lo están. Las demás previsiones no especifican si están ajustadas por días laborables.

5 EVOLUCIÓN DE LAS FINANZAS PÚBLICAS

Según las últimas estadísticas de finanzas públicas disponibles hasta el primer trimestre de 2012, el déficit de las Administraciones Públicas de la zona del euro siguió disminuyendo, aunque a un ritmo más lento, mientras que la deuda en relación con el PIB continuó aumentando. De cara al futuro, es esencial que los Gobiernos de la zona del euro se adhirieran estrictamente a sus objetivos presupuestarios y corrijan los déficits excesivos en los plazos acordados. En este contexto, los borradores de presupuesto para 2012, que se están preparando en estos momentos, han de presentar medidas lo suficientemente ambiciosas y bien diseñadas para cumplir los objetivos presupuestarios. Además, se han puesto en marcha en la zona del euro nuevas iniciativas para reforzar la gobernanza de las finanzas públicas, entre las que se incluyen negociaciones sobre los reglamentos conocidos como «two pack» y el trabajo del grupo de trabajo que está elaborando un informe con propuestas sobre la creación de una unión fiscal.

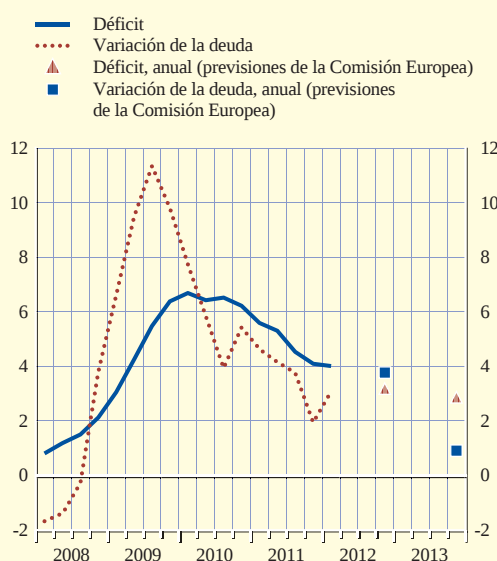
EVOLUCIÓN DE LAS FINANZAS PÚBLICAS EN 2012

Las últimas estadísticas de finanzas públicas, disponibles hasta el primer trimestre de 2012, indican que el déficit de las Administraciones Públicas de la zona del euro siguió disminuyendo, aunque a un ritmo más lento. Como muestra el gráfico 61, la suma móvil de cuatro trimestres del déficit de la zona del euro, es decir, el déficit acumulado en los cuatro últimos trimestres¹, ascendía al 4 % del PIB en el primer trimestre de 2012, en comparación con el déficit del 5,6 % del PIB que se registró un año antes y del 4,1 % del cuarto trimestre de 2011. Basándose en el supuesto de que la consolidación fiscal continuará, los últimos resultados están prácticamente en línea con las previsiones de primavera de 2012 de la Comisión Europea, que pronosticó que el déficit de la zona del euro pasará del 4,1 % del PIB en 2011 al 3,2 % en 2012. Como figura en el gráfico 62, la reducción de la ratio de déficit presupuestario de la zona del euro en el primer trimestre de 2012 se debió, principalmente, a una ratio de ingresos en relación con el PIB de los cuatro últimos trimestres ligeramente más alta —aunque los ingresos aumentaron con menor intensidad—, mientras que la ratio de gasto en relación con el PIB se mantuvo sin cambios desde el trimestre anterior. Si esta evolución persistiera, sería prácticamente acorde con las previsiones de primavera de 2012 de la Comisión Europea de una ratio de gasto en relación con el PIB constante del 49,4 % en 2012 y de una ratio de ingresos en relación con el PIB del 46,2 % (véase gráfico 62).

Por lo que se refiere a la evolución de la deuda bruta de las Administraciones Públicas de la zona del euro, los datos hasta el primer trimestre de 2012 muestran un aumento ligeramente más acusado de la deuda en relación con el PIB, reflejado en la suma móvil de cuatro trimestres, que en el trimestre precedente. Este aumento está en consonancia con las previsiones de primavera de 2012 de la Comisión Europea de un incremento más pronunciado de la deuda en relación con el PIB en 2012, que se espera

Gráfico 61 Déficit y variación de la deuda de las Administraciones Públicas de la zona del euro

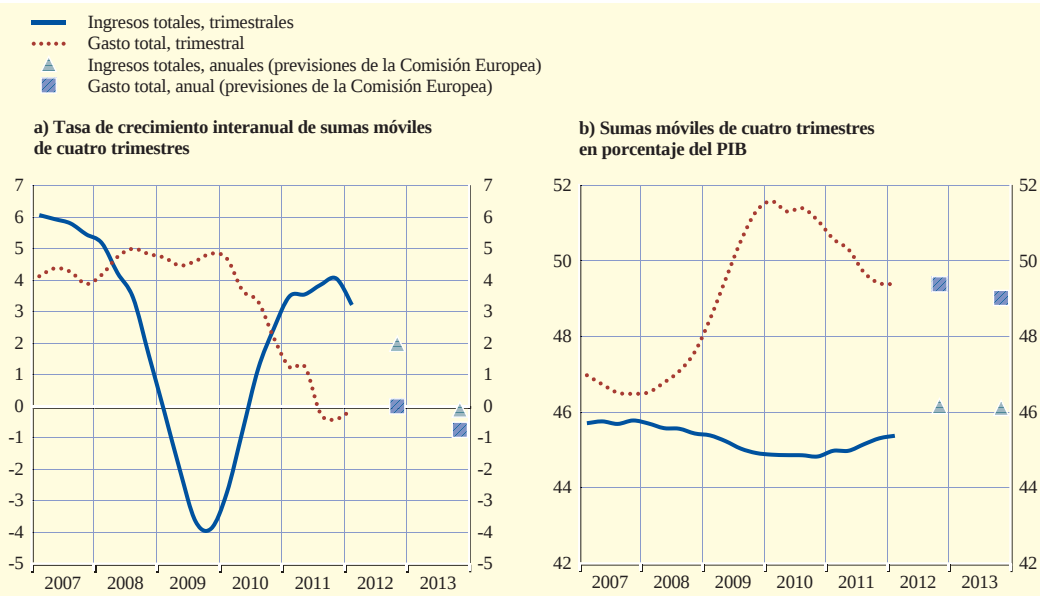
(sumas móviles de cuatro trimestres en porcentaje del PIB)



Fuentes: Cálculos del BCE basados en datos nacionales y de Eurostat, y en las previsiones económicas de primavera de 2012 de la Comisión Europea.

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

Gráfico 62 Estadísticas y previsiones trimestrales de las finanzas públicas en la zona del euro



Fuentes: Los datos se refieren al sector de Administraciones Públicas. Cálculos del BCE basados en datos nacionales y de Eurostat, y previsiones económicas de primavera de 2012 de la Comisión Europea.
 Notas: Los gráficos muestran la evolución de los ingresos y los gastos totales en términos de sumas móviles de cuatro trimestres para el período comprendido entre el primer trimestre de 2007 y el primer trimestre de 2012, más las previsiones anuales para 2012 y 2013 obtenidas de las previsiones económicas de primavera de 2012 de la Comisión Europea.

que registre una subida de 3,8 puntos porcentuales, hasta el 91,8% del PIB, frente al crecimiento de 2,4 puntos porcentuales de 2011. Se prevé que la mayor subida de la ratio de deuda en relación con el PIB en 2012 se deba fundamentalmente al impacto negativo del diferencial crecimiento-tipo de interés y a un empeoramiento del ajuste déficit-deuda.

EVOLUCIÓN DE LAS FINANZAS PÚBLICAS Y PLANES EN ALGUNOS PAÍSES

A mediados de junio de 2012, el Consejo Europeo dio por concluido el «semestre europeo» publicando recomendaciones del Consejo sobre los programas de estabilidad y convergencia de los países, así como sobre sus programas nacionales de reforma. Las recomendaciones del Consejo sobre la zona del euro² hacen un llamamiento a los Gobiernos de la zona del euro para «garantizar una estrategia conjunta coherente en materia presupuestaria en la zona del euro, llevando a cabo el saneamiento preconizado en las recomendaciones del Consejo». Además, se solicita a los países vulnerables «limitar las desviaciones de sus objetivos de saldo nominal», al tiempo que otros deberán «estar preparados para revisar el ritmo del saneamiento presupuestario en caso de un nuevo deterioro de la situación macroeconómica».

Más adelante se presenta un breve análisis de la reciente evolución de las finanzas públicas en los países más grandes de la zona del euro, en los países acogidos a programas de la UE y el FMI y en Chipre.

En Alemania, los últimos datos preliminares correspondientes a los seis primeros meses de 2012 indican que el presupuesto de las Administraciones Públicas ha registrado un superávit mayor de lo esperado, equivalente al 0,6% del PIB. Este superávit se debió, principalmente, a un superávit de las Administraciones

2 Véase la «Recomendación del Consejo de 10 de julio de 2012 relativa a la aplicación de las orientaciones generales de política económica por los Estados miembros cuya moneda es el euro», disponible en el sitio web de la Comisión: <http://ec.europa.eu>.

de Seguridad Social. Al mismo tiempo, las transferencias de capital pensadas para dar apoyo a los bancos malos plantean algunos riesgos fiscales para la senda de déficit en el segundo semestre de 2012. No se ha adoptado ninguna nueva medida importante de carácter fiscal que afecte a las perspectivas de las finanzas públicas, y los objetivos presupuestarios se mantienen sin cambios. En estos momentos se están debatiendo algunas medidas adicionales, pero aún no están lo bastante avanzadas como para incluirlas en las perspectivas de las finanzas públicas.

En Francia, el Parlamento francés aprobó el 31 de julio la segunda ley presupuestaria complementaria, en la que se prevén unos ingresos adicionales próximos al 0,4 % del PIB en 2012 (la mitad de los cuales son de carácter temporal) y cercanos al 0,3 % del PIB en 2013. Además, se ha aprobado para 2012 una congelación del gasto de 1,5 mm de euros (aproximadamente el 0,1 % del PIB). Las principales medidas relativas a los ingresos incluyen subidas de impuestos transitorias, como un impuesto extraordinario sobre la riqueza de los hogares con rentas superiores a 1,3 millones de euros, e incrementos impositivos permanentes, como la supresión de exenciones de las cotizaciones sociales por horas extraordinarias y una reforma del impuesto de sucesiones. En su lugar, se ha abandonado la aplicación del denominado «IVA social» (es decir, un aumento de 1,6 puntos porcentuales sobre el IVA normal, acompañado de una reducción parcial de las cotizaciones sociales pagadas por los empleadores), que se había aprobado antes de las elecciones. El Gobierno considera que estas medidas son suficientes para lograr el objetivo de déficit del 4,5 % del PIB en 2012. En la ley presupuestaria de 2013 será necesario incluir medidas adicionales para alcanzar el objetivo del 3 % del PIB. El proyecto de ley presupuestaria se enviará al Parlamento francés a finales de septiembre.

En Italia, el Parlamento italiano aprobó el 7 de agosto las medidas incluidas en la «spending review», que prevé recortes en el gasto cercanos a los 27 mm de euros (1,7 % del PIB) entre 2012 y 2014 (4,5 mm de euros en 2012, 10,9 mm de euros en 2013 y 11,7 mm de euros en 2014). Las nuevas medidas obligarán a las Administraciones central y local a reducir el gasto público. Mientras tanto, el aumento del IVA en 2 puntos porcentuales previsto inicialmente para octubre de 2012 se ha pospuesto a julio de 2013. Según el Gobierno, los objetivos nominales del 1,7 % del PIB en 2012 y del 0,5 % del PIB en 2013, contemplados en el programa de estabilidad, son inalcanzables, pero se espera cumplir en 2013 el objetivo de registrar un presupuesto equilibrado en términos estructurales.

En España, los datos mensuales y trimestrales que se publicaron a finales de la primavera y al comienzo del verano apuntaban de manera creciente a desviaciones presupuestarias. En particular, los ingresos procedentes de la recaudación impositiva y de las cotizaciones sociales han continuado cayendo durante la recesión, mientras que el gasto en prestaciones por desempleo ha repuntado. En este contexto de empeoramiento de las perspectivas, el 10 de julio el Consejo Europeo formuló una nueva recomendación para España en el marco del procedimiento de déficit excesivo. Esta recomendación amplió el plazo concedido a España para la corrección del déficit excesivo de 2013 a 2014 y estableció nuevos objetivos anuales para el déficit en relación con el PIB (6,3 % este año, 4,5 % el año próximo y 2,8 % en 2014). El 13 de julio, el Gobierno de España anunció un nuevo paquete de medidas fiscales con el objetivo de ahorrar unos 55 mm de euros (5 % del PIB) en lo que resta de 2012 y hasta finales de 2014. El grueso de estas medidas (al menos, de las que entran en vigor en 2012) ya han sido adoptadas mediante un real decreto ley. El 3 de agosto, el Gobierno de España también aprobó un plan presupuestario plurianual, como se había solicitado en la recomendación formulada en el marco del procedimiento de déficit excesivo. Este plan incorpora revisiones de los supuestos macroeconómicos y fiscales del Gobierno desde que se presentó el programa de estabilidad, incluidas las medidas adoptadas el 13 de julio y el ahorro adicional que el Gobierno considera necesario para cumplir los objetivos de déficit revisados en el marco del procedimiento de déficit excesivo.

En Grecia, los ingresos públicos obtenidos en los siete primeros meses de 2012 quedaron muy por debajo de los objetivos del programa, debido en parte a la profundización de la recesión, pero también a la pérdida de dinamismo del proceso de reforma. Al mismo tiempo, el gasto público siguió siendo muy inferior a lo presupuestado, permitiendo que los déficits de caja se mantuvieran dentro del objetivo del programa. No obstante, esta reducción del gasto se explica, en gran medida, por la relativamente baja tasa de utilización del presupuesto de inversión, así como por la acumulación de atrasos en los pagos. El Gobierno griego está tratando de identificar medidas para cerrar la brecha fiscal a medio plazo, con el fin de que el programa de ajuste económico de la UE y del FMI retorne a la senda adecuada.

En Portugal, los datos de caja mensuales correspondientes a los siete primeros meses de 2012 indican un deterioro significativo de los ingresos impositivos en comparación con las proyecciones presupuestarias, mientras que el comportamiento del gasto es acorde con las expectativas. La debilidad de los ingresos refleja, en gran medida, la desfavorable composición de la actividad económica y el aumento de la tasa de paro.

En Irlanda, los planes de ajuste se mantienen sin cambios y se podrá cumplir el objetivo para 2012. Desde 2013 en adelante será necesario adoptar nuevas medidas de ajuste, y se están planificando medidas tanto en relación con los ingresos como con el gasto, que se especificarán en detalle en el próximo presupuesto.

En Chipre, los datos de caja mensuales correspondientes a los siete primeros meses del año indican que, en 2012, las Administraciones Públicas incumplirán el plazo fijado en el procedimiento de déficit excesivo, no habiendo adoptado medidas adicionales de consolidación de gran calado. Aunque el Gobierno ha adoptado recientemente distintas medidas para aumentar los ingresos, entre las que se encuentra la obtención de ingresos adicionales por dividendos procedentes del proveedor de telecomunicaciones, se prevé actualmente que el déficit fiscal ascienda al 4,5% del PIB en 2012 (en comparación con una estimación inicial del 2,5% del PIB). El decepcionante comportamiento fiscal se debe, principalmente, a una disminución de la recaudación impositiva. Chipre ha solicitado recientemente asistencia financiera de los inversores extranjeros, pero las negociaciones aún no han concluido.

RETOS PARA LA POLÍTICA FISCAL

El reciente avance observado en el ajuste fiscal en la zona del euro es digno de elogio. Sin embargo, el ritmo de la consolidación presupuestaria podría no ser siempre suficiente para restablecer con rapidez la solidez de las posiciones presupuestarias y calmar la inquietud en los mercados financieros. Las tensiones en los mercados de deuda soberana de la zona del euro han persistido e incluso se han intensificado durante el verano. Las primas de riesgo excepcionalmente elevadas observadas en los precios de la deuda pública de varios de los países de la zona reflejan, entre otras cosas, la preocupación de los inversores acerca de la sostenibilidad de la deuda pública (véase recuadro 8 sobre la sostenibilidad de la deuda en España y en Italia).

Así pues, es esencial que los objetivos fiscales se cumplan estrictamente de una manera sostenible y que los déficits excesivos se corrijan en los plazos acordados. El impulso del saneamiento presupuestario es especialmente importante en aquellos países cuyos déficits presupuestarios apuntan a importantes brechas en la consolidación. En tales casos, los países en cuestión deberá redoblar sus esfuerzos en esta materia y adoptar medidas estructurales para alcanzar los objetivos presupuestarios. En general, los borradores de presupuesto para 2013, que se están elaborando en estos momentos, deberán prever medidas suficientemente ambiciosas y bien diseñadas para cumplir los objetivos fiscales para 2012, y años posteriores, de manera sostenible. La composición de la consolidación fiscal debe estar encaminada a la adopción de medidas que fomenten el crecimiento, dando prioridad a la contención del gasto.

Para reforzar la gobernanza fiscal, se han puesto en marcha nuevas iniciativas. Por lo que respecta a los dos proyectos de Reglamento propuestos por la Comisión Europea en noviembre de 2011 (el denominado «two pack»), las tres partes involucradas (es decir, la Presidencia de la UE, el Parlamento Europeo y la Comisión Europea) los están debatiendo en estos momentos con el fin de alcanzar un acuerdo definitivo. Los proyectos de Reglamento prevén una mejora en el seguimiento de los borradores de planes presupuestarios y un fortalecimiento de la vigilancia económica y presupuestaria de los países vulnerables de la zona del euro. De cara al futuro, se están desarrollando actualmente propuestas cuyo objetivo es, entre otras cosas, crear una unión fiscal en la zona del euro. En la cumbre de la UE celebrada los días 28 y 29 de junio de 2012, los jefes de Estado o de Gobierno encargaron a los presidentes del BCE, de la Comisión Europea, del Eurogrupo y del Consejo Europeo la preparación de un informe completo encaminado a lograr una verdadera unión económica y monetaria, cuyo primer borrador está previsto que se presente a primeros de octubre.

Recuadro 8

LA SOSTENIBILIDAD DE LA DEUDA PÚBLICA EN ESPAÑA E ITALIA

Las tensiones en los mercados de deuda soberana de la zona del euro han persistido e incluso se han intensificado en los meses de verano. Las primas de riesgo excepcionalmente elevadas que se han observado en los precios de la deuda pública en algunos países de la zona del euro reflejan, entre otros aspectos, la preocupación de los inversores acerca de la sostenibilidad de dicha deuda. En este recuadro se presentan escenarios que ilustran la senda de las ratios de deuda pública en relación con el PIB de España e Italia.

Enfoque general y supuestos

La sostenibilidad de la deuda pública suele analizarse utilizando supuestos para determinadas variables clave, sobre todo para el crecimiento del PIB, el saldo primario de las Administraciones Públicas, los tipos de interés, la inflación y cualquier ajuste entre déficit y deuda. La información o los supuestos relativos a la estructura de la deuda pública se utilizan, entonces, para efectuar proyecciones de los pagos por intereses, del saldo presupuestario y de la deuda. El siguiente ejercicio se ha construido en esta línea¹.

En los escenarios base, el ejercicio toma como punto de partida las últimas proyecciones macroeconómicas y fiscales de los Gobiernos de España y de Italia para el período 2012-2015. Como estas proyecciones pueden resultar demasiado optimistas, se presentarán asimismo escenarios adicionales más adversos para el crecimiento del PIB, los tipos de interés y la consolidación fiscal.

Los supuestos relevantes del escenario base hacen referencia a la senda del PIB real y nominal, así como al PIB potencial y a la brecha de producción. A partir de ellos, se supone que el producto potencial crecerá en línea con los últimos supuestos de la Comisión Europea y del Comité de Política Económica², es decir, que después de 2015 cualquier brecha de producción se cerrará a un ritmo comprendido entre el 0,25 % y el 0,5 % anual, y que la tasa de inflación se situará por debajo del 2 %, pero próxima a ese valor, de conformidad con la política monetaria del BCE. Además, si las últimas

¹ Véase también el artículo titulado «Análisis de la sostenibilidad de la deuda en la zona del euro», *Boletín Mensual*, BCE, abril de 2012.

² Véase «The 2012 Ageing Report – Economic and budgetary projections for the 27 EU Member States (2010-2060)», Comisión Europea y Comité de Política Económica, *European Economy*, 2/2012, mayo de 2012.

proyecciones de los Gobiernos no prevén el logro del objetivo de un presupuesto estructuralmente equilibrado en 2015, se espera que se produzca un nuevo ajuste, del 0,5 % anual, en el saldo estructural primario hasta que se cumpla dicho objetivo. Se supone que los tipos de interés de mercado a diez años, en términos nominales, convergerán desde sus niveles actuales hasta el 5 % en 2015. La transmisión de los tipos de interés de mercado al tipo de interés efectivo medio de la deuda pública depende, pues, de la estructura de vencimientos de la deuda pública actual y esperada en el futuro y de las necesidades de financiación previstas para el futuro.

Escenarios y resultados para España

En el cuadro se resumen los supuestos del escenario base para España. Los supuestos macroeconómicos y fiscales correspondientes a 2012-2015 se toman del escenario macroeconómico publicado por el Gobierno de España el 20 de julio de 2012 e incorporan el plan presupuestario para 2013-2014 adoptado el 3 de agosto de 2012. Este plan recoge las medidas de consolidación aprobadas el 13 de julio de 2012 que incluyen la subida del IVA en 3 puntos porcentuales y que prevén nuevos y significativos recortes del gasto.

En el caso de España, un elemento importante que se ha de tener en cuenta es que, durante el verano, se aprobó una Facilidad Europea de Estabilización Financiera (FEEF), un programa de asistencia financiera para la recapitalización de las instituciones financieras, que cubre las necesidades de capital con un margen de seguridad adicional, que se estima que ascienda a 100.000 millones de euros, y que se desembolsará en varios tramos a lo largo de 18 meses. Para ilustrar el posible impacto del apoyo financiero de la FEEF a la deuda pública, y dado que el importe y el momento exactos de los desembolsos aún no se conocen, el escenario base que se presenta en este recuadro adopta el supuesto más prudente, es decir, que el importe completo (100.000 millones de euros) a) se retira y b) sigue formando parte de la deuda pública durante el horizonte completo. La ratio de deuda alcanzará un máximo del 94 % en 2015 y luego disminuirá hasta situarse en torno al 77 % en 2020 (véase el gráfico siguiente). Sin incluir la ayuda del FEEF en la deuda pública, la ratio de deuda en relación con el PIB llegaría al 85 % en 2015 y caería, posteriormente, hasta el 70 % en 2020. Dado que aún se desconoce el importe que retirará en última instancia el Gobierno de España, la senda exacta estaría entre estos dos extremos. La inclusión de los 100.000 millones de euros adicionales en la deuda pública aumenta

Supuestos macroeconómicos y fiscales utilizados en el escenario base

(tasa de variación interanual en porcentaje del PIB)

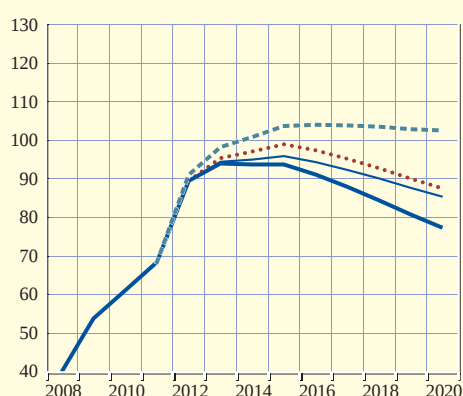
	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
España										
Crecimiento del PIB real	0,7	-1,5	-0,5	1,2	1,9	2,3	2,3	2,5	2,7	2,6
Crecimiento del PIB potencial	-0,3	-1,4	-1,4	0,1	1,4	1,7	1,8	2,0	2,2	2,4
Crecimiento del deflactor del PIB	1,4	0,3	1,7	1,4	1,6	1,9	1,9	1,9	1,9	1,9
Saldo primario en relación con el PIB	-6,1	-3,3	-0,6	1,3	2,0	2,7	3,2	3,3	3,3	3,2
Pago de intereses en relación con el PIB	2,4	3,0	3,9	4,1	4,1	4,0	3,8	3,6	3,4	3,2
Tipo de interés efectivo medio	3,8	3,8	4,2	4,4	4,4	4,4	4,3	4,3	4,2	4,1
Saldo presupuestario en relación con el PIB	-8,5	-6,3	-4,5	-2,8	-2,1	-1,2	-0,5	-0,3	-0,1	0,0
Italia										
Crecimiento del PIB real	0,4	-1,2	0,5	1,0	1,2	1,0	1,2	1,4	1,6	1,9
Crecimiento del PIB potencial	0,1	-0,3	0,0	0,2	0,4	0,7	1,0	1,2	1,5	1,8
Crecimiento del deflactor del PIB	1,3	1,8	1,9	1,9	1,9	1,9	1,9	1,9	1,9	1,9
Saldo primario en relación con el PIB	1,0	3,6	4,9	5,5	5,7	5,6	5,4	5,3	5,1	4,9
Pago de intereses en relación con el PIB	4,9	5,3	5,4	5,6	5,8	5,5	5,4	5,2	5,1	4,9
Tipo de interés efectivo medio	4,2	4,4	4,5	4,7	5,0	5,0	5,0	5,0	5,0	5,0
Saldo presupuestario en relación con el PIB	-3,9	-1,7	-0,5	-0,1	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1

Escenarios de deuda de las Administraciones Públicas

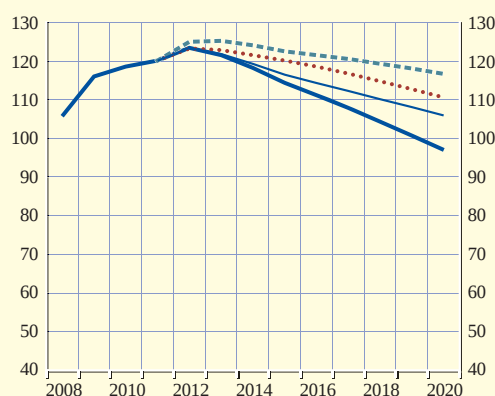
(en porcentaje del PIB)

- Escenario base
- ... Escenario adverso de crecimiento
- - - Escenario de consolidación insuficiente
- Escenario adverso de tipos de interés

a) España



b) Italia



Fuentes: Cálculos del BCE y planes oficiales de los Gobiernos (España: plan presupuestario para 2013-2014; Italia: actualización del programa de estabilidad 2012).

la ratio de deuda en relación con el PIB, pero no afecta negativamente a la dinámica de la deuda. Ello se debe a que es probable que el tipo de interés que ha de pagar el Gobierno por este préstamo sea relativamente bajo (basado en los costes de financiación de la FEEF), y cabe esperar que se vea compensado por los ingresos en concepto de intereses/dividendos que el Gobierno recibirá de las entidades de crédito de que se trate³. Es obvio que el perfil de deuda sería incluso más bajo si el Gobierno lograra vender algunas de sus inversiones para 2020.

A partir del escenario base se construyen escenarios alternativos más adversos.

- En primer lugar se considera un escenario adverso de crecimiento. En este escenario, se supone que, entre 2013 y 2015, las tasas de crecimiento del PIB registradas y potenciales son cada año un punto porcentual más bajas que en el escenario base. En este escenario adverso, el PIB crece un -1,5% en 2013, un 0,2% en 2014 y un 0,9% en 2015. Se supone que esta perturbación del PIB es permanente y que (a través de la operación de los estabilizadores automáticos) provoca déficits (estructurales) más elevados a lo largo del horizonte considerado. Según este escenario, la deuda en relación con el PIB alcanza un máximo del 99% en 2015 y disminuye hasta el 88% en 2020.
- En segundo lugar se considera un escenario de consolidación insuficiente según el cual, en el período 2012-2013, el Gobierno solo consigue llevar a cabo la mitad del ajuste estructural al que se comprometió, y el saldo (primario) estructural en relación con el PIB sigue siendo, en consecuencia, más alto durante el horizonte completo. Según este escenario, la deuda en relación con el PIB alcanza un máximo del 104% en 2016 y disminuye, posteriormente, hasta el 103% en 2020.

³ En este ejercicio, se ha utilizado la hipótesis de trabajo de que el tipo de interés de este préstamo sea del 3% y se ha supuesto que la renta de la propiedad pendiente de cobro (por parte de las Administraciones Públicas a las entidades de crédito) es igual a la renta de la propiedad pendiente de pago (de las Administraciones Públicas a las FEEF).

- En tercer lugar se considera un escenario adverso de tipos de interés según el cual, a partir de 2013, los tipos de interés de mercado (a todos los vencimientos) están 200 puntos básicos por encima de los tipos de interés en el escenario base. De acuerdo con este escenario, la deuda en relación con el PIB alcanza un máximo del 96 % en 2015 y disminuye, posteriormente, hasta el 85 % en 2020.

Escenarios y resultados para Italia

Los supuestos del escenario base para Italia también se resumen en el cuadro. Los supuestos macroeconómicos y fiscales correspondientes a 2012-2015 se toman de la última actualización del programa de estabilidad de Italia (abril de 2012). Esta actualización incorpora los paquetes de consolidación fiscal adoptados por el Gobierno italiano y, por lo tanto, prevé un importante esfuerzo de ajuste fiscal durante el período 2012-2014⁴. Por consiguiente, en 2014 se alcanza un presupuesto nominal equilibrado, que se estabiliza en torno a ese nivel a partir de 2015.

La simulación del escenario base indica que, si Italia logra plenamente los objetivos establecidos en la actualización del programa de estabilidad, se espera que la deuda pública en relación con el PIB alcance un máximo del 123 % del PIB en 2012 y que disminuya a partir de entonces hasta situarse por debajo del 100 % en 2020 (véase gráfico).

De nuevo, en torno a este escenario base se consideran escenarios más adversos para el crecimiento del PIB, la consolidación fiscal y los tipos de interés.

- En primer lugar, en un escenario adverso de crecimiento, se supone que, para los años 2013, 2014 y 2015, el crecimiento del PIB real registrado y potencial es un punto porcentual más bajo cada año que en el escenario base. Este escenario va asociado a que la ratio de deuda disminuya hasta situarse en torno al 111 % del PIB al final del horizonte de la proyección.
- En segundo lugar se considera un escenario de consolidación insuficiente según el cual, en el período 2012-2015, el Gobierno solo lleva a cabo la mitad del ajuste estructural al que se comprometió. De acuerdo con este escenario, la deuda en relación con el PIB alcanza un máximo del 125 % en 2013 y disminuye, posteriormente, hasta situarse en torno al 117 % en 2020. Dicha consolidación insuficiente simplemente permitiría que la ratio de deuda se estabilizara en los niveles actuales y proporcionaría un colchón insuficiente frente a una evolución macroeconómica adversa.
- Por último, se considera un escenario adverso de tipos de interés según el cual los tipos de interés de mercado de la deuda pública son 200 puntos básicos más elevados que en el escenario base. De acuerdo con este escenario, la deuda pública en relación con el PIB disminuye hasta situarse en torno al 106 % en 2020.

Conclusiones

En general, en todos los escenarios presentados en este recuadro, la deuda en relación con el PIB sería sostenible y caería en algún momento tanto en España como en Italia. Sin embargo, tales escenarios no deben interpretarse como previsiones. En términos más generales, han de destacarse los siguientes aspectos en relación con este análisis.

⁴ Se supone que el superávit estructural, que se ha fijado en el 0,4 % del PIB en 2015, de acuerdo con la actualización del programa de estabilidad de Italia, se acercará gradualmente a cero en 2020.

En primer lugar, en este ejercicio, un determinante fundamental de los resultados es que, en el escenario base y en todos los escenarios, salvo en el escenario de consolidación insuficiente, se supone que los Gobiernos en cuestión alcanzarán presupuestos estructuralmente equilibrados a medio plazo, como exige el Pacto de Estabilidad y Crecimiento. Este supuesto es clave para asegurar que la deuda en relación con el PIB retome la trayectoria a la baja cuando se cierre la brecha de producción. Esto subraya la importancia de que los Gobiernos cumplan sus compromisos de conformidad con el marco de gobernanza fiscal de la UE y que lleven a cabo los avances requeridos hacia el logro del equilibrio estructural (y los correspondientes superávits primarios). En caso de no alcanzar este objetivo, se pondrán de manifiesto inmediatamente riesgos sustanciales para la sostenibilidad de la deuda.

En segundo lugar, las medidas complementarias para favorecer el crecimiento del producto potencial facilitan el ajuste fiscal y el logro de los superávits primarios adecuados. Los Gobiernos pueden, ciertamente, influir en las perspectivas de crecimiento a largo plazo emprendiendo reformas estructurales orientadas a potenciar el crecimiento. Tales reformas podrían tener efectos más positivos sobre el crecimiento del PIB real que los previstos en el escenario base, lo que mejoraría aún más las perspectivas para la sostenibilidad de la deuda.