

## EVOLUCIÓN ECONÓMICA Y MONETARIA

## I ENTORNO EXTERIOR DE LA ZONA DEL EURO

La recuperación de la economía mundial sigue siendo lenta y dispar según las regiones económicas y se observa un cambio gradual en la dinámica del crecimiento a favor de las economías avanzadas. Los indicadores de opinión más recientes sugieren una mayor expansión de la actividad industrial mundial respaldada, entre otros factores, por la estabilización de la situación financiera global. En el medio plazo, se espera que las perspectivas mejoren en las economías avanzadas, pero que, en las economías emergentes, se mantenga la atonía en relación con las tendencias históricas. Varios factores cíclicos y estructurales continúan afectando al crecimiento mundial, mientras que se mantienen los riesgos globales a la baja para las perspectivas de la actividad económica. Al mismo tiempo, el comercio mundial se está fortaleciendo gradualmente, pero las tasas de crecimiento siguen siendo mucho más bajas que las registradas antes de la crisis financiera global. La inflación medida por los precios de consumo ha experimentado una desaceleración en la mayoría de las economías, tanto avanzadas como emergentes, desde julio, debido al descenso de los precios de la energía y los alimentos. De cara al futuro, se prevé que las presiones inflacionistas se mantengan contenidas en vista de la abundante capacidad productiva sin utilizar que aún persiste a nivel mundial.

## I.1 ACTIVIDAD ECONÓMICA Y COMERCIO MUNDIALES

La recuperación de la economía mundial sigue su curso, aunque a un ritmo lento y desigual según las regiones. En los últimos meses se han observado indicios de un fortalecimiento gradual en las economías avanzadas. En Estados Unidos, los recortes automáticos del gasto que tuvieron efecto en marzo han frenado el crecimiento este año, pero la demanda privada ha mostrado una relativa capacidad de resistencia, dado que la paulatina mejora de los balances de los hogares ha respaldado la inversión inmobiliaria y el consumo privado. En Japón, pese a la desaceleración del tercer trimestre, la actividad subyacente ha seguido siendo vigorosa, estimulada por las políticas monetaria y fiscal expansivas. En el Reino Unido también se ha registrado un fuerte repunte de la actividad desde comienzos del año. Por el contrario, en la mayoría de las economías emergentes la actividad se ha caracterizado por la atonía, aunque en China parece estarse

Cuadro I Crecimiento del PIB real en algunas economías

	(tasas de variación)							
	Tasas de crecimiento interanual					Tasas de crecimiento intertrimestral		
	2011	2012	2013 I	2013 II	2013 III	2013 I	2013 II	2013 III
G-20 <sup>1)</sup>	3,8	2,8	2,2	2,6	2,9	0,5	0,8	1,1
G-20 excluida la zona del euro <sup>1)</sup>	4,3	3,7	2,9	3,2	3,7	0,7	0,9	1,3
Estados Unidos	1,8	2,8	1,3	1,6	1,8	0,3	0,6	0,9
Japón	-0,6	1,9	0,1	1,2	2,6	1,1	0,9	0,5
Reino Unido	1,1	0,1	0,2	1,3	1,5	0,4	0,7	0,8
Dinamarca	1,1	-0,4	-0,7	0,5	0,5	0,0	0,6	0,4
Suecia	3,0	1,3	1,6	0,6	0,3	0,5	-0,1	0,1
Suiza	1,8	1,0	1,5	2,1	1,9	0,6	0,5	0,5
Brasil	2,7	1,0	1,8	3,3	2,2	0,0	1,8	-0,5
China	9,3	7,7	7,7	7,5	7,8	1,5	1,9	2,2
India	7,7	3,8	3,0	2,4	5,6	0,1	-0,5	3,9
Rusia <sup>2)</sup>	4,3	3,4	1,6	1,2	1,2	-0,2	-0,3	-
Turquía	8,8	2,2	2,9	4,4	-	1,5	2,1	-
Polonia	4,5	2,0	0,8	1,2	1,7	0,3	0,5	0,6
República Checa	1,8	-0,9	-2,4	-1,5	-1,3	-1,4	0,5	-0,1
Hungría	1,6	-1,7	-0,3	0,5	1,6	0,9	0,4	0,9

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

1) El dato del tercer trimestre de 2013 es una estimación basada en los últimos datos disponibles.

2) No hay cifras desestacionalizadas disponibles sobre Rusia para el tercer trimestre de 2013.

recuperando en cierta medida el dinamismo del crecimiento. En algunas de las economías emergentes más grandes, el debilitamiento de la demanda interna ha lastrado ese dinamismo, mientras que los obstáculos por el lado de la oferta parecen estar restringiendo la actividad. Los países exportadores de materias primas se han visto afectados por la relativa debilidad de la demanda mundial de estos productos. El endurecimiento de las condiciones de financiación a escala mundial a mediados del año también influyó en la ralentización del crecimiento en algunas economías emergentes. Tras las señales de que el Comité Federal de Operaciones de Mercado Abierto de Estados Unidos podría comenzar a reducir gradualmente las compras de activos, las correcciones de los flujos de capital afectaron a las perspectivas de algunos países, en particular, a los de fundamentos económicos más débiles. Más recientemente, la situación financiera global se estabilizó, en general, después de que el Comité decidiera en septiembre retrasar la reducción de dichas compras, aunque las condiciones siguen siendo restrictivas en varios países.

En conjunto, los datos más recientes son compatibles con un moderado repunte del ritmo de crecimiento mundial en el segundo semestre de 2013. Las estimaciones provisionales del PIB en el tercer trimestre sugieren que la actividad económica en los países del G-20, excluida la zona del euro, creció un 1,3 % en tasa intertrimestral, cifra notablemente más alta que la del trimestre anterior, aunque se mantienen las divergencias entre países (véase cuadro 1). Entre las economías avanzadas, el crecimiento económico intertrimestral experimentó una aceleración en Estados Unidos y el Reino Unido en el tercer trimestre de 2013, debido, principalmente, a una contribución positiva de las existencias en ambos países. En Japón, la actividad se ralentizó al reducirse las exportaciones, pero, en general, se mantuvo el dinamismo. En cuanto a las economías emergentes, la actividad repuntó ligeramente en el tercer trimestre en China, respaldada, en gran medida, por la solidez de la inversión como resultado de un pequeño estímulo fiscal y de la rápida expansión del crédito, mientras que, en la mayoría de las otras grandes economías, en particular, en Brasil e India, el dinamismo se ha moderado.

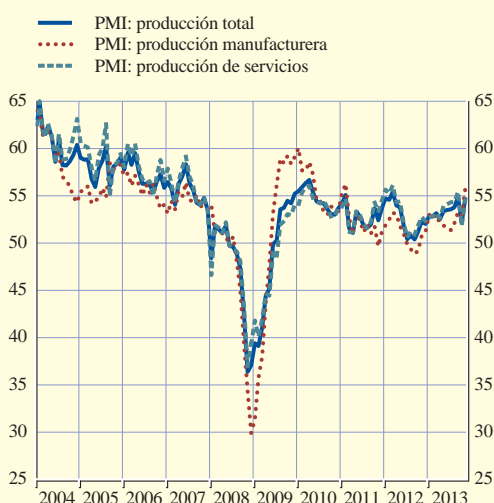
La mejora del clima económico sugiere también perspectivas de crecimiento más halagüeñas para la economía mundial en el cuarto trimestre. Los indicadores de opinión han mejorado, sostenidos por la resistente dinámica del crecimiento en las economías avanzadas. Concretamente, el índice PMI global de producción de manufacturas y servicios mantuvo el dinamismo en noviembre, impulsado por el sólido crecimiento registrado tanto en el sector servicios como en el sector manufacturero (véase gráfico 1). El indicador sintético adelantado de la OCDE, que tiene por objeto anticipar los puntos de giro en la actividad económica en relación con la tendencia, señaló un mayor dinamismo del crecimiento en la mayoría de los principales países de la OCDE, aunque la evolución es menos favorable y diversa en el resto del mundo (véase gráfico 2). El indicador de clima económico mundial del Ifo también registró un mayor optimismo entre los encuestados respecto a las perspectivas tanto en las economías avanzadas como en las emergentes.

Tras un período prolongado de lento crecimiento del comercio mundial, los indicadores más recientes muestran los primeros indicios de una moderada recuperación. Según informa el CPB Netherlands Bureau of Economic Policy Analysis, las importaciones mundiales de bienes crecieron a una tasa intertrimestral del 1,3 % en el tercer trimestre, tras el crecimiento del 0,2 % observado en el trimestre anterior. Además, el índice PMI global de nuevos pedidos exteriores del sector manufacturero experimentó un acusado aumento en noviembre por segundo mes consecutivo. No obstante, habida cuenta de las tímidas perspectivas de los componentes de la demanda intensivos en comercio en las economías avanzadas, se prevé que el comercio mundial solo se afiance gradualmente a medida que repunte la actividad económica a escala mundial y regional, y que las tasas de crecimiento se mantengan por debajo de las observadas antes de la crisis financiera.

De cara al futuro, según las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema de diciembre de 2013 (véase artículo), se prevé que la recuperación mundial cobre fuerza, aunque

**Gráfico 1 PMI: producción mundial (excluida la zona del euro)**

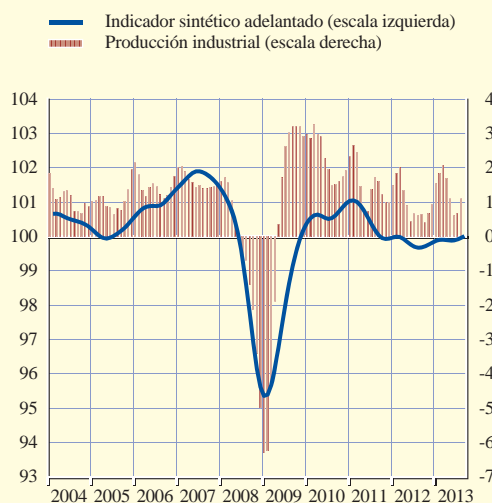
(datos mensuales desestacionalizados)



Fuente: Markit.

**Gráfico 2 Indicador sintético adelantado y producción industrial**

(escala izquierda: media del índice normalizado = 100; escala derecha: tasas de variación intertrimestral)



Fuentes: OCDE y cálculos del BCE.

Notas: El indicador sintético adelantado corresponde a los países de la OCDE más Brasil, China, India, Indonesia, Rusia y Sudáfrica. La línea horizontal a la altura de 100 representa la tendencia de la actividad económica. La producción industrial corresponde a la misma muestra, excluida Indonesia.

con lentitud, dado que algunos factores cíclicos y estructurales continúan limitando las perspectivas a medio plazo. En general, el perfil de crecimiento mundial prácticamente no ha cambiado con respecto a las proyecciones elaboradas en septiembre de este año. En las economías avanzadas, se prevé que la fragilidad de los mercados de trabajo, el proceso de todavía inconcluso de desapalancamiento y la consolidación fiscal frenen el avance de la demanda interna, aunque en menor medida que en el pasado, conforme se vaya atenuando la influencia de esos factores. En las economías emergentes, se prevé que el crecimiento siga siendo moderado, en vista de los obstáculos existentes por el lado de la oferta, incluidos los que afectan a las infraestructuras y las restricciones de la capacidad productiva, aunque la reciente estabilización de las condiciones de los mercados financieros debería respaldar, en general, la recuperación económica en el corto plazo.

Las perspectivas mundiales siguen estando sujetas a una considerable incertidumbre y los riesgos para la actividad todavía se sitúan a la baja. La evolución de las condiciones de los mercados monetarios y financieros mundiales, y la incertidumbre que lleva asociada, podrían afectar negativamente a la situación económica. Entre otros factores de riesgo a la baja, cabe señalar un aumento de los precios de las materias primas y una debilidad de la demanda mundial mayor de la prevista.

## 1.2 EVOLUCIÓN MUNDIAL DE LOS PRECIOS

La desaceleración de la inflación mundial observada desde 2011 ha continuado en los últimos meses, si bien oculta una evolución dispar dependiendo de los países. En los países de la OCDE, la inflación interanual medida por los precios de consumo se redujo aún más, hasta el 1,3 % en octubre de 2013, como resultado del descenso de las tasas de inflación en Estados Unidos, Canadá y el Reino Unido, que solo



se contrarrestó, en parte, con un incremento en Japón. Excluidos la energía y los alimentos, la inflación interanual medida por los precios de consumo en la OCDE se mantuvo estable en el 1,5% en octubre, en comparación con la tasa media registrada en los tres primeros trimestres. En las economías emergentes no pertenecientes a la OCDE la evolución ha sido más diversa, registrándose aumentos de la inflación general en octubre en China, India y Rusia y un descenso en Brasil.

La moderación de la inflación a escala mundial tiene su origen en diversos factores, entre ellos, la debilidad de la demanda y de la actividad económica, como se refleja en la holgada capacidad excedente de producción que aún se observa a nivel mundial. Por otra parte, la depreciación de la moneda desde el segundo trimestre de 2013 ha intensificado las presiones inflacionistas en algunas economías emergentes.

La falta de dinamismo de los precios de las materias primas ha sido otro importante factor determinante de la evolución de la inflación a escala mundial y se ha traducido, además, en fuertes efectos de base negativos sobre la inflación. Los precios del Brent se han mantenido relativamente estables en torno a 110 dólares estadounidenses el barril en los dos últimos meses, tras un breve incremento hasta 116 dólares el barril registrado a finales de agosto de 2013. A comienzos de diciembre, se situaban en torno a 112 dólares estadounidenses el barril, es decir, un nivel similar al observado hace un año. Por lo que respecta a las variables fundamentales, la situación de la oferta y la demanda mundiales indica que el mercado de petróleo se encuentra relativamente bien abastecido. Según la Agencia Internacional de la Energía, se prevé que la demanda de petróleo no experimentará variación en el cuarto trimestre en comparación con el trimestre anterior. Al mismo tiempo, se prevé que la oferta de petróleo de países no pertenecientes a la OPEP —principalmente el petróleo no convencional («shale oil») de Estados Unidos— siga aumentando. No obstante, una gran parte de la oferta de petróleo estadounidense sigue concentrándose en América del Norte, lo que contribuye a un aumento de las existencias en la región y a una presión a la baja sobre el precio de referencia del crudo de Estados Unidos (WTI). Por el contrario, las fuertes distorsiones de oferta que se observan en algunos países de la OPEP, en particular en Irak y Libia, han

**Cuadro 2 Evolución de los precios en algunas economías**

(tasas de variación interanual)

	2011	2012	2013 May	2013 Jun	2013 Jul	2013 Ago	2013 Sep	2013 Oct
OCDE	2,9	2,3	1,5	1,8	2,0	1,7	1,5	1,3
Estados Unidos	3,2	2,1	1,4	1,8	2,0	1,5	1,2	1,0
Japón	-0,3	0,0	-0,3	0,2	0,7	0,9	1,0	1,1
Reino Unido	4,5	2,8	2,7	2,9	2,8	2,7	2,7	2,2
Dinamarca	2,7	2,4	0,6	0,6	0,4	0,1	0,2	0,3
Suecia	1,4	0,9	0,3	0,5	0,8	0,8	0,5	0,2
Suiza	0,2	-0,7	-0,5	-0,1	0,0	0,0	-0,1	-0,3
Brasil	6,6	5,4	6,5	6,7	6,3	6,1	5,9	5,8
China	5,4	2,6	2,1	2,7	2,7	2,6	3,1	3,2
India <sup>1)</sup>	9,5	7,5	4,6	5,2	5,9	7,0	6,5	7,0
Rusia	8,4	5,1	7,4	6,9	6,5	6,5	6,1	6,2
Turquía	6,5	8,9	6,5	8,3	8,9	8,2	7,9	7,7
Polonia	3,9	3,7	0,5	0,2	0,9	0,9	0,9	0,7
República Checa	2,1	3,5	1,2	1,6	1,4	1,2	1,0	0,8
Hungría	3,9	5,7	1,8	2,0	1,7	1,6	1,6	1,1
Pro memoria:								
Inflación subyacente OCDE <sup>2)</sup>	1,7	1,8	1,5	1,5	1,5	1,6	1,6	1,5

Fuentes: OCDE, datos nacionales, BPI, Eurostat y cálculos del BCE.

1) Para India, inflación medida por el índice de precios al por mayor.

2) Excluidos la energía y los alimentos.

favorecido a los precios del Brent. El reciente acuerdo alcanzado con Irán en relación con su programa nuclear ha generado cierto optimismo respecto a un aumento de la oferta de crudo en el futuro. Sin embargo, aún no se han eliminado las principales sanciones que frenan actualmente las exportaciones de petróleo iraní y, por lo tanto, el impacto del acuerdo sobre la situación de la oferta y la demanda mundiales probablemente seguirá siendo limitado en el corto plazo. Los participantes en los mercados prevén que los precios del crudo sean ligeramente más bajos en el medio plazo, y los futuros de Brent con entrega en diciembre de 2015 se negocian a 101 dólares estadounidenses el barril.

Los precios de las materias primas no energéticas se han mantenido estables en términos agregados en los últimos meses. Se consolida así la senda de estabilización observada desde julio de 2013, pese a cierta volatilidad observada durante los meses de verano. Mientras que los precios de los cereales —debido a las condiciones de oferta acomodaticias— han seguido bajando en los últimos meses, los precios de muchas otras materias primas han oscilado en unos intervalos estrechos. En cifras agregadas, el índice de precios de las materias primas no energéticas (denominado en dólares estadounidenses) se sitúa actualmente un 5 % por debajo del nivel registrado hace un año.

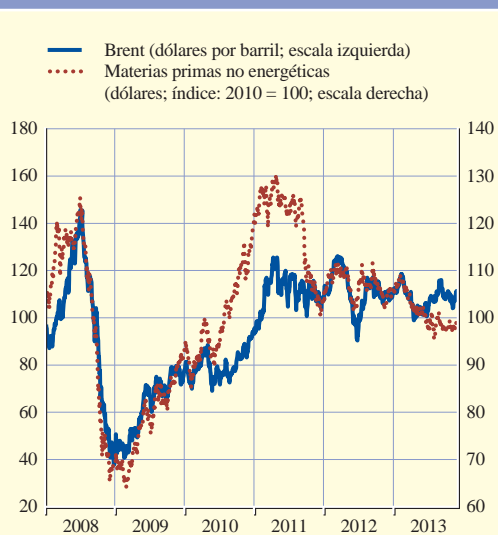
En general, dado que las principales economías avanzadas continuarán registrando amplios niveles de capacidad productiva sin utilizar, se prevé que tanto la inflación mundial como las presiones inflacionistas sigan siendo más bien contenidas. Al mismo tiempo, las expectativas inflacionistas se mantienen firmemente ancladas, en particular, en las economías avanzadas.

### 1.3 EVOLUCIÓN EN ALGUNAS ECONOMÍAS

#### ESTADOS UNIDOS

En Estados Unidos, el crecimiento económico fue más bien robusto en el segundo y tercer trimestres de 2013, pese al lastre fiscal derivado del aumento de las tasas impositivas y de los recortes del gasto público en el marco de las medidas aprobadas anteriormente («sequester»). El crecimiento se ha visto respaldado por las mejoras sostenidas de los mercados de la vivienda y de trabajo, así como por la favorable situación financiera, reflejo del mantenimiento de la política monetaria acomodaticia y de los efectos riqueza derivados del incremento de los precios de las acciones y de la vivienda. La segunda estimación de la Oficina de Análisis Económico (Bureau of Economic Analysis) indica que el PIB real creció a una tasa intertrimestral anualizada del 3,6 % (0,9 % en tasa intertrimestral) en el tercer trimestre, frente al 2,5 % (0,6 % en tasa intertrimestral) del segundo trimestre. Los aumentos del gasto en consumo personal, la inversión privada en capital fijo y las exportaciones, aunque más lentos que en el trimestre anterior, contribuyeron a sostener el crecimiento. La variación de las existencias sumó una notable contribución de 1,7 puntos porcentuales al crecimiento anualizado, representando la mayor

**Gráfico 3 Evolución de los precios de las materias primas**



Fuentes: Bloomberg y HWWI.

parte del incremento registrado con respecto al trimestre anterior. El gasto público aumentó ligeramente, ya que los recortes del gasto federal se compensaron con creces con un incremento a nivel estatal y local. La contribución de la demanda exterior neta al crecimiento del PIB fue ligeramente positiva y reflejó una desaceleración más pronunciada del crecimiento de las importaciones que del crecimiento de las exportaciones.

El cierre temporal del Gobierno y la arriesgada política que rodeó a la ampliación del techo de la deuda en octubre, sumados al consiguiente aumento de la incertidumbre y a la caída de la confianza de los consumidores podría afectar al dinamismo económico en el último trimestre de 2013. Los indicadores de confianza de los consumidores se han deteriorado desde el inicio del trimestre y, en el caso de las pequeñas empresas, la confianza ha caído hasta el nivel más bajo observado desde marzo. Al mismo tiempo, el sólido aumento de 204.000 empleos en el sector no agrícola en octubre sugiere una capacidad de resistencia del mercado de trabajo, en el que los efectos adversos del cierre del Gobierno habrían sido limitados. Los datos sobre ventas del comercio al por menor y actividad en la industria manufacturera también han sido alentadores. Desde el comienzo del cuarto trimestre ambos indicadores superaron los respectivos niveles promedio del trimestre anterior. De cara al futuro, se prevé que la recuperación económica en Estados Unidos experimente una gradual aceleración a medida que se modere paulatinamente el lastre que han supuesto para el crecimiento la política fiscal y el saneamiento de los balances de los hogares. Además, se espera que la mejora de los mercados de la vivienda y de trabajo sostenga la demanda interna. No obstante, la incertidumbre política respecto a la política fiscal sigue siendo un riesgo persistente para las perspectivas de crecimiento, dado que los recientes plazos sobre el límite de la deuda pública y la financiación del gasto público se han aplazado hasta comienzos de 2014.

La inflación interanual medida por el IPC se redujo otros 0,2 puntos porcentuales hasta situarse en el 1 % en octubre, reflejando en gran medida una tendencia descendente de la tasa de variación de los precios de la energía, que volvió a registrar cifras negativas en octubre (-4,8 %). La tasa de crecimiento de los precios de los alimentos, que se situó en el 1,3 % en octubre, mantuvo la trayectoria de moderación de los últimos meses. Excluidos la energía y los alimentos, la inflación subyacente se situó en el 1,7 %, sin variación con respecto a la media de los seis últimos meses, aunque 0,4 puntos porcentuales por debajo de la media de 2012. De cara al futuro, la considerable capacidad productiva sin utilizar de la economía, así como la moderada evolución de los salarios y del coste de los bienes intermedios sugieren que la inflación seguirá estando contenida.

El 30 de octubre de 2013, el Comité de Operaciones de Mercado Abierto de la Reserva Federal decidió mantener entre el 0 % y el 0,25 % la banda fijada como objetivo para el tipo de interés de los fondos federales y anticipó que todavía resultará apropiado mantener dicho tipo en niveles excepcionalmente bajos al menos mientras que: i) la tasa de paro permanezca por encima del 6,5 %; ii) no se prevea que la inflación a un plazo de entre uno y dos años sobrepase la tasa del 2,5 % y iii) las expectativas de inflación a más largo plazo continúen estando firmemente ancladas. El Comité reafirmó la posición mantenida en su reunión de septiembre y decidió esperar hasta que haya más evidencia de progreso sostenido, tanto en la actividad económica como en la situación del mercado de trabajo, para ajustar el ritmo de sus compras de activos, que actualmente ascienden a 40 mm de dólares al mes en el caso de los bonos de titulización hipotecaria de agencias y a 45 mm de dólares al mes en lo que respecta a los valores del Tesoro a más largo plazo.

## JAPÓN

En Japón, continuó la expansión de la actividad económica a un ritmo vigoroso, respaldada por las medidas de política monetaria y fiscal. Los anuncios realizados por las autoridades desde comienzos del año con la intención de reactivar la economía mediante estímulos monetarios y fiscales y reformas estructurales de gran



alcance han dado un impulso a la confianza. Al mismo tiempo, las cotizaciones bursátiles han aumentado de forma significativa, habiendo registrado el mercado NIKKEI una subida de más del 60%, en promedio, en noviembre de 2013 con respecto a un año antes. El yen se ha depreciado en torno a un 20% en términos efectivos nominales durante el mismo período, lo que ha supuesto cierto respaldo para las exportaciones. Por consiguiente, en el primer semestre del año se produjo un acusado aumento del crecimiento. La actividad se ralentizó en el tercer trimestre, según la primera estimación provisional de la Oficina del Gobierno, registrándose un crecimiento del PIB del 0,5% en tasa intertrimestral. Esta desaceleración reflejó principalmente una fuerte caída de las exportaciones. Aunque en octubre la confianza de los consumidores experimentó una caída y la producción industrial solo aumentó un 0,5%, todavía se espera que la actividad económica se recupere ligeramente en el cuarto trimestre. De cara al futuro, se prevé que la actividad se fortalezca en el primer trimestre de 2014, respaldada por un adelanto del consumo privado en previsión del incremento del impuesto sobre el consumo programado para abril de 2014.

El fortalecimiento de la actividad económica y el debilitamiento del yen han contribuido a un aumento de la inflación desde comienzos del año. La inflación interanual medida por los precios de consumo se mantuvo sin variación en el 1,1% en octubre, aunque si se excluye la energía, la tasa aumentó hasta el 0,9% en octubre, desde el 0,7% de septiembre. De cara al futuro, el incremento del impuesto sobre el consumo previsto para abril proporcionará un estímulo transitorio a la inflación, armonizándola en mayor medida con el objetivo del 2%, basado en el IPC, fijado por el Banco de Japón en el marco de su política de relajación cuantitativa y cualitativa.

En la reunión sobre política monetaria celebrada en noviembre, el Banco de Japón mantuvo sin variación el objetivo fijado para la base monetaria.

## REINO UNIDO

El Reino Unido ha registrado un sólido crecimiento en los últimos trimestres. De acuerdo con la segunda estimación, el PIB real creció a una tasa intertrimestral del 0,8% en el tercer trimestre de 2013, debido principalmente al consumo de los hogares y a una contribución positiva de las existencias. El dinamismo de los principales indicadores de opinión en octubre y noviembre sugiere que el sólido crecimiento continuará en el cuarto trimestre. No obstante, a medio plazo, es probable que el ritmo se modere ligeramente. La dinámica relativamente débil de la renta real de los hogares y la necesidad de ajustar los balances del sector público y del sector privado seguirán limitando la demanda interna durante algún tiempo, mientras que las perspectivas de crecimiento de las exportaciones siguen siendo contenidas. La situación del mercado de trabajo ha continuado mejorando gradualmente y el crecimiento del empleo ha repuntado en los últimos meses. La tasa de paro se redujo 0,1 puntos porcentuales, hasta el 7,6%, en los tres meses transcurridos hasta septiembre. Estimulados por las recientes medidas de política, los indicadores tanto de actividad como de precios del mercado de la vivienda han mejorado aún más y el crecimiento del crédito ha mostrado señales de recuperación.

La inflación medida por el IPC se moderó en octubre de 2013 tras registrar tasas elevadas en el tercer trimestre. En octubre, la tasa de inflación general se redujo 0,5 puntos porcentuales con respecto a septiembre hasta situarse en el 2,2%, debido, principalmente, al descenso de la inflación de los precios de la energía y de los servicios de educación. De cara al futuro, se prevé que se mantenga la reciente moderación de las presiones inflacionistas como consecuencia de la capacidad productiva sin utilizar, tanto de trabajo como de capital. No obstante, si dicha capacidad fuese menor de lo que se estima actualmente, podría producirse cierta presión al alza sobre la inflación. En su reunión de 5 de diciembre de 2013, 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.

## OTRAS ECONOMÍAS EUROPEAS

En Suecia y Dinamarca la recuperación de la actividad económica ha sido relativamente débil desde el segundo semestre de 2012. En el tercer trimestre de 2013, el PIB real creció a una tasa intertrimestral del 0,4% en Dinamarca y del 0,1% en Suecia, impulsado, principalmente, por la demanda interna. El crecimiento del PIB real en Suiza siguió siendo vigoroso en el tercer trimestre de 2013, registrando una tasa intertrimestral del 0,5%, como consecuencia, fundamentalmente, de un fuerte incremento de las exportaciones tras un período prolongado de relativo estancamiento. De cara al futuro, es probable que el crecimiento del PIB real cobre impulso en Dinamarca y Suecia y mantenga el ritmo en Suiza. Por lo que respecta a la evolución de los precios, tras haberse mantenido por encima del 2% en Dinamarca y en torno al 1% en Suecia en 2012, la inflación interanual medida por el IAPC ha caído por debajo del 0,5% en ambos países en los últimos meses. Esta desaceleración es atribuible a la menor inflación de los precios de las materias primas y a una relajación de las presiones inflacionistas internas. Al mismo tiempo, en Suiza, la inflación interanual medida por los precios de consumo registró un descenso del 0,3% en octubre, como consecuencia, principalmente, de los precios más reducidos de la energía y, con carácter más general, de la persistencia de precios de importación más bajos.

En los Estados miembros más grandes de la UE de Europa Central y Oriental (PECO), la actividad económica se ha visto limitada por la debilidad de la demanda interna y por el lento crecimiento del mercado de exportaciones en los últimos años. Más recientemente, la recuperación de la actividad económica ha repuntado de forma gradual, aunque de forma dispar con diferencias entre unos países y otros. Los datos preliminares indican que, en el tercer trimestre de 2013, el PIB real creció a una tasa relativamente sólida en Hungría, Polonia y Rumanía, pero se redujo en la República Checa. De cara al futuro, la actividad económica probablemente se fortalecerá a partir del próximo año. Se prevé que la dinámica de la recuperación seguirá siendo heterogénea dependiendo de los países: en algunas economías las exportaciones serán el motor del crecimiento, mientras que, en otras, la contribución tendrá su origen en la demanda interna, respaldada, por ejemplo, por un crecimiento más positivo de la renta real y un aumento de la confianza. Tras el rápido aumento observado en 2012, la inflación interanual medida por el IAPC ha seguido descendiendo, en promedio, de forma acusada en los PECO más grandes en los últimos meses. La inflación se ha moderado como consecuencia de la baja inflación de los precios de la energía y los alimentos, la desaparición de los efectos de base de los anteriores aumentos (o, más recientemente, los recortes) de los impuestos indirectos y de los precios administrados, así como de la contención de las presiones de demanda internas. El lento crecimiento del PIB y las perspectivas de inflación han obligado a los bancos centrales de algunos PECO a rebajar los tipos de interés oficiales hasta niveles reducidos.

En Turquía, el crecimiento interanual del PIB real experimentó una desaceleración hasta el 2,2% en 2012. En el primer semestre de 2013, el crecimiento repuntó con fuerza al restablecerse los estímulos monetarios y fiscales. Tras crecer a una tasa intertrimestral del 1,5% en el primer trimestre de 2013, el PIB real aumentó otro 2,1%, en tasa intertrimestral, en el segundo trimestre, respaldado por la sólida demanda interna y la acumulación de existencias. Para el segundo semestre de 2013, los indicadores sugieren un ligero debilitamiento de la actividad económica en comparación con el vigoroso ritmo de expansión registrado en el primer semestre. La inflación interanual medida por el IPC ha experimentado una notable aceleración desde mayo y se mantiene por encima del objetivo fijado por el banco central, reflejando la orientación expansiva de las políticas monetaria y fiscal y la repercusión de la depreciación de la lira.

En Rusia el crecimiento siguió ralentizándose. Tras un incremento del producto del 3,4% en 2012, el PIB registró sendas contracciones en tasa intertrimestral en el primer y segundo trimestres de 2013 como consecuencia de la atonía de la demanda externa, la debilidad de la inversión y la contención fiscal. En el tercer trimestre parece haberse mantenido la atonía del crecimiento, pero se prevé un ligero



repunte hacia finales de 2013. La inflación ha seguido una trayectoria descendente como resultado de los menores aumentos de los precios de los alimentos y de los precios administrados, pero se ha mantenido por encima del objetivo fijado por el banco central.

### ECONOMÍAS EMERGENTES DE ASIA

En China, tras la desaceleración registrada a comienzos de 2013, el crecimiento económico aumentó en el tercer trimestre hasta situarse en el 7,8% en tasa interanual. El aumento se debió, principalmente, a los esfuerzos realizados por las autoridades para estabilizar el crecimiento a través de pequeñas medidas de estímulo. La fuerte expansión del crédito observada desde comienzos del año ha respaldado la actividad, mientras que en el mercado de la vivienda se ha mantenido el dinamismo y tanto las ventas como los precios han seguido aumentando. Pese a la reciente mejora del ritmo de crecimiento, las presiones inflacionistas han permanecido relativamente contenidas. La inflación interanual medida por los precios de consumo se elevó hasta el 3,2% en octubre, debido, en gran medida, al incremento de los precios de los alimentos, pero la inflación medida por los precios industriales siguió registrando cifras negativas. De cara al futuro, los indicadores de opinión y los datos sobre actividad económica más recientes son compatibles con el mantenimiento de un sólido dinamismo en el cuarto trimestre. Aunque el crecimiento del comercio ha seguido siendo débil, tanto la producción industrial como la inversión en activos fijos y las ventas del comercio al por menor registraron un fuerte crecimiento en octubre. Por lo que respecta a las perspectivas a más largo plazo, en noviembre la III Sesión Plenaria del XVIII Comité Central del Partido Comunista de China anunció un programa integral de reformas encaminado a orientar el crecimiento por una senda más sostenible y menos dependiente del uso intensivo de recursos. El objetivo de las reformas es focalizar el papel del Estado en regular y mantener de forma efectiva la estabilidad macroeconómica. Se permitirá a las fuerzas del mercado y al sector no público desempeñar un papel más importante en la economía, ampliando así el margen de maniobra para lograr un mayor aumento de la productividad. En el recuadro 1 se examinan los factores determinantes de la actividad económica en China en los diez últimos años y se analizan las perspectivas de crecimiento.

#### Recuadro 1

#### FACTORES SUBYACENTES AL CRECIMIENTO ECONÓMICO DE CHINA Y A SUS PERSPECTIVAS

La expansión económica que ha registrado China en las tres últimas décadas ha sido notable en términos históricos. La tasa de crecimiento del PIB real se situó, en promedio, en torno al 10% en los diez últimos años, alcanzando un máximo de más del 14% en 2007. Aunque desde entonces se ha producido cierta pérdida de impulso, con un crecimiento del PIB cercano al 8% en 2012, la economía china ha proseguido su expansión a una tasa de más del doble que la registrada por la economía mundial. En 2012, la participación de China en el PIB mundial (en términos de paridad del poder adquisitivo) había aumentado hasta el 14,7%. Durante su transición hacia una economía de mercado, el papel de China en el comercio mundial también ha aumentado de forma notable. La proporción de las importaciones mundiales que representan las importaciones chinas se ha incrementado desde los niveles inferiores al 1% observados a comienzos de los años ochenta hasta alrededor del 9,2% en 2012, mientras que la proporción de las importaciones estadounidenses y de la zona del euro ha registrado una trayectoria descendente (gráfico A). Durante este período, China ha atraído un volumen mayor de importaciones de casi todos sus socios comerciales, en particular, de las economías de su entorno. La demanda china de importaciones también ha sido cada vez más significativa para la zona del euro, ya que la proporción del total de exportaciones de la zona que representan las exportaciones a China ha aumentado desde el 2,4% de 2001 hasta el 6,4% en 2012.

Dado el papel prominente que desempeña China en la economía mundial, la cuestión de si este país podrá mantener un ritmo de crecimiento tan robusto en el futuro tiene implicaciones importantes para la actividad económica mundial. En el pasado, China se ha apoyado fundamentalmente en una rápida acumulación de capital y en un desplazamiento de mano de obra rural a zonas urbanas para estimular el crecimiento. De cara al futuro, existe consenso sobre que el país pase gradualmente a un modelo de crecimiento económico más equilibrado<sup>1</sup>. En este contexto, se analizan a continuación, desde una perspectiva de oferta, los factores determinantes del sólido comportamiento de la economía china en la última década, se explican los motivos de la desaceleración de la actividad económica observada desde 2007 y se discuten las perspectivas de crecimiento.

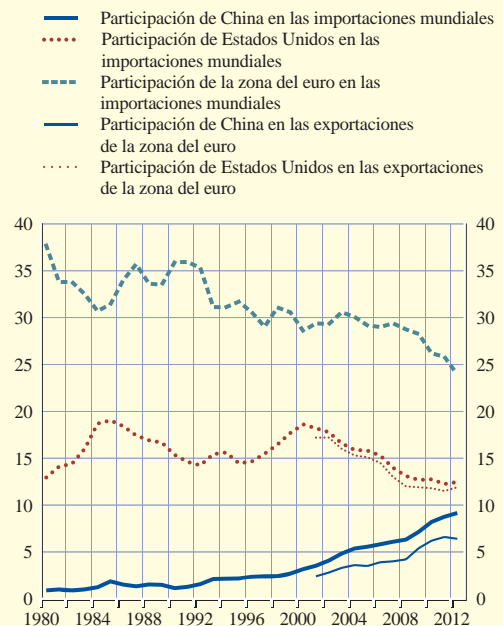
### Estimaciones del crecimiento potencial en China

El producto potencial mide el nivel de actividad que puede alcanzarse en la economía en el medio a largo plazo. Una forma de entender el comportamiento potencial de una economía es aplicar un enfoque basado en una función de producción, en la que el producto potencial se determina basándose en el nivel tendencial de los factores de producción —capital físico y trabajo— y la productividad total de los factores (PTF), que recoge la eficiencia global del uso de los factores de producción<sup>2</sup>. No obstante, el crecimiento potencial es una variable no observable, lo que hace que esas estimaciones estén sujetas a notables incertidumbres<sup>3</sup>. En el gráfico B se presenta un modelo de crecimiento contable para mostrar las contribuciones estimadas de los factores de producción al crecimiento del producto potencial basándose en una función de producción de Cobb-Douglas. Las estimaciones sugieren que el crecimiento potencial se situó, en promedio, en torno al 10% durante la pasada década. La acumulación de capital contribuyó, en promedio, más de la mitad al crecimiento potencial durante el período comprendido entre 2000 y 2012, reflejando tasas muy elevadas de inversión en China. Los aumentos de la PTF contribuyeron, en promedio, casi un tercio del crecimiento potencial, mientras que la evolución del factor trabajo respaldó el crecimiento en una medida más limitada. Además, la contribución del trabajo se redujo lentamente a lo largo de ese período, en consonancia con la desaceleración del crecimiento de la población en edad de trabajar.

1 Véase el recuadro titulado «China: perspectivas a corto plazo e intenciones a medio plazo en materia de política económica», *Boletín Mensual*, BCE, septiembre 2013.  
 2 Véase el artículo titulado «Producto potencial, debilidad económica y relación con el comportamiento de las variables nominales desde el inicio de la crisis», *Boletín Mensual*, BCE, noviembre 2013.  
 3 Al aplicar las técnicas de eliminación de la tendencia para obtener el nivel potencial de los factores, el enfoque basado en la función de producción hereda todas las deficiencias bien conocidas del método de filtrado empleado. En el caso de China, las estimaciones también podrían verse afectadas por la disponibilidad y la calidad de los datos.

**Gráfico A Evolución de la participación de China, la zona del euro y Estados Unidos en el comercio mundial**

(en porcentaje)

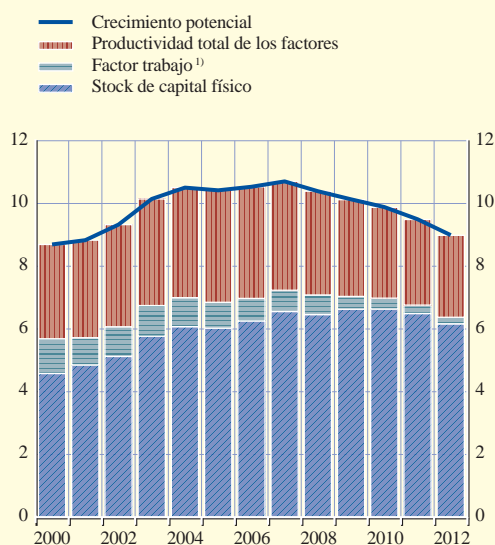


Fuentes: Eurostat, FMI y cálculos del BCE.

Nota: Las participaciones en las importaciones mundiales se basan en las importaciones de bienes y servicios en términos nominales; las participaciones en las exportaciones de la zona del euro se basan en las exportaciones de bienes y servicios en términos nominales de la zona del euro a países no pertenecientes a la zona del euro.

Gráfico B Contabilización del crecimiento potencial

(tasas de variación interanual; contribuciones en puntos porcentuales)

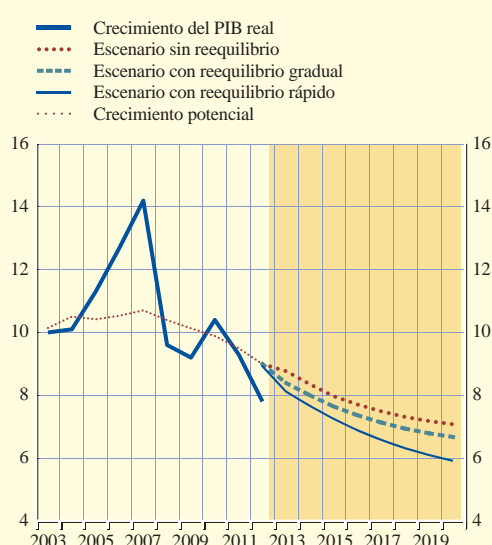


Fuente: Estimaciones del BCE.

1) Trabajo ajustado por la calidad teniendo en cuenta el promedio de años de escolarización y los rendimientos decrecientes de la educación.

Gráfico C Perspectivas de crecimiento potencial

(tasas de variación interanual)



Fuentes: Haver Analytics, estimaciones del BCE.

Nota: La zona sombreada en amarillo corresponde a los escenarios ilustrativos de crecimiento potencial, como se explica en el texto.

El análisis indica que la desaceleración del crecimiento observada en China a partir de 2007 es atribuible tanto a factores cíclicos como a un descenso del crecimiento potencial. Los factores cíclicos han reflejado un debilitamiento de la demanda mundial y también una moderación del respaldo fiscal tras las notables medidas de estímulo fiscal de 2009. El crecimiento potencial se ha reducido también, hasta situarse en torno al 9% en 2012, como resultado del crecimiento más débil del componente tendencial de la PTF y de una moderación gradual de la contribución del factor trabajo. En los dos últimos años, la contribución de la acumulación de capital también se ha atenuado ligeramente. No obstante, dado que la inversión como porcentaje del PIB ha continuado siendo muy elevada, la economía ha seguido dependiendo en gran medida de la acumulación de capital como fuente de crecimiento.

### Perspectivas del crecimiento potencial

Los analistas encargados de elaborar las previsiones coinciden, en general, en que el crecimiento económico de China experimentará un desaceleración en los próximos años (véase cuadro). Según las proyecciones de la OCDE, se estima que el crecimiento potencial de China se habrá reducido desde alrededor del 10% observado entre 2000 y 2012 hasta un promedio del 8,5% entre 2013 y 2015 y se prevé que se ralentice aún más, hasta el 7,3%, entre 2016 y 2020. En un horizonte de más largo plazo, el Banco Mundial ha estimado que el crecimiento medio del PIB podría reducirse hasta alrededor del 6,4% entre 2013 y 2030<sup>4</sup>. Para el mismo período, el FMI proyecta una desaceleración incluso más acusada, con lo que el crecimiento de China podría situarse en torno al 6%<sup>5</sup>.

4 Véase World Bank Development Research Center of the State Council, the People's Republic of China, «China 2030: Building a modern, harmonious, and creative society», 2013.

5 Véase informe del FMI, de la serie IMF Country Report, sobre la consulta del Artículo IV con China, «People's Republic of China 2013 Article IV Consultation», n.º 13/211, julio 2013.

## Proyecciones de crecimiento a largo plazo en China y escenarios ilustrativos para reequilibrar la demanda

(tasas medias de variación interanual)

	2000-2012	2013-2015	2016-2020	2026-2030
OCDE <sup>1)</sup>	10	8.5	7.3	
Banco Mundial <sup>2)</sup>	-	8.6*	7.0	5.0
<b>Escenarios ilustrativos</b>				
Sin reequilibrio		8.4	7.3	
Con reequilibrio gradual		8.0	7.0	
Con reequilibrio rápido		7.7	6.4	

Fuentes: OCDE, Banco Mundial, estimaciones del BCE, Haver Analytics.

Notas: 1) tasa de crecimiento potencial; 2) patrón de crecimiento proyectado suponiendo que se persevere en las reformas y que no se produzcan grandes perturbaciones.

\* La cifra corresponde a la media entre 2011 y 2015.

Dado el destacado papel de la contribución del capital físico al crecimiento económico en los últimos años, las expectativas respecto a la evolución futura de la inversión revisten gran importancia para evaluar las perspectivas de crecimiento potencial de China. A efectos ilustrativos, se muestran en el gráfico C tres escenarios alternativos de crecimiento potencial basados en diferentes supuestos respecto a los futuros flujos de inversión. En el escenario «sin reequilibrio» se supone que, en términos reales, la ratio de inversión con respecto al PIB no experimentará variación con respecto al nivel de 2012. En consonancia con la intención de las autoridades chinas de ir desplazando gradualmente la economía hacia una senda de crecimiento que se apoye menos en los gastos de capital y más en el consumo privado, se consideran otros dos posibles escenarios. En un escenario de «reequilibrio gradual», la ratio de inversión con respecto al PIB se reduciría desde el 47 % de 2012 hasta el 45 % en 2015 y hasta el 43 % para 2020. En el escenario de «reequilibrio rápido» se supone que dicha ratio se habrá reducido hasta el 38 % para el año 2020. Los supuestos para el resto de los factores son los mismos en los tres escenarios. Se supone que el empleo potencial se reducirá en línea con las proyecciones de las Naciones Unidas, que prevén un descenso de la población en edad de trabajar. En cuanto a la PTF, se supone que crecerá a niveles similares a los de 2012. Este ritmo de crecimiento de la PTF relativamente lento en comparación con la media registrada en décadas anteriores es coherente con la opinión de que las ganancias de productividad total de los factores en China podría irse reduciendo gradualmente a medida que se produzca una convergencia hacia niveles de renta más elevados.

En los tres escenarios se prevé que China registre una moderación gradual del crecimiento potencial, principalmente como resultado de las contribuciones más reducidas del capital físico (véase cuadro). Las perspectivas de crecimiento más favorables se generan en el escenario «sin reequilibrio», en el que se proyecta que el crecimiento potencial se situaría por encima del 8 % entre 2013 y 2015, antes de experimentar una paulatina desaceleración, hasta el 7,1 % en 2020. Incluso en este escenario, pese a mantenerse una elevada ratio de inversión en relación con el producto, la contribución de la acumulación de capital es menor que en la década anterior, en la que la inversión creció, en promedio, a un ritmo considerablemente más rápido que el producto. En el escenario de «reequilibrio gradual», se espera que el crecimiento potencial siga una tendencia descendente, pasando desde alrededor del 8 % en 2013-2015 al 6,7 % en 2020. Por último, el escenario de «reequilibrio rápido» supone un descenso más rápido de la inversión, con una caída del crecimiento potencial hasta el 6 % para 2020.

## Conclusión

La estrategia de desarrollo basada principalmente en los flujos de inversión y en las rápidas ganancias de productividad ha permitido con éxito fomentar un sólido crecimiento económico en las décadas anteriores. Como resultado, China se ha convertido en un actor cada vez más importante en la economía mundial. En los próximos años, el producto potencial se encaminará, probablemente, por una senda descendente debido a una reducción de la población en edad de trabajar a un gradual reequilibrio de la demanda, de los gastos de capital hacia el gasto de los hogares. No obstante, el crecimiento económico de China se mantendrá, probablemente, muy por encima de la tasa media de expansión mundial y, por lo tanto, su importancia en la economía internacional podría aumentar aún más.

La evolución en otras principales economías de Asia ha sido dispar. En India, se ha observado una recuperación de la actividad económica y, al mismo tiempo, se han intensificado las presiones inflacionistas. El crecimiento interanual del PIB repuntó hasta el 5,6% en el tercer trimestre de 2013, desde el 2,4% del segundo trimestre, impulsado por el sólido crecimiento de las exportaciones. No obstante, esta cifra se sitúa todavía por debajo de la tasa media de crecimiento registrada en la década anterior. La inflación interanual medida por los precios al por mayor —la medida de la inflación que utiliza preferentemente el Banco de Reserva de India— aumentó hasta el 7% en octubre de 2013. El banco central elevó el tipo de interés oficial en septiembre y octubre en vista de las presiones inflacionistas, derivadas, principalmente, de los efectos retardados de la fuerte depreciación de la rupia entre mayo y agosto de 2013. En Corea, tras un período de discreto crecimiento en 2012, la actividad se ido recuperando a lo largo de 2013. El crecimiento interanual del PIB real aumentó hasta situarse en el 3,3% en el tercer trimestre, impulsado, en gran medida, por la demanda interna, al tiempo que se aceleró el consumo privado y la inversión siguió creciendo vigorosamente.

## ORIENTE MEDIO Y ÁFRICA

Las economías de los países exportadores de petróleo de la región siguieron registrando una sólida expansión, aunque a un ritmo algo más lento. La desaceleración se debió, principalmente, a una caída de la oferta de petróleo provocada por distorsiones temporales en Libia e Irak. La evolución económica en los países importadores de petróleo de la región fue desigual, ya que, en algunos de ellos, la inestabilidad política afectó notablemente al progreso económico. En otros países de la región el crecimiento se mantuvo en niveles comparativamente altos, gracias en parte a los estímulos fiscales.

## AMÉRICA LATINA

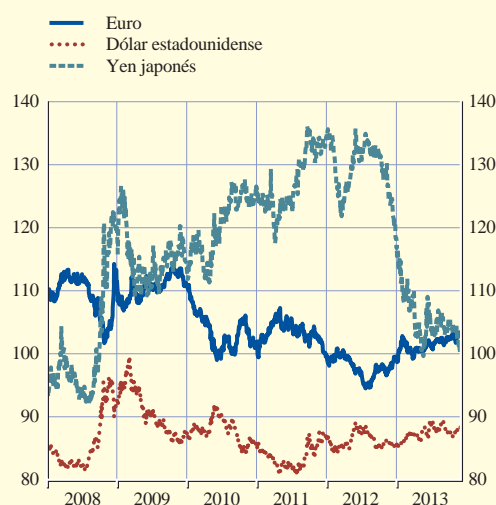
En América Latina, la recuperación sigue su curso aunque se mantiene la moderación, dado que, en los principales países, los desajustes estructurales están limitando el crecimiento económico en el contexto de un entorno internacional más exigente, una mayor volatilidad de los mercados financieros y un descenso de los precios de las materias primas. En Brasil, en un clima de elevadas presiones inflacionistas, el banco central ha endurecido la política monetaria desde abril de 2013, elevando el tipo de interés oficial en otros 50 puntos básicos en noviembre. Esta medida, sumada a una caída de la confianza empresarial y de los consumidores, ha contribuido a un descenso del PIB real del 0,5% en tasa intertrimestral en el tercer trimestre de 2013, tras un acusado aumento del 1,8% en el trimestre anterior. En México, el crecimiento del PIB real repuntó ligeramente, hasta el 0,8% en tasa intertrimestral, en el tercer trimestre de 2013, respaldado por la relajación de las políticas monetaria y fiscal y por la implementación en curso de reformas estructurales, así como por la mejora de la situación económica en Estados Unidos, que está dejando sentir sus efectos en un aumento de la demanda externa. En Argentina, por el contrario, los indicadores económicos sugieren que la actividad se ha ido debilitando en el tercer trimestre tras el robusto crecimiento registrado en el segundo trimestre.

## I.4 TIPOS DE CAMBIO

Desde comienzos de septiembre hasta el 4 de diciembre de 2013, el euro se apreció, en general, frente a las monedas de la mayoría de los principales socios comerciales de la zona del euro. Durante ese período, los movimientos de los tipos de cambio guardaron relación, en gran medida, con la evolución de las expectativas respecto a los tipos de interés y las incertidumbres de las políticas económicas fuera de la zona del euro, así como con los ajustes de las expectativas de los mercados en cuanto a las perspectivas económicas de la zona del euro en relación con otras grandes economías. El euro se apreció de forma sostenida a partir de comienzos de septiembre, para debilitarse entre finales de octubre y principios de noviembre. A partir de entonces, se apreció de nuevo hasta los primeros días de diciembre. El 4 de diciembre de 2013, el tipo de cambio efectivo nominal del euro, medido frente a las monedas de 21 de los socios comerciales más importantes de la zona del euro, se situaba un 1,6 % por encima del nivel registrado a comienzos de septiembre y un 4,9 % por encima del observado un año antes (véanse gráfico 4 y cuadro 3).

**Gráfico 4 Tipos de cambio efectivos nominales del euro, del dólar estadounidense y del yen japonés**

(datos diarios; índice: 1 1999 = 100)



Fuente: BCE.

Nota: El tipo de cambio efectivo nominal del euro se calcula frente a las monedas de 21 de los socios comerciales más importantes de la zona del euro.

En términos bilaterales, en los tres últimos meses el euro se ha apreciado frente al dólar estadounidense (un 2,9 %) y frente al yen japonés (un 6,3 %), pero se ha depreciado frente a la libra esterlina (un 2,1 %). El euro también se apreció frente a las monedas de los países exportadores de materias primas, mientras que, frente

**Cuadro 3 Evolución del tipo de cambio del euro**

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

	Ponderación en el tipo de cambio efectivo del euro (TCE-21)	Variación del tipo de cambio efectivo del euro a 4 de diciembre de 2013 con respecto al	
		2 de septiembre de 2013	4 de diciembre de 2012
TCE-21		1,6	4,9
Renminbi chino	18,6	2,4	1,6
Dólar estadounidense	16,8	2,9	3,8
Libra esterlina	14,8	-2,1	2,2
Yen japonés	7,1	6,3	29,9
Franco suizo	6,4	-0,4	1,1
Zloty polaco	6,1	-1,3	1,7
Corona checa	5,0	6,9	8,8
Corona sueca	4,7	1,3	2,5
Won coreano	3,9	-0,5	1,7
Forint húngaro	3,2	0,8	7,1
Corona danesa	2,6	0,0	0,0
Leu rumano	2,0	1,1	-1,4
Kuna croata	0,6	1,1	1,5

Fuente: BCE.

Nota: El tipo de cambio efectivo nominal se calcula frente a las monedas de 21 de los socios comerciales más importantes de la zona del euro.

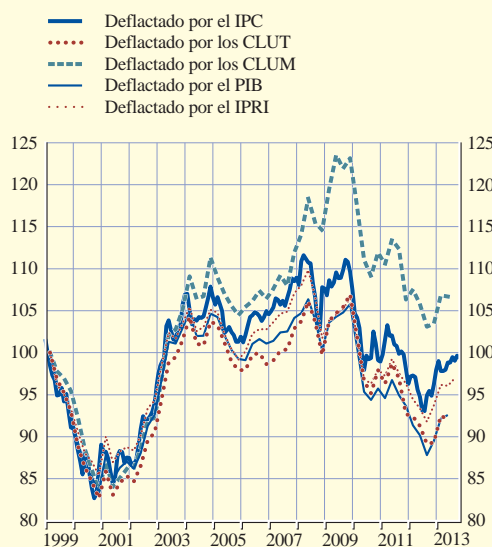


a las monedas de las economías emergentes de Asia, registró una evolución dispar durante el período de referencia. En lo que respecta a las monedas de otros Estados miembros de la UE, el euro se ha apreciado frente a la corona checa (un 6,9%) tras las intervenciones del banco central checo en el mercado de divisas y, en menor medida, frente a la corona sueca (un 1,3%), la kuna croata (un 1,1%), el leu rumano (un 1,1%) y el forint húngaro (un 0,8%). Al mismo tiempo, la moneda única se ha depreciado frente al zloty polaco (un 1,3%). Las monedas que participan en el MTC II se mantuvieron en general estables frente al euro, cotizando al tipo de cambio correspondiente a las respectivas paridades centrales o en torno a dichas paridades

Por lo que respecta a los indicadores de competitividad internacional en términos de precios y costes de la zona del euro, en noviembre de 2013, el tipo de cambio efectivo real del euro basado en los precios de consumo se situaba un 4,7% por encima del nivel registrado un año antes (véase gráfico 5). Esta evolución refleja, en gran medida, la apreciación nominal del euro desde entonces, que solo se contrarrestó parcialmente con una menor tasa de inflación de los precios de consumo en la zona del euro en comparación con sus principales socios comerciales.

Gráfico 5 Tipos de cambio efectivos reales del euro

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



Fuente: BCE.  
Nota: Los tipos de cambio efectivos reales del euro se calculan frente a las monedas de 21 de los socios comerciales más importantes de la zona del euro.

## 2 EVOLUCIÓN MONETARIA Y FINANCIERA

### 2.1 DINERO Y CRÉDITO DE LAS IFM

*El crecimiento interanual del agregado monetario amplio volvió a moderarse en el tercer trimestre y en octubre de 2013, reflejando una creación de dinero realmente débil en la zona del euro. Mientras tanto, la provisión de crédito al sector privado no financiero continuó contrayéndose, aunque el ritmo de contracción se estabilizó. La contrapartida que más favoreció la evolución monetaria siguieron siendo los continuos flujos de entrada de capital en la zona del euro, que fueron visibles en el nuevo aumento de la posición acreedora neta frente al exterior de las IFM. Estas entradas de capital, que se observaron tanto en los países con tensiones como en los países sin tensiones, también contribuyeron a seguir reduciendo la fragmentación financiera y permitieron a las sociedades no financieras continuar incrementando sus colchones de capital. En conjunto, el crecimiento monetario y crediticio permaneció contenido.*

La tasa de crecimiento interanual de M3 disminuyó hasta el 1,4% en octubre de 2013, frente al 2,2% del tercer trimestre y el 2,8% del segundo (véanse gráfico 6 y cuadro 4), debido principalmente a un efecto de base, habiéndose registrado entradas mensuales no despreciables en octubre. El componente que más contribuyó al crecimiento total de M3 continuó siendo el fuerte crecimiento de M1.

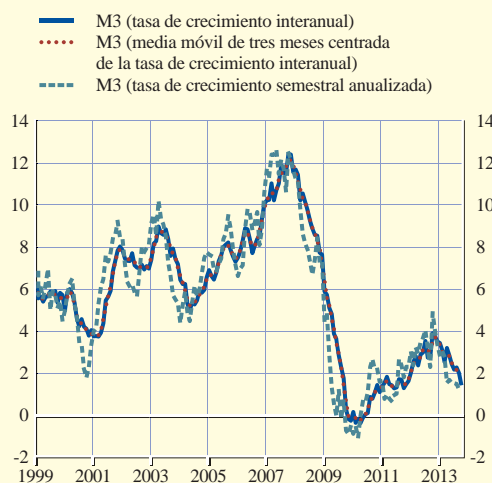
La evolución más reciente de M3 continúa reflejando el impacto de los bajos niveles de remuneración de los activos monetarios. En este entorno, los tenedores de dinero prefieren mantener instrumentos muy líquidos —como los depósitos a la vista— que activos monetarios a más largo plazo, al tiempo que diversifican y cambian los otros depósitos a corto plazo y los instrumentos negociables por instrumentos mejor remunerados (pero de mayor riesgo y menos líquidos) no incluidos en M3, como los fondos de inversión. Estos factores han tenido su reflejo en un sólido crecimiento interanual de M1, consecuencia de la preferencia por la liquidez, y en continuos descensos de las tasas de crecimiento de los componentes menos líquidos de M3, debido a consideraciones de rentabilidad/riesgo.

La provisión de crédito al sector privado no financiero continuó disminuyendo en el tercer trimestre y en octubre, aunque el ritmo de contracción se estabilizó. Dicha disminución fue consecuencia de la amortización neta de préstamos a las sociedades no financieras, así como de la atonía del crédito a los hogares motivada por la persistente debilidad de la demanda, la necesidad de desapalancamiento tras los excesos del pasado y, en el caso de algunos países de la zona del euro, las restricciones de oferta. Al mismo tiempo, la encuesta sobre préstamos bancarios de octubre mostró una recuperación de la demanda de préstamos a hogares en el tercer trimestre de 2013.

Las principales contrapartidas que favorecieron el crecimiento de M3 —particularmente los depósitos a la vista en poder de las sociedades no

Gráfico 6 Crecimiento de M3

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



Fuente: BCE.

**Cuadro 4 Cuadro resumen de variables monetarias**

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

	Saldos vivos en porcentaje de M3 <sup>1)</sup>	Tasas de crecimiento interanual					
		2012 IV	2013 I	2013 II	2013 III	2013 Sep	2013 Oct
<b>M1</b>	<b>54,6</b>	<b>6,2</b>	<b>6,8</b>	<b>8,1</b>	<b>7,0</b>	<b>6,7</b>	<b>6,6</b>
Efectivo en circulación	9,1	3,0	1,7	2,7	2,6	3,1	3,7
Depósitos a la vista	45,5	6,9	7,9	9,3	7,9	7,4	7,2
M2 - M1 (= otros depósitos a corto plazo)	38,7	1,6	1,2	0,2	0,3	0,1	-1,2
Depósitos a plazo hasta dos años	17,1	-1,8	-3,8	-5,8	-5,0	-4,9	-6,6
Depósitos disponibles con preaviso hasta tres meses	21,5	4,8	6,0	5,8	5,0	4,5	3,5
<b>M2</b>	<b>93,3</b>	<b>4,2</b>	<b>4,3</b>	<b>4,6</b>	<b>4,1</b>	<b>3,8</b>	<b>3,2</b>
M3 - M2 (= instrumentos negociables)	6,7	-2,3	-8,5	-15,0	-17,1	-17,6	-17,9
<b>M3</b>	<b>100,0</b>	<b>3,6</b>	<b>3,2</b>	<b>2,8</b>	<b>2,2</b>	<b>2,0</b>	<b>1,4</b>
<b>Crédito a residentes en la zona del euro</b>		<b>0,5</b>	<b>0,0</b>	<b>-0,1</b>	<b>-0,5</b>	<b>-0,8</b>	<b>-1,0</b>
Crédito a las Administraciones Públicas		8,3	4,3	3,3	2,0	0,7	0,8
Préstamos a las Administraciones Públicas		1,9	-0,8	-2,6	-6,0	-6,4	-6,5
Crédito al sector privado		-1,3	-1,0	-1,0	-1,2	-1,2	-1,4
Préstamos al sector privado		-0,8	-0,8	-1,1	-1,9	-2,0	-2,1
Préstamos al sector privado ajustados de ventas y titulaciones <sup>2)</sup>		-0,4	-0,4	-0,6	-1,4	-1,6	-1,7
<b>Pasivos financieros a más largo plazo (excluidos capital y reservas)</b>		<b>-5,1</b>	<b>-5,1</b>	<b>-4,6</b>	<b>-4,2</b>	<b>-4,3</b>	<b>-3,5</b>

Fuente: BCE.

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

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

financieras— fueron los nuevos aumentos de la posición acreedora neta frente al exterior de las IFM. Además, los pasivos financieros a más largo plazo de las IFM volvieron a registrar salidas en el tercer trimestre y en octubre.

En conjunto, la evolución monetaria del período transcurrido hasta octubre de 2013 confirma la atonía del crecimiento monetario subyacente, que se debió, en particular, a la debilidad del crédito concedido por las IFM al sector privado.

### PRINCIPALES COMPONENTES DE M3

Los flujos de entrada registrados en M3 en el tercer trimestre y en octubre de 2013 volvieron a estar impulsados principalmente por la evolución de los instrumentos monetarios líquidos incluidos en M1 (véase gráfico 7).

La tasa de crecimiento interanual de M1 se redujo levemente y se situó en el 7% en el tercer trimestre y en el 6,6% en octubre, frente al 8,1% del segundo trimestre (véase cuadro 4). La desaceleración del tercer trimestre se produjo a pesar de las continuas y sustanciales entradas de fondos en depósitos a la vista, que fueron superiores a las del trimestre anterior. La ligera desaceleración adicional observada en octubre se debió a un efecto especial puntual. En cambio, la tasa de crecimiento interanual de los depósitos a la vista de las sociedades no financieras continuó aumentando y se situó en el 8,2% en octubre. Este significativo crecimiento refleja en parte el superávit por cuenta corriente de la zona del euro y el interés de los inversores internacionales por los activos de la zona. Las considerables tenencias de

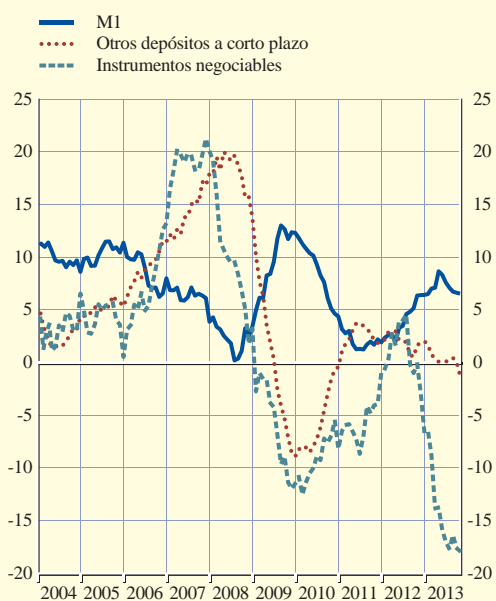
depósitos de las sociedades no financieras en toda la zona del euro deberían ayudar a financiar la inversión en las fases iniciales de la recuperación.

La tasa de crecimiento interanual de los depósitos a corto plazo distintos de los depósitos a la vista (es decir, M2 menos M1) permaneció prácticamente sin variación en el 0,3% en el tercer trimestre –el 0,2% en el segundo trimestre–, antes de pasar a terrero negativo y situarse en el –1,2% en octubre (véase gráfico 7). Los depósitos a plazo hasta dos años registraron significativas salidas de fondos en el tercer trimestre, mientras que las entradas observadas en los depósitos de ahorro a corto plazo (es decir, depósitos disponibles con preaviso hasta tres meses) siguieron siendo débiles. Tanto los depósitos a plazo hasta dos años como los depósitos de ahorro a corto plazo registraron salidas en octubre.

La tasa de crecimiento interanual de los instrumentos negociables (es decir, M3 menos M2) continuó descendiendo y se situó en el –17,1% en el tercer trimestre, frente al –15% del segundo, antes de situarse en el –17,9% en octubre. En el tercer trimestre, el sector tenedor de dinero redujo sustancialmente sus tenencias de valores distintos de acciones a corto plazo (esto es, con vencimiento inicial hasta dos años) de las IFM, cuya tasa de crecimiento interanual cayó al –36,2% en el tercer trimestre y al –35,9% en octubre, frente al –33,1% del segundo trimestre. Las participaciones en fondos del mercado monetario y —aunque en menor medida— las cesiones temporales también experimentaron acusados descensos. La tasa de crecimiento interanual de las participaciones en fondos del mercado monetario se situó en el –10,9% en el tercer trimestre y en el –12,5% en octubre, frente al –9,5% del segundo trimestre, mientras que la tasa de crecimiento interanual de las cesiones temporales se situó en el –10% en el tercer trimestre y en el –9,8% en octubre, frente al –7,1% del segundo trimestre. Las continuas salidas

**Gráfico 7 Principales componentes de M3**

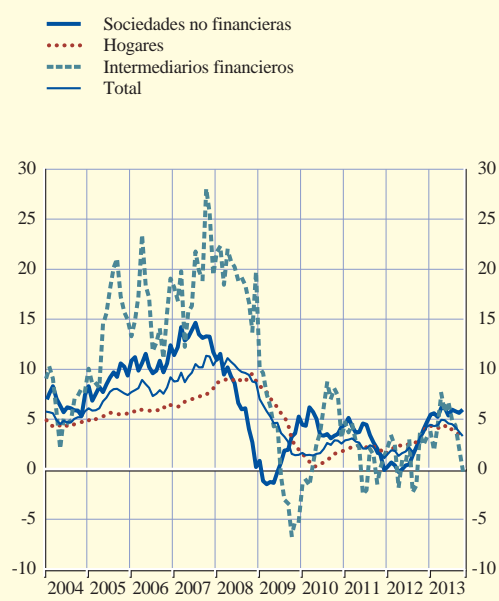
(tasas de variación interanual; datos ajustados de efectos estacionales y de calendario)



Fuente: BCE.

**Gráfico 8 Depósitos a corto plazo y cesiones temporales**

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



Fuente: BCE.  
Nota: Sector IFM, excluido el Eurosistema.

que registraron los fondos del mercado monetario siguieron obedeciendo a consideraciones relativas a la remuneración y a la reasignación de fondos hacia otros tipos de inversión (para más detalles, véase la sección 2.2). En un contexto de tipos de interés a corto plazo muy bajos, los fondos del mercado monetario han afrontado crecientes dificultades para generar rendimientos positivos significativos para los inversores. Estos niveles de tipos de interés están influyendo asimismo en el atractivo de los valores distintos de acciones a corto plazo de las IFM. Al mismo tiempo, los incentivos regulatorios que favorecen la financiación de las entidades de crédito mediante depósitos, frente a la financiación en los mercados, también están contribuyendo a la debilidad de las emisiones de estos valores (a todos los plazos) y de las participaciones en fondos del mercado monetario.

La tasa de crecimiento interanual de los depósitos de M3, que incluyen los depósitos a corto plazo y las cesiones temporales, y que constituyen el agregado monetario más amplio para el que se dispone de información fiable por sectores, disminuyó hasta el 4 % en el tercer trimestre, frente al 4,6 % del segundo, y se situó en el 2,9 % en octubre (véase gráfico 8). Como en meses anteriores, los hogares siguieron siendo los que más contribuyeron a dicha tasa de crecimiento. Es probable que el sólido crecimiento interanual de los depósitos de M3 de las sociedades no financieras refleje la preferencia de este sector por mantener un amplio porcentaje de sus beneficios en activos líquidos y que sea una importante contrapartida de las fuertes entradas de capital procedentes de fuera de la zona del euro.

Si se examina la dispersión geográfica de los flujos de los depósitos de M3, parece que el fortalecimiento de la base de depósitos observado en los países sometidos a tensiones en los últimos meses ha perdido vigor, con unas tasas de crecimiento que se estabilizan, en consonancia con la moderación observada para el conjunto de la zona del euro. Además, tanto en los países con tensiones como en los países sin tensiones se han apreciado significativas entradas netas de capital procedente de fuera de la zona del euro, lo que ha contribuido a seguir reduciendo la fragmentación financiera de la zona. En general, el interés de los inversores extranjeros en la zona del euro se ha incrementado en los últimos meses.

### 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 disminuyó hasta el -0,5 % en el tercer trimestre de 2013, frente al -0,1 % del segundo, antes de continuar cayendo y situarse en el -1 % en octubre (véase cuadro 4). Esta dinámica reflejó, en concreto, la nueva contracción del crédito al sector privado y los descensos adicionales de la tasa de crecimiento interanual del crédito otorgado a las Administraciones Públicas. Sin embargo, la tasa de crecimiento interanual de los préstamos al sector privado no financiero se estabilizó en un nivel negativo en el tercer trimestre y en octubre.

El crédito otorgado por las IFM a las Administraciones Públicas siguió teniendo un impacto positivo en el crecimiento monetario, aunque su tasa de crecimiento interanual cayó hasta el 0,8 % en octubre, frente al 2 % del tercer trimestre y el 3,3 % del segundo. El debilitamiento observado en el tercer trimestre se debió en gran parte al descenso de los préstamos concedidos a este sector, mientras que la tasa de crecimiento interanual de las adquisiciones de deuda pública por parte de las IFM continuó siendo positiva. Al mismo tiempo, las entidades de crédito de algunos países sometidos a tensiones han podido vender los valores de deuda pública nacionales a pesar de la fuerte actividad emisora de sus respectivos gobiernos, gracias al renovado interés mostrado por los inversores internacionales.

La tasa de crecimiento interanual del crédito otorgado por las IFM al sector privado se situó en el -1,4 % en octubre, frente al -1,2 % del tercer trimestre y el -1 % del segundo. Esta evolución ocultó las tendencias

divergentes de los distintos subcomponentes. Tras pasar a terreno positivo en julio de 2013, la tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones continuó aumentando y se situó en el 1,1 % en octubre, básicamente sin variación con respecto al 1 % del tercer trimestre y más alta que el -3,8 % del segundo trimestre. La tasa de crecimiento interanual de las acciones y otras participaciones se mantuvo elevada y fue del 5,8 % en el tercer trimestre y del 4,3 % en octubre, aunque registró un descenso frente al 8,1 % del segundo trimestre. Dicha moderación refleja el renovado interés de los inversores internacionales por estos activos. En cambio, la tasa de crecimiento interanual de los préstamos al sector privado siguió cayendo, desde el -1,1 % del segundo trimestre hasta el -1,9 % en el tercer trimestre y el -2,1 % en octubre, como consecuencia, en particular, de la amortización neta de préstamos concedidos por las IFM a las sociedades no financieras (aunque en un importe considerablemente menor que el observado en el primer semestre del año).

La tasa de crecimiento interanual de los préstamos al sector privado (ajustados de ventas y titulizaciones) cayó al -1,7 % en octubre, desde el -0,6 % del segundo trimestre y el -1,4 % del tercero (véase cuadro 4). Desde una perspectiva sectorial, los préstamos a hogares registraron un crecimiento positivo limitado en el tercer trimestre, que fue contrarrestado por el crecimiento negativo de los préstamos concedidos a las sociedades no financieras (ajustados de ventas y titulizaciones) y de los préstamos a los intermediarios financieros no monetarios. Estas tendencias sectoriales continuaron en octubre. La tasa de crecimiento interanual de los préstamos concedidos por las IFM a los hogares (ajustados de ventas y titulizaciones) permaneció estable en torno a los niveles observados a comienzos de año y se situó en el 0,3 % en octubre, prácticamente sin variación con respecto al segundo y tercer trimestre (para más detalles, véase la sección 2.7).

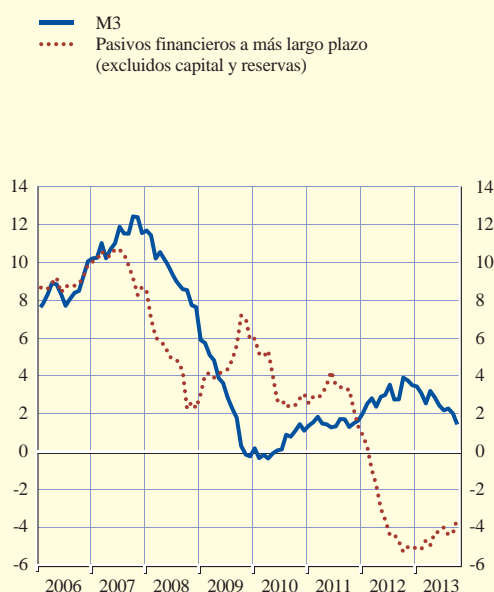
La tasa de crecimiento interanual de los préstamos concedidos por las IFM a las sociedades no financieras (ajustados de ventas y titulizaciones) se estabilizó en niveles negativos en los últimos meses y se situó en el -2,9 % en octubre, casi sin cambios con respecto al -2,8 % observado en el tercer trimestre, pero inferior al -1,8 % registrado en el segundo trimestre.

En conjunto, el crédito concedido al sector privado no financiero continuó contrayéndose en los últimos meses. Parece que la debilidad del crédito bancario refleja principalmente factores de demanda de carácter cíclico y estructural. Las restricciones de oferta parecen haber disminuido en el tercer trimestre, pero persisten en algunos países. En general, estos préstamos tienden a seguir el ciclo económico con un retardo. Además, los elevados (aunque cada vez menores) niveles de incertidumbre y la fragmentación de los mercados financieros están influyendo en la demanda de préstamos. Es probable que la necesidad de reducir el endeudamiento de los hogares y de las empresas en algunos países también esté frenando la demanda de crédito bancario. Finalmente, las empresas han sustituido crecientemente el crédito bancario por fuentes de financiación alternativas: los recursos generados internamente (relacionados en parte con las entradas de capital) y, en algunos casos, el acceso directo a los mercados de capitales. Los factores de oferta continúan afectando al crecimiento de los préstamos a hogares y a las sociedades no financieras, especialmente en países sometidos a tensiones, pero parece que su influencia ha disminuido en cierta medida recientemente. Los resultados de la encuesta sobre préstamos bancarios en la zona del euro de octubre sugieren que el acceso de las entidades de crédito a la financiación, tanto mayorista como minorista, mejoró en términos netos en el tercer trimestre de 2013. El porcentaje neto de entidades que indicó que se había producido un endurecimiento de los criterios de concesión de crédito se situó en el 5 %, ligeramente por debajo del resultado del trimestre anterior. Las entidades de crédito esperan que la demanda de préstamos a hogares se recupere en el cuarto trimestre de 2013.



**Gráfico 9 M3 y pasivos financieros a más largo plazo de las IFM**

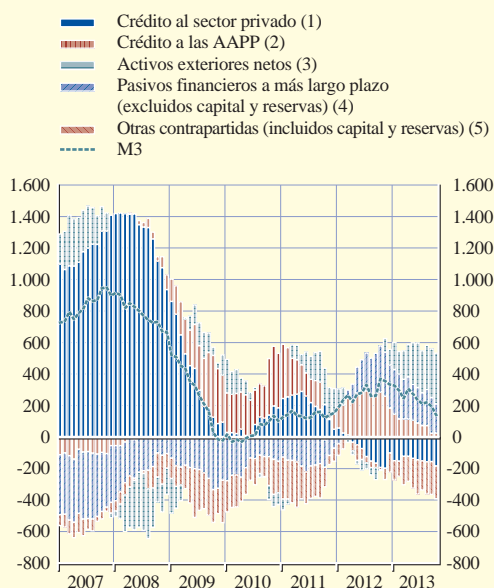
(tasas de variación interanual; datos ajustados de efectos estacionales y de calendario)



Fuente: BCE.

**Gráfico 10 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.

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) se situó en el -3,5% en octubre, frente al -4,2% del tercer trimestre (véase gráfico 9). Esta contrapartida volvió a registrar flujos de salida considerables en el tercer trimestre y en octubre, ya que continuó la amortización neta de valores distintos de acciones a largo plazo emitidos por IFM de la zona del euro. Los flujos de entrada en depósitos a largo plazo fueron despreciables durante dicho período. El continuo descenso de los pasivos financieros a más largo plazo de las IFM refleja las menores necesidades de financiación de este sector, debido a la contracción de sus balances y a que la regulación actual fomenta la sustitución de la financiación mediante deuda por la financiación mediante depósitos. No obstante, los hogares de algunos países sometidos a tensiones han seguido desplazando fondos hacia los depósitos a largo plazo, probablemente como consecuencia del impacto que han tenido los incentivos regulatorios sobre la remuneración de los depósitos.

La mejora de la confianza en la zona del euro continuó viéndose reflejada en el lado de las contrapartidas en las entradas de capital, como se observó en el aumento de la posición acreedora neta frente al exterior de las IFM de la zona del euro. Esta posición, que recoge los flujos de capital del sector tenedor de dinero cuando los fondos se canalizan a través de las IFM, así como la transferencia de activos emitidos por el sector tenedor de dinero, registró un flujo de entrada en octubre, tras haber anotado también entradas trimestrales en el tercer trimestre (véase gráfico 10). Estos flujos continuaron la serie de significativas entradas observadas desde octubre de 2012, habiéndose acumulado un total de 322 mm de euros en dicho período, una cifra que es incluso superior al máximo registrado a principios de 2007 (véase también el recuadro 2).

## Recuadro 2

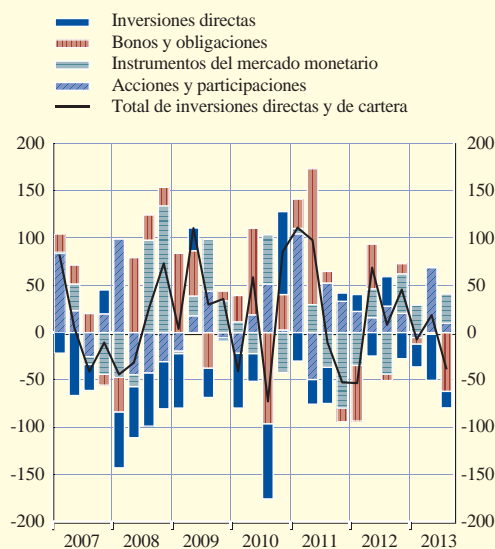
### EVOLUCIÓN RECIENTE DE LA CUENTA FINANCIERA DE LA BALANZA DE PAGOS DE LA ZONA DEL EURO

En este recuadro se analiza la evolución reciente de la cuenta financiera de la balanza de pagos de la zona del euro hasta el tercer trimestre de 2013. En el período de doce meses transcurrido hasta septiembre de 2013, el saldo agregado de inversiones directas y de cartera en la zona del euro registró entradas netas por importe de 17,4 mm de euros, frente a las salidas netas de 29,5 mm de euros contabilizadas un año antes (véase cuadro). Tras el anuncio en septiembre de 2012 de las Operaciones Monetarias de Compraventa (OMC), mejoró la situación en los mercados financieros y los inversores extranjeros incrementaron sustancialmente su exposición a acciones y participaciones y a valores distintos de acciones de la zona del euro. Estas entradas se compensaron con creces con las salidas netas de 299,4 mm de euros contabilizadas en otras inversiones, que contribuyeron al aumento de los activos exteriores netos de las IFM de la zona del euro en el contexto de un superávit de la balanza por cuenta corriente de de la zona.

El cambio de signo, de salidas netas a entradas netas, en el agregado de inversiones directas y de cartera de la zona del euro en el período de doce meses transcurrido hasta septiembre de 2013 refleja una evolución similar de las inversiones de cartera. Por el contrario, las inversiones directas pasaron de registrar entradas netas a contabilizar salidas netas durante el mismo período. Desde el anuncio de las OMC, los inversores extranjeros han aumentado considerablemente sus compras de acciones y participaciones y valores distintos de acciones emitidos por instituciones distintas de IFM de la zona del euro. Al mismo tiempo, los inversores de la zona también incrementaron sus adquisiciones de valores extranjeros, aunque en menor medida. Este último aumento tuvo su origen, principalmente, en las compras de acciones y participaciones extranjeras por parte tanto de IFM como de instituciones distintas de IFM de la zona del euro. Las compras de valores distintos de acciones extranjeros se mantuvieron prácticamente invariables con respecto al período de doce meses anterior, reduciendo ligeramente las instituciones distintas de IFM de la zona del euro sus compras de este tipo de valores, mientras que las IFM de la zona redujeron sus ventas netas. Las salidas netas de la partida de otras inversiones reflejaron, principalmente, una sustancial desinversión, por parte de no residentes en la zona del euro, en depósitos y préstamos de las IFM de la zona y, en menor medida, una reducción de las tenencias de depósitos y préstamos extranjeros de las IFM de la zona. En el período de doce meses transcurrido hasta septiembre de 2013, el incremento de la posición acreedora neta de las IFM de la zona del euro frente al exterior tuvo un impacto positivo sobre la liquidez de la zona y se reflejó, en parte, en la evolución del agregado monetario amplio M3. Como puede observarse en la presentación monetaria de la balanza de pagos, el aumento de la posición acreedora neta de

#### Principales partidas de la cuenta financiera

(mm de euros; flujos netos trimestrales)



Fuente: BCE.

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

(mm de euros; datos sin desestacionalizar)

	Cifras acumuladas de tres meses						Cifras acumuladas de doce meses					
	2013			2012			2012			2013		
	Junio	Septiembre		Septiembre	Septiembre		Septiembre		Septiembre		Septiembre	
	Activos	Pasivos	Saldo	Activos	Pasivos	Saldo	Activos	Pasivos	Saldo	Activos	Pasivos	Saldo
<b>Cuenta financiera<sup>1)</sup></b>			-56,3			-61,7			-76,0			-243,3
Total de inversiones												
directas y de cartera	-84,1	102,5	18,4	-106,1	67,2	-38,9	-445,1	415,7	-29,5	-545,7	563,2	17,4
Inversiones directas	-63,1	14,4	-48,7	-48,8	31,5	-17,3	-389,8	422,3	32,5	-281,4	163,8	-117,6
Inversiones de cartera	-21,0	88,1	67,1	-57,3	35,8	-21,6	-55,4	-6,6	-62,0	-264,3	399,3	135,0
Acciones y participaciones	-12,7	81,5	68,8	-31,8	41,8	9,9	38,6	60,8	99,4	-167,7	261,4	93,7
Valores distintos de acciones	-8,3	6,6	-1,7	-25,5	-6,0	-31,5	-93,9	-67,4	-161,4	-96,6	137,9	41,3
Bonos y obligaciones	-9,2	7,4	-1,8	-19,6	-42,8	-62,3	-57,3	24,3	-33,0	-102,9	42,8	-60,1
Instrumentos del mercado monetario	0,9	-0,7	0,1	-5,9	36,7	30,8	-36,7	-91,7	-128,4	6,4	95,1	101,5
Otras inversiones	55,2	-131,1	-75,9	78,3	-107,7	-29,4	33,4	-29,0	4,4	208,8	-508,2	-299,4
<b>De las cuales: IFM</b>												
Inversiones directas	-1,9	1,2	-0,6	-1,9	1,2	-0,7	1,6	10,8	12,4	-3,8	7,1	3,3
Inversiones de cartera	8,7	-29,0	-20,3	-9,7	9,0	-0,7	67,8	-64,3	3,4	1,3	-17,8	-16,4
Acciones y participaciones	-3,8	-17,0	-20,8	-10,1	7,1	-3,0	14,7	20,8	35,5	-37,6	-28,7	-66,4
Valores distintos de acciones	12,5	-12,0	0,5	0,4	1,9	2,3	53,1	-85,1	-32,1	39,0	11,0	49,9
Otras inversiones	-1,4	-115,0	-116,4	70,1	-112,0	-41,9	170,2	-134,0	36,2	172,9	-475,2	-302,3

Fuente: BCE.

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

1) Un signo positivo (negativo) indica una entrada (salida).

las IFM frente al exterior durante este período tuvo su origen, principalmente, en las transacciones del sector de instituciones distintas de IFM relacionadas con el superávit por cuenta corriente de la zona del euro, así como en las entradas netas registradas en la partida de inversiones de cartera.

En el tercer trimestre de 2013, el agregado de inversiones directas y de cartera registró salidas netas por importe de 38,9 mm de euros, frente a las entradas netas de 18,4 mm de euros contabilizadas en el segundo trimestre (véase gráfico). El cambio de signo de las inversiones de cartera, que pasaron de entradas netas en el segundo trimestre a salidas netas en el tercero, se compensó, en parte, con unas menores salidas netas de inversiones directas. En lo que respecta a las inversiones de cartera, los inversores de la zona del euro incrementaron sus compras de valores extranjeros, tanto de renta variable como de renta fija, en el tercer trimestre, mientras que los inversores extranjeros adquirieron acciones y participaciones de la zona del euro en cantidades menores que en el segundo trimestre y redujeron ligeramente sus tenencias de valores distintos de acciones de la zona.

En el tercer trimestre de 2013, las IFM de la zona del euro continuaron reduciendo, aunque solo ligeramente, sus tenencias de valores distintos de acciones extranjeros, pero siguieron adquiriendo acciones y participaciones extranjeras. Por primera vez desde el segundo trimestre de 2012, los no residentes en la zona del euro resultaron compradores netos de acciones y participaciones emitidas por IFM de la zona. Al mismo tiempo, los inversores extranjeros también incrementaron sus tenencias de valores distintos de acciones emitidos por IFM de la zona del euro, que se convirtieron en vendedoras netas de otros activos de inversión extranjeros, tras dos trimestres en los que registraron compras netas. Las instituciones distintas de IFM de la zona del euro aumentaron sus compras netas de acciones y participaciones extranjeras, así como las de bonos y obligaciones, convirtiéndose, al mismo tiempo, en vendedores netos de instrumentos del mercado monetario extranjeros. Pese al aumento de las compras netas de instrumentos del mercado monetario, la adquisición neta, por parte de inversores no residentes, de valores de la zona

del euro emitidos por instituciones distintas de IFM de la zona descendió en comparación con el trimestre anterior, debido a la caída de la inversión neta en acciones y participaciones y a las salidas netas de bonos y obligaciones. Aunque en el sector de instituciones distintas de IFM de la zona del euro se registraron salidas netas de inversiones de cartera, los activos exteriores netos de las IFM de la zona siguieron aumentando en el tercer trimestre de 2013, como resultado de las transacciones realizadas por el sector tenedor de dinero asociadas al superávit por cuenta corriente de la zona.

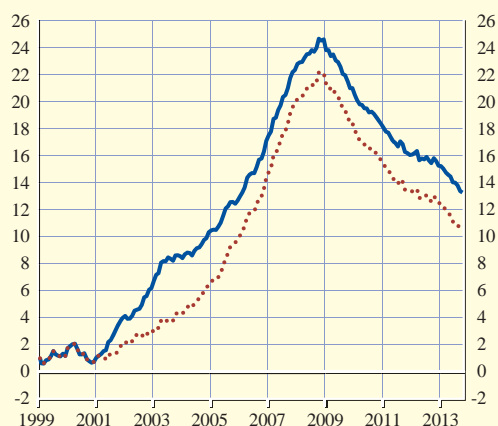
### VALORACIÓN GENERAL DE LA SITUACIÓN DE LIQUEZ MONETARIA EN LA ZONA DEL EURO

La evolución monetaria observada en M3 entre finales de diciembre de 2012 y finales de octubre de 2013 se tradujo en nuevas disminuciones de la liquidez monetaria acumulada en la zona del euro con anterioridad a la crisis (véanse gráficos 11 y 12). Algunos indicadores de la liquidez monetaria que son objeto de seguimiento por parte del BCE sugieren que sea reabsorbido una cantidad significativa de la abundante liquidez que se acumuló antes de la crisis, y es posible que estos indicadores se aproximen ahora a niveles indicativos de una situación de liquidez equilibrada en la economía. No obstante, se ha de recordar que estos indicadores deben interpretarse con cautela, ya que se basan en una evaluación de los saldos monetarios de equilibrio, que lleva asociada una incertidumbre considerable.

**Gráfico 11 Estimaciones de la brecha monetaria nominal <sup>1)</sup>**

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

— Brecha monetaria nominal basada en M3 oficial  
 ..... Brecha monetaria nominal basada en M3 corregido por el impacto estimado de los desplazamientos de cartera <sup>2)</sup>



Fuente: BCE.

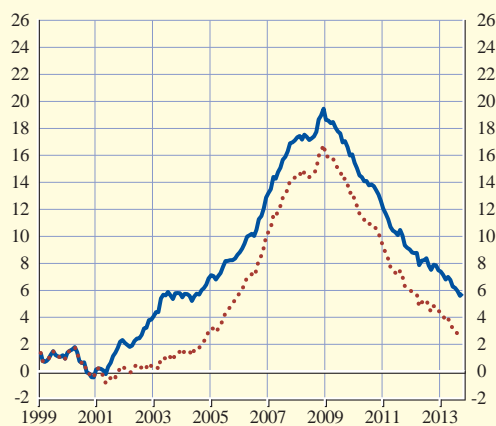
1) La brecha monetaria nominal se define como la diferencia existente entre el nivel efectivo de M3 y el nivel de M3 que correspondería a un crecimiento constante de este agregado monetario igual a su valor de referencia (4,5%), tomando diciembre de 1998 como período base.

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

**Gráfico 12 Estimaciones de la brecha monetaria real <sup>1)</sup>**

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

— Brecha monetaria real basada en M3 oficial  
 ..... Brecha monetaria real basada en M3 corregido por el impacto estimado de los desplazamientos de cartera <sup>2)</sup>



Fuente: BCE.

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

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

En conjunto, el crecimiento monetario y crediticio subyacente siguió siendo tenue en el tercer trimestre y en octubre. El crecimiento de M3 registró una nueva moderación debido a la muy débil creación de dinero. El frágil crecimiento del crédito al sector privado continuó reflejando factores de demanda de carácter cíclico y estructural y, en menor medida, factores de oferta. Adoptando una perspectiva a medio plazo, un requisito previo fundamental para la recuperación sostenida del crédito a este sector es el restablecimiento de la capacidad de las entidades de crédito para asumir riesgos y el retorno de la demanda de crédito bancario por parte del sector privado. La contrapartida que más favoreció la evolución monetaria siguieron siendo los continuos flujos de entrada de capital en la zona del euro. Estas entradas de capital, que se han observado tanto en países con tensiones como en países sin tensiones, también han contribuido a continuar reduciendo la fragmentación financiera y han permitido a las sociedades no financieras seguir aumentando sus colchones de liquidez. Al mismo tiempo, la actual atonía en la evolución de M3 se deriva de los bajos niveles de remuneración de los activos monetarios, que están animando a los tenedores de dinero a diversificar sus carteras y a optar por instrumentos con rentabilidades más elevadas no incluidos en M3.

## 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 disminuyó hasta el 1,9% en el segundo trimestre de 2013, como consecuencia de la persistente debilidad del entorno económico y de las menores oportunidades para generar ingresos. La tasa de crecimiento interanual de la inversión financiera de las empresas de seguros y fondos de pensiones se situó en el 3% en dicho trimestre. Mientras tanto, los fondos de inversión volvieron a registrar entradas en el tercer trimestre, permaneciendo sin variación con respecto al trimestre anterior, y dichas entradas fueron especialmente significativas en el caso de los fondos de renta variable y de los fondos mixtos, en un entorno caracterizado por una búsqueda de rentabilidad y por menor aversión al riesgo.

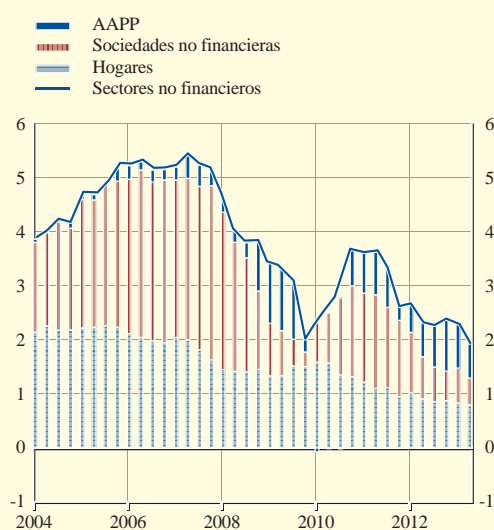
### SECTORES NO FINANCIEROS

En el segundo trimestre de 2013 (el más reciente para el que se dispone de datos procedentes de las cuentas de la zona del euro), la tasa de crecimiento interanual de la inversión financiera total de los sectores no financieros disminuyó hasta el 1,9%, frente al 2,3% del primer trimestre (véase cuadro 5). El moderado incremento observado en la acumulación de efectivo y depósitos se vio contrarrestado con creces por la caída de las tasas de crecimiento interanual de los demás instrumentos financieros (con la excepción de la inversión en reservas técnicas de seguro, cuya tasa de crecimiento interanual permaneció sin variación con respecto al trimestre anterior).

El detalle por sectores pone de manifiesto que la acumulación de activos financieros por parte de los hogares volvió a disminuir en el segundo trimestre, manteniendo la tendencia observada

Gráfico 13 Inversión financiera de los sectores no financieros

(tasas de variación interanual; contribución en puntos porcentuales)



Fuente: BCE.

**Cuadro 5 Inversión financiera de los sectores no financieros de la zona del euro**

	Saldo vivo, en porcentaje de los activos financieros <sup>1)</sup>	Tasas de crecimiento interanual									
		2011	2011	2011	2011	2012	2012	2012	2012	2013	2013
		I	II	III	IV	I	II	III	IV	I	II
<b>Inversión financiera</b>	<b>100</b>	<b>3,6</b>	<b>3,6</b>	<b>3,3</b>	<b>2,6</b>	<b>2,7</b>	<b>2,3</b>	<b>2,3</b>	<b>2,4</b>	<b>2,3</b>	<b>1,9</b>
Efectivo y depósitos	24	3,7	3,9	3,5	3,1	4,1	3,5	3,7	3,6	2,7	3,0
Valores distintos de acciones, excluidos derivados financieros	5	6,8	7,2	8,1	3,2	2,1	1,6	0,4	-4,9	-7,5	-8,4
<i>De los cuales:</i> A corto plazo	0	0,5	7,6	1,9	21,4	18,5	21,4	21,5	-4,4	-19,5	-27,7
<i>De los cuales:</i> A largo plazo	5	7,3	7,2	8,6	1,8	0,8	0,1	-1,2	-5,0	-6,4	-6,7
Acciones y otras participaciones, excluidas participaciones en fondos de inversión	30	2,7	2,9	2,6	2,7	2,9	2,6	2,3	1,9	2,1	1,4
<i>De las cuales:</i> Acciones cotizadas	5	1,0	0,7	2,5	1,9	2,5	3,0	0,6	0,7	0,7	1,5
<i>De las cuales:</i> Acciones no cotizadas y otras participaciones	25	3,2	3,4	2,6	2,9	3,0	2,5	2,6	2,2	2,4	1,4
Participaciones en fondos de inversión	5	-4,6	-3,2	-4,9	-5,3	-4,2	-3,4	-1,7	0,5	2,6	2,2
Reservas técnicas de seguro	16	3,7	3,1	2,6	2,0	1,8	1,8	1,9	2,3	2,6	2,6
Otros <sup>2)</sup>	21	5,9	5,3	5,2	4,1	3,1	2,5	2,3	4,0	4,3	3,4
M3 <sup>3)</sup>		1,8	1,3	1,7	1,6	2,8	3,0	2,8	3,5	2,5	2,4

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.

desde finales de 2010. La tasa de crecimiento interanual de la inversión financiera del sector de Administraciones Públicas también descendió por segundo trimestre consecutivo. Desde mediados de 2010, la evolución de la inversión financiera de las Administraciones Públicas se ha visto significativamente afectada por la transmisión de activos a estructuras de «bancos malos» y por la recapitalización de diversos sistemas bancarios nacionales (véase gráfico 13). El hecho de que el crecimiento del saldo de activos financieros en poder de los hogares continuara siendo moderado en el segundo trimestre fue reflejo de la débil evolución de las rentas y de los esfuerzos por rebajar el endeudamiento en algunos países. Mientras tanto, los hogares continuaron reduciendo sus tenencias de valores distintos de acciones. El nuevo aumento de la inversión en participaciones en fondos de inversión por parte de los hogares y la menor acumulación de depósitos de M3 de este sector en el segundo trimestre del año apunta a que los hogares continúan buscando rentabilidad en un contexto de activos monetarios escasamente remunerados.

Las sociedades no financieras también redujeron su acumulación de activos financieros en el segundo trimestre de 2013 debido, principalmente, a la menor inversión en acciones no cotizadas y otras participaciones, en un contexto de disminución de los beneficios no distribuidos y de nuevo debilitamiento del crecimiento de la financiación externa. En cambio, la acumulación de efectivo y depósitos por parte de las sociedades no financieras siguió aumentando. Para obtener información más detallada sobre la evolución de los flujos de financiación y de los balances del sector privado no financiero, véanse las secciones 2.6 y 2.7. En el recuadro titulado «Cuentas integradas de la zona del euro del segundo trimestre de 2013», publicado en la versión inglesa del Boletín Mensual de noviembre de 2013, 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 situó en el 3% en el segundo trimestre de 2013 (el más reciente para el que se dispone de datos



procedentes de las cuentas integradas de la zona del euro), prácticamente sin variación con respecto al trimestre anterior (véase gráfico 14). Si se analizan los elementos que más contribuyeron a la inversión financiera total de las empresas de seguros y fondos de pensiones, la tasa de crecimiento interanual de la inversión en valores distintos de acciones aumentó ligeramente, mientras que la acumulación de participaciones en fondos de inversión se mantuvo sin cambios con respecto al trimestre anterior.

En cuanto a los fondos de inversión, ya están disponibles los datos correspondientes al tercer trimestre de 2013. Las participaciones emitidas por los fondos de inversión de la zona del euro distintos de los fondos del mercado monetario registraron una entrada trimestral de 97 mm de euros en dicho trimestre, sin variación con respecto al segundo trimestre. Este nuevo flujo positivo del tercer trimestre apunta a una persistente búsqueda de rentabilidad, en un contexto de normalización de las inversiones de cartera y de bajos tipos de interés. Adoptando una perspectiva a largo plazo, este tipo de inversión continuó registrando entradas netas interanuales significativas, que ascendieron a 480 mm de euros en el tercer trimestre (lo que equivale a una tasa de crecimiento interanual del 7,4%). El detalle por tipo de inversión muestra que las emisiones de los fondos de renta fija siguieron creciendo con gran fuerza en términos interanuales, con unas entradas netas interanuales acumuladas de 181 mm de euros, mientras que las emisiones de los fondos mixtos y de renta variable registraron entradas netas interanuales por valor de 143 mm de euros y de 99 mm de euros, respectivamente (véase gráfico 15). Las operaciones del tercer trimestre revelan una preferencia ligeramente más acusada por los fondos que invierten en su totalidad o en parte en valores de renta variable, habiendo registrado los fondos de renta variable y mixtos entradas trimestrales significativas de magnitud

**Gráfico 14 Inversión financiera de las empresas de seguros y fondos de pensiones**

(tasas de variación interanual; contribución en puntos porcentuales)

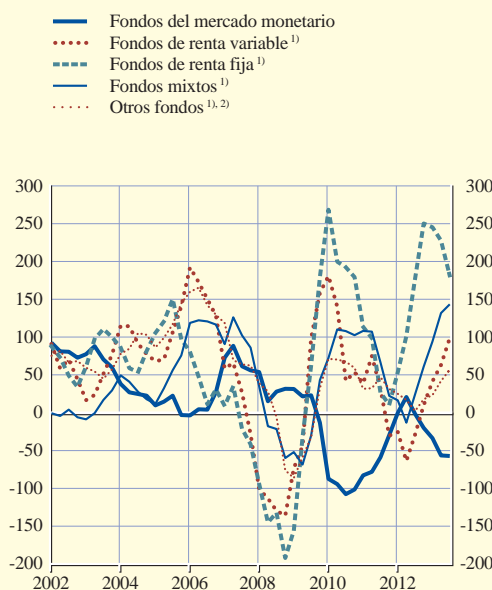


Fuente: BCE.

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

**Gráfico 15 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 estimaciones del BCE.  
2) Incluye los fondos inmobiliarios, los fondos de inversión libre y los fondos no clasificados en otros fondos.

similar (36 mm de euros y 38 mm de euros, respectivamente) y los fondos de renta fija, entradas mucho más reducidas (8 mm de euros, en comparación con 41 mm de euros en el segundo trimestre).

En contraposición a las sólidas entradas observadas en las participaciones en fondos de inversión en el tercer trimestre, las participaciones en fondos del mercado monetario continuaron registrando ventas netas por parte de los inversores, que ascendieron a un total de 57 mm de euros, en un entorno de bajos tipos de interés y de escaso rendimiento de este tipo de inversión.

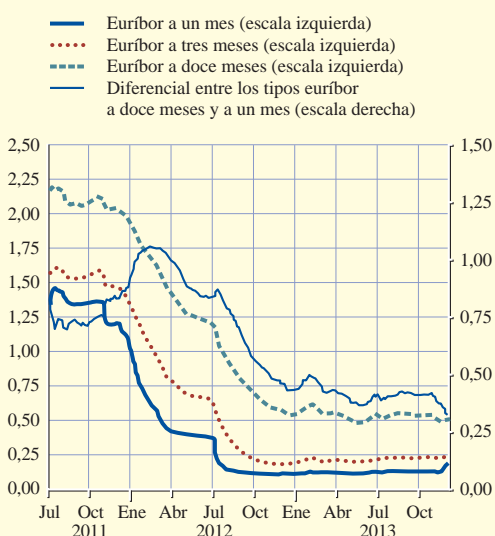
### 2.3 TIPOS DE INTERÉS DEL MERCADO MONETARIO

Los tipos de interés del mercado monetario se mantuvieron prácticamente estables entre septiembre y mediados de noviembre de 2013. Sin embargo, a partir de entonces el eonia aumentó en un contexto de incremento de la demanda de colchones de liquidez por motivo de precaución ante la proximidad del final de año, y los niveles de exceso de liquidez se redujeron. La decisión adoptada el 7 de noviembre de 2013 de rebajar el tipo de interés de las operaciones principales de financiación del BCE ejerció cierta presión a la baja sobre el nivel y la volatilidad de los tipos de interés del mercado monetario a plazo (como los futuros del euríbor).

En los plazos más cortos, los tipos de interés del mercado monetario se mantuvieron prácticamente estables, en general, entre el 4 de septiembre y el 4 de diciembre de 2013. Sin embargo, a partir de mediados de noviembre, la necesidad de crear colchones de liquidez por motivo de precaución ante la proximidad del final de año generó cierta presión al alza, y los niveles de exceso de liquidez se redujeron. En los plazos más largos, los tipos de interés del mercado monetario disminuyeron tras la decisión del Consejo de Gobierno de noviembre de i) recortar el tipo de interés de las operaciones principales

**Gráfico 16 Tipos de interés del mercado monetario**

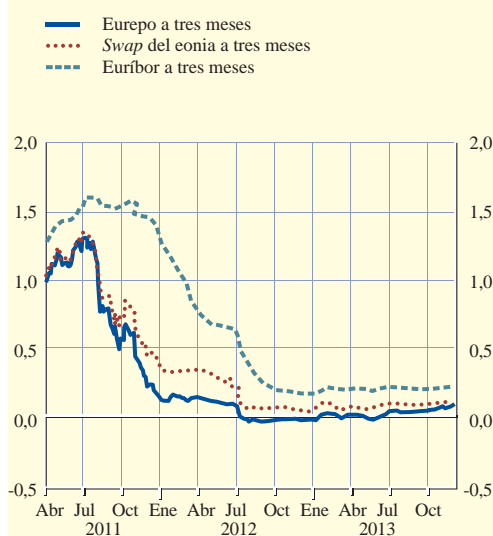
(porcentajes; diferencial en puntos porcentuales; datos diarios)



Fuentes: BCE y Thomson Reuters.

**Gráfico 17 Eurepo, euríbor y swap del eonia a tres meses**

(porcentajes; datos diarios)



Fuentes: BCE, Bloomberg y Thomson Reuters.

de financiación al 0,25 %, ii) confirmar las indicaciones sobre la evolución futura de los tipos de interés (*forward guidance*) proporcionadas en julio de 2013, y iii) seguir realizando sus operaciones principales de financiación mediante el procedimiento de subasta a tipo de interés fijo con adjudicación plena al menos hasta el 7 de julio de 2015.

El 4 de diciembre, los tipos euríbor a un mes, a tres meses, a seis meses y a doce meses se situaron en el 0,18 %, el 0,24 %, el 0,33 %, y el 0,50 %, respectivamente, es decir, 5 y 1 puntos básicos por encima y 1 y 5 puntos básicos por debajo, respectivamente, de los niveles observados el 4 de septiembre. En consecuencia, el diferencial entre el euríbor a doce meses y a un mes, un indicador de la pendiente de la curva de rendimientos del mercado monetario, se redujo 10 puntos básicos durante ese período y el 4 de diciembre se situó en 32 puntos básicos (véase gráfico 16).

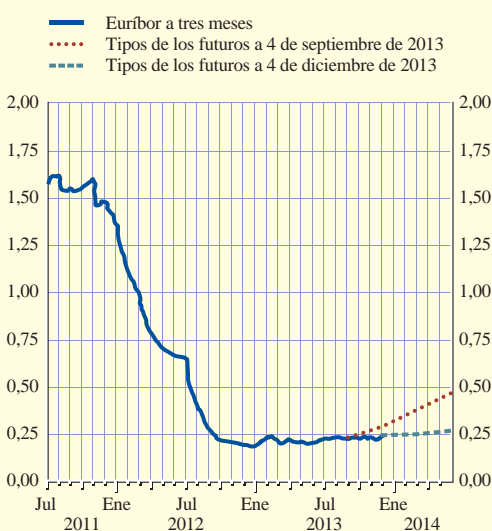
El 4 de diciembre, el tipo *swap* del eonia a tres meses se situó en el 0,13 %, 3 puntos básicos por encima del nivel observado el 4 de septiembre. Dado que el correspondiente euríbor aumentó 1 punto básico, el diferencial entre estos dos tipos se redujo 2 puntos básicos. El eurepo a tres meses con garantías se situó en el 0,10 % el 4 de diciembre, 5 puntos básicos por encima del nivel registrado el 4 de septiembre (véase gráfico 17).

El 4 de diciembre, los tipos de interés implícitos en los precios de los futuros del euríbor a tres meses con vencimiento en diciembre de 2013 y en marzo, junio y septiembre de 2014 se situaron en el 0,24 %, el 0,25 %, el 0,27 % y el 0,29 %, respectivamente. En comparación con los niveles observados el 4 de septiembre, estos tipos de interés se redujeron 5, 13, 20 y 27 puntos básicos, respectivamente (véase gráfico 18). 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 también disminuyeron con respecto a los niveles registrados el 4 de septiembre (véase gráfico 19).

Si se considera el vencimiento a un día, el eonia se mantuvo prácticamente estable entre el 4 de septiembre y mediados de noviembre, situándose entre el 0,07 % y el 0,10 %. A partir de mediados de noviembre, el aumento de la demanda de colchones de liquidez por motivo de precaución generó cierta presión al alza ante la proximidad del final de año y los niveles de exceso de liquidez disminuyeron. Por consiguiente, el diferencial negativo entre el eonia y el tipo de interés de las operaciones principales de financiación se redujo 25 puntos básicos tras la decisión adoptada por el Consejo de Gobierno el 7 de noviembre de recortar el tipo de interés aplicable a estas operaciones al 0,25 % y dejar el tipo de interés de la facilidad de depósito sin variación en el 0 %. El 4 de diciembre, el eonia se situó en el 0,13 % (véase gráfico 20), lo que supuso una nueva contracción del diferencial negativo entre el eonia y el tipo de las operaciones principales de financiación.

Gráfico 18 Tipos de interés a tres meses y tipos de interés de los futuros en la zona del euro

(porcentajes; datos diarios)



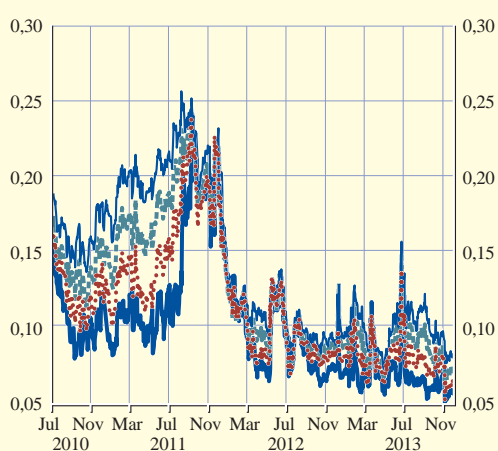
Fuente: Thomson Reuters.

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

**Gráfico 19 Volatilidad implícita de las opciones sobre futuros del euríbor a tres meses con plazo de vencimiento constante**

(porcentajes; datos diarios)

- Plazo de vencimiento constante de tres meses
- ... Plazo de vencimiento constante de seis meses
- - - Plazo de vencimiento constante de nueve meses
- Plazo de vencimiento constante de doce meses



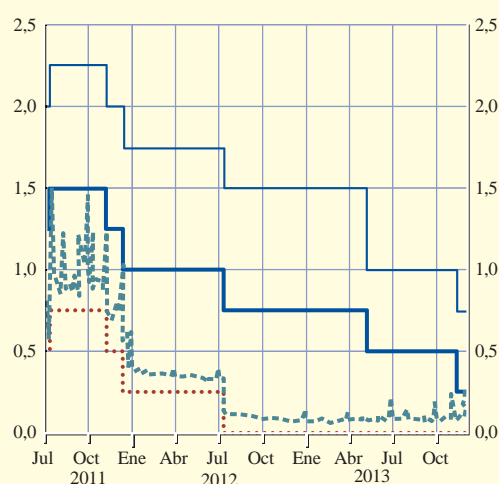
Fuentes: Thomson Reuters y cálculos del BCE.

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

**Gráfico 20 Tipos de interés del BCE y tipo de interés a un día**

(porcentajes; datos diarios)

- Tipo fijo de las operaciones principales de financiación
- ... Tipo de depósito
- - - Tipo a un día (eonia)
- Tipo marginal de crédito



Fuentes: BCE y Thomson Reuters.

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 (véase también el recuadro 3).

El BCE también ejecutó operaciones semanales de absorción de liquidez a una semana aplicando un procedimiento de subasta a tipo de interés variable con un tipo máximo de puja del 0,50 % en el noveno y décimo período de mantenimiento de reservas de 2013 y del 0,25 % en el undécimo período de mantenimiento del año. En todas estas operaciones, salvo en una, el BCE absorbió un importe equivalente al valor residual de las adquisiciones realizadas en el marco del programa para los mercados de valores (que el 4 de diciembre ascendían a 184 mm de euros). En el contexto de demanda de liquidez por motivo de precaución, el Eurosistema absorbió 157,8 mm de euros en la operación que se liquidó el 27 de noviembre de 2013.

El período analizado se caracterizó por nuevos descensos del exceso de liquidez. La disminución observada en los niveles medios de exceso de liquidez durante el noveno, décimo y undécimo período de mantenimiento se debió, principalmente, al reembolso anticipado voluntario de una parte de la liquidez obtenida en las dos operaciones de financiación a plazo más largo (OFPML) a tres años y a la menor

demanda en otras operaciones de financiación. Sin embargo, las fluctuaciones diarias del exceso de liquidez durante los períodos de mantenimiento volvieron a estar determinadas, fundamentalmente, por los factores autónomos, sobre todo las fluctuaciones de los depósitos de las Administraciones Públicas. Como consecuencia, el exceso de liquidez se situó en 196,6 mm de euros, en promedio, en el noveno, décimo y undécimo período de mantenimiento de 2013, lo que supone un descenso con respecto a los 255,4 mm de euros de los tres períodos de mantenimiento de reservas anteriores. El 4 de diciembre, el exceso de liquidez se situó en 155 mm de euros. El recurso medio diario a la facilidad de depósito se cifró en 53,1 mm de euros, mientras que los saldos en cuenta corriente por encima de las exigencias de reservas se situaron en 143,5 mm de euros, en promedio. Las entidades de contrapartida han reembolsado voluntariamente hasta ahora 395,9 mm de euros de los 1.018,7 mm de euros obtenidos en las dos OFPML a tres años.

### Recuadro 3

#### SITUACIÓN DE LIQUIDEZ Y OPERACIONES DE POLÍTICA MONETARIA EN EL PERÍODO COMPRENDIDO ENTRE EL 7 DE AGOSTO Y EL 12 DE NOVIEMBRE DE 2013

En este recuadro se describen las operaciones de política monetaria del BCE realizadas durante los períodos de mantenimiento de reservas que finalizaron el 10 de septiembre, el 8 de octubre y el 12 de noviembre de 2013, es decir, el octavo, noveno y décimo períodos de mantenimiento del año.

Durante el periodo analizado, las operaciones principales de financiación (OPF) siguieron ejecutándose mediante procedimientos de subasta a tipo de interés fijo con adjudicación plena. El mismo procedimiento continuó utilizándose en las operaciones de financiación con plazo especial de un período de mantenimiento. El tipo fijo de estas operaciones fue el mismo que para las OPF vigentes en ese momento.

Además, las operaciones de financiación a plazo más largo (OFPML) con vencimiento a tres meses adjudicadas en el periodo analizado también se llevaron a cabo mediante procedimientos de subasta a tipo de interés fijo con adjudicación plena. Los tipos de interés de cada una de estas OFPML se fijaron en la media de los tipos de las OPF ejecutadas durante la vigencia de las respectivas OFPML. Los tipos de interés oficiales del BCE se mantuvieron sin cambios a lo largo del periodo considerado, y la reducción del tipo de interés de las OPF acordada el 7 de noviembre por el Consejo de Gobierno solo entró en vigor al iniciarse el undécimo período de mantenimiento del año.

#### Necesidad de liquidez

En el período de referencia, las necesidades diarias de liquidez del sistema bancario —definidas como la suma de los factores autónomos y las exigencias de reservas— ascendieron en promedio a 604,7 mm de euros, lo que representa un descenso de 5,1 mm de euros con respecto a la media diaria del período considerado previamente (del 8 de mayo al 6 de agosto de 2013). Las exigencias de reservas se redujeron desde una media de 105 mm de euros en el período mencionado, hasta una media de 104,2 mm en el período que se está analizando en el presente recuadro. Los factores autónomos contribuyeron en mayor medida a la reducción de las necesidades de liquidez, ya que pasaron de 504,9 mm de euros a 500,5 mm de euros, en promedio.

Si se examinan las contribuciones individuales a la caída observada en la media de los factores autónomos, dos componentes explican el grueso de este cambio. Los depósitos de las Administraciones Públicas fueron el principal factor determinante de la reducción de las necesidades de liquidez del sistema bancario, pues disminuyeron 16,1 mm de euros con respecto al período analizado previamente, hasta situarse en un promedio de 74,1 mm de euros. Las variaciones de este componente tienen un impacto significativo en la volatilidad de los factores autónomos, pero normalmente tienen un efecto menor en su nivel medio. En el período considerado, este componente llegó a fluctuar hasta 53,2 mm de euros (siendo las variaciones más significativas las de la Banca d'Italia), aunque algunos BCN continuaron mostrando fluctuaciones regulares. Tales fluctuaciones reflejan habitualmente actividades relacionadas con la recaudación de impuestos (entre los días 19 y 23 de cada mes) y el pago de salarios, pensiones y prestaciones sociales (en torno al primer día de cada mes)<sup>1</sup>.

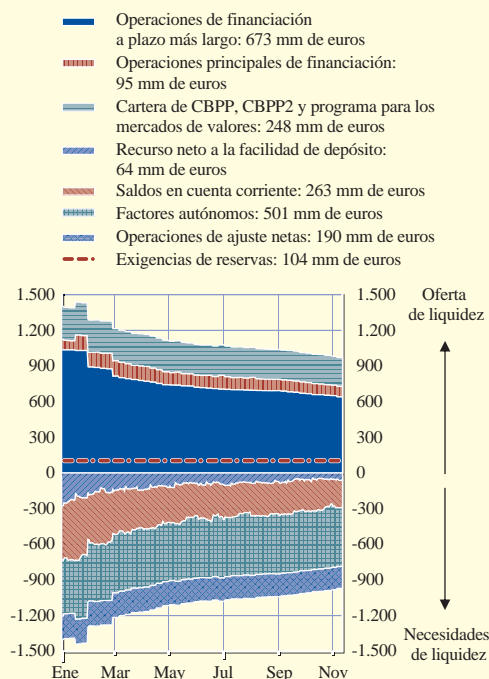
El efecto de estas variaciones se vio compensado parcialmente por un aumento de los billetes en circulación, que pasaron de un promedio de 909,8 mm de euros en el período de referencia anterior a un promedio de 919,8 mm de euros en el período que está analizando ahora, aunque el ritmo de este incremento (+10 mm de euros) fue más lento que el observado en los dos períodos analizados previamente (+16 mm de euros). Esta reducción del ritmo puede atribuirse, en parte, a la demanda estacional de billetes durante los meses de verano, como consecuencia del turismo.

Los saldos diarios en cuenta corriente por encima de las exigencias de reservas alcanzaron un promedio de 158 mm de euros durante el período considerado, por debajo de los 181,6 mm de euros del período anterior. En un examen más detallado, este descenso está en línea con una

1 Para más información, véase el artículo titulado «Experiencia del Eurosistema en la predicción de los factores autónomos y del exceso de reservas», *Boletín Mensual*, BCE, enero de 2008.

### Gráfico A Necesidades de liquidez del sistema bancario y oferta de liquidez en 2013

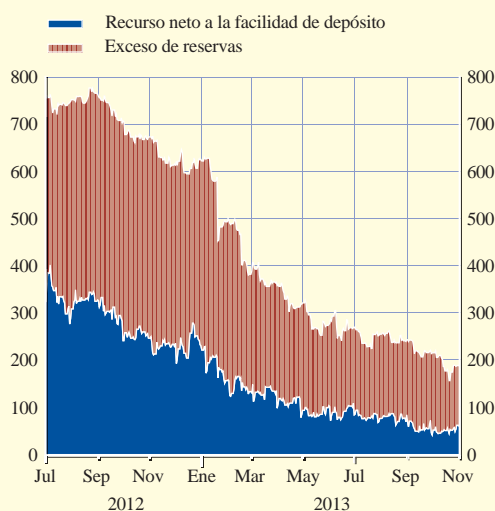
(mm de euros; datos diarios)



Fuente: BCE.

### Gráfico B Evolución del exceso de liquidez y su distribución entre exceso de reservas y facilidades permanentes desde el 11 de julio de 2012

(mm de euros; datos diarios)



Fuente: BCE.



continua tendencia descendente del exceso de reservas desde comienzos de 2013: el exceso de reservas se redujo, en promedio, desde 169,6 mm de euros en el octavo período de mantenimiento, hasta 164,7 mm de euros y 141,1 mm de euros en el noveno y décimo períodos de mantenimiento, respectivamente. Esta caída, así como la observada en el recurso neto medio a la facilidad de depósito (véase gráfico B), está asociada, en gran medida, al actual reembolso de la liquidez obtenida en las OFPML a tres años y a una reducción general de la liquidez, como se describe a continuación

### Oferta de liquidez

El volumen medio de liquidez proporcionado a través de las operaciones de mercado abierto siguió reduciéndose, de 879,4 mm de euros durante el período considerado anteriormente a 826,2 mm de euros. Las operaciones de subasta<sup>2</sup> proporcionaron una media de 578,2 mm de euros, lo que supone una reducción de 43,8 mm de euros. La liquidez inyectada a través de las OPF semanales se situó, en promedio, en 94,7 mm de euros, lo que constituye una caída de 10,3 mm de euros con respecto al período analizado previamente, que se debió a un descenso continuo de los importes adjudicados semanalmente.

Durante el período analizado, las OPF con vencimiento a tres meses y las operaciones de financiación con plazo especial de un período de mantenimiento contribuyeron en una media diaria de 21,8 mm de euros a la oferta de liquidez, lo que supone un descenso y una continuación de la tendencia observada desde comienzos de año, cuando estas operaciones de financiación aportaron una media diaria de 43,8 mm de euros. Las OFPML a tres años proporcionaron una media diaria de 651,5 mm de euros durante el período considerado. Las entidades de contrapartida reembolsaron 54,7 mm de euros durante el período, ascendiendo el total de reembolsos semanales a 8,5 mm de euros durante el octavo período de mantenimiento, y aumentando en el noveno y décimo períodos de mantenimiento, hasta situarse en 20,1 mm de euros y 26, 1 mm de euros, respectivamente.

El saldo agregado de los valores mantenidos con fines de política monetaria, es decir, los adquiridos en el marco del primer y segundo programas de adquisiciones de bonos garantizados (CBPP y CBPP2) y del programa para los mercados de valores se situó, en promedio, en 248 mm de euros, lo que representa una reducción de 9,3 mm de euros.

El saldo vivo de los valores que se adquirieron en el marco del CBPP, programa que finalizó en junio 2010, ascendía a 42 mm de euros al final del periodo considerado, es decir, 2,1 mm de euros menos que en el periodo de referencia anterior, como consecuencia de los vencimientos. El saldo vivo de los activos mantenidos en el marco del CBPP2, programa que finalizó el 31 de octubre de 2012, se situó en 15,5 mm de euros, cifrándose los vencimientos en 0,3 mm de euros. El saldo vivo de los activos que se adquirieron en el marco del programa para los mercados de valores experimentó un descenso de 8,5 mm de euros, debido a los vencimientos, con lo que el saldo vivo agregado al final del período analizado se situó en 184,1 mm de euros. Las operaciones de ajuste semanales de absorción de liquidez lograron neutralizar toda la liquidez proporcionada por el programa para los mercados de valores.

<sup>2</sup> Las operaciones de subasta incluyen las operaciones principales de financiación, las operaciones de financiación a plazo más largo y las operaciones de ajuste (que pueden ser tanto de inyección como de absorción de liquidez).

## Exceso de liquidez

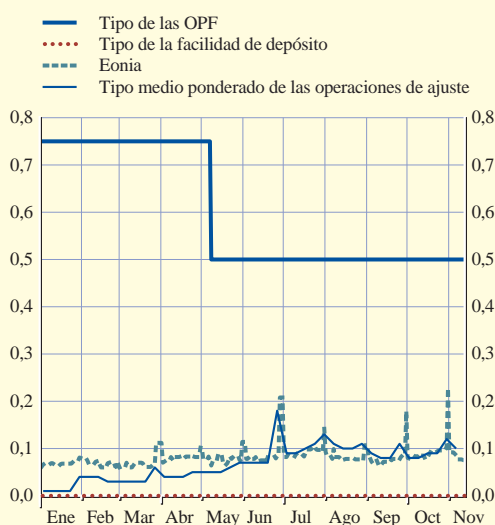
El exceso de liquidez siguió disminuyendo, y se situó, en promedio, en 221,5 mm de euros en el periodo considerado, frente a 269,5 mm de euros en el período de referencia anterior. Al mismo tiempo, mantuvo su volatilidad durante el período analizado, fluctuando entre 263,4 mm de euros (20 de agosto) y 157,2 mm de euros (30 y 31 de octubre). Como se explicaba anteriormente, los principales factores determinantes fueron las fluctuaciones de los depósitos de las Administraciones Públicas, el aumento observado en los billetes en circulación y una disminución de la liquidez suministrada a través de las operaciones de mercado abierto. Dado que el tipo de interés de la facilidad de depósito se sitúa en el 0% y, por consiguiente, es igual al de la remuneración del exceso de reservas, sería de esperar que las entidades de contrapartida fueran indiferentes en cuanto a dónde colocar su exceso de liquidez. En los tres períodos de mantenimiento considerados, el patrón permaneció bastante estable, manteniéndose alrededor del 29% del exceso de liquidez en la facilidad de depósito y el 71% en forma de exceso de reservas (véase gráfico B).

## Evolución de los tipos de interés

Durante el período analizado, los tipos de interés del BCE correspondientes a la facilidad marginal de crédito, a las OPF y a la facilidad de depósito se mantuvieron sin cambios en el 1%, 0,50% y 0%, respectivamente. A la luz de la situación de liquidez durante el período de mantenimiento, en descenso pero aún holgada, el eonia se mantuvo próximo al tipo de interés de la facilidad de depósito, situándose, en promedio, en el 0,085%, marginalmente por debajo del 0,086% de los tres períodos de mantenimiento anteriores. En el período de mantenimiento que finalizó el 12 de noviembre de 2013, el eonia se situó, en promedio, en el 0,092%, ya que el nivel medio del exceso de liquidez durante ese período de mantenimiento fue el más bajo observado desde que se liquidó la primera OFPML a tres años. Los tipos de interés de las operaciones de ajuste semanales de absorción de liquidez también alcanzaron niveles más elevados, fluctuando el tipo medio ponderado de adjudicación entre el 0,08% y el 0,12% durante el período considerado (véase gráfico C).

Gráfico C Algunos tipos de interés del BCE, eonia y tipo medio ponderado de las operaciones de ajuste de 2013

(porcentajes; datos diarios)



Fuente: BCE.

## 2.4 MERCADOS DE RENTA FIJA

Entre finales de agosto y el 4 de diciembre, el rendimiento de la deuda pública a largo plazo con calificación AAA de la zona del euro disminuyó unos 10 puntos básicos, hasta situarse en el 2%, mientras que el rendimiento de la deuda pública a largo plazo de Estados Unidos se mantuvo prácticamente sin variación. En ese período, la evolución de los mercados de renta fija a ambos lados del Atlántico se vio

influida, principalmente, por las noticias procedentes de Estados Unidos; en concreto, la incertidumbre imperante acerca de si la Reserva Federal ralentizaría el ritmo de sus compras mensuales de activos en el período previo a que el Comité de Operaciones de Mercado Abierto de la Reserva Federal adoptará la decisión el 18 de septiembre, y la incertidumbre en torno al debate sobre el techo de la deuda en octubre. Mientras que los rendimientos de la deuda pública a largo plazo mostraron una evolución bastante similar en ambas regiones durante los meses de septiembre y octubre, en noviembre tendieron a divergir, ya que se incrementaron en Estados Unidos, mientras que se estabilizaron en la zona del euro. La incertidumbre acerca de la evolución futura de los mercados de renta fija, medida por la volatilidad implícita de estos mercados, volvió a disminuir tanto en la zona del euro como en Estados Unidos. Los diferenciales de rendimiento de la deuda soberana dentro de la zona del euro continuaron estrechándose en la mayoría de los países. Los indicadores financieros de las expectativas de inflación a largo plazo en la zona del euro permanecieron prácticamente sin variación y siguieron siendo plenamente acordes con la estabilidad de precios.

Entre finales de agosto y el 4 de diciembre, el rendimiento de la deuda pública a largo plazo con calificación AAA de la zona del euro disminuyó del 2,1 % al 2 %, tras registrar un máximo del 2,2 % a principios de septiembre (véase gráfico 21). El rendimiento de la deuda pública a largo plazo de Estados Unidos siguió la misma senda descendente hasta finales de octubre, antes de aumentar en noviembre y situarse en el 2,8 % el 4 de diciembre. Por consiguiente, el diferencial entre el rendimiento de la deuda pública a diez años de la zona del euro y el de la deuda correspondiente de Estados Unidos se incrementó en torno a 15 puntos básicos en el período de referencia. En Japón, el rendimiento de la deuda pública a diez años se redujo 10 puntos básicos en el mismo período y se situó en el 0,6 % el 4 de diciembre.

En el período analizado, el rendimiento de la deuda pública a largo plazo con calificación AAA de la zona del euro estuvo influido por los acontecimientos en Estados Unidos y por los anuncios de datos macroeconómicos de naturaleza bastante dispar en la zona del euro. En septiembre, los rendimientos disminuyeron significativamente en un entorno de aumento de las expectativas de los mercados de un retraso en la moderación del ritmo de relajación cuantitativa, hecho que confirmó posteriormente la Reserva Federal en su decisión del 18 de septiembre. En cambio, el rendimiento de la deuda pública a largo plazo con calificación AAA de la zona del euro aumentó ligeramente en la primera quincena de octubre, siendo reflejo de la incertidumbre acerca de las negociaciones sobre el techo de la deuda federal de Estados Unidos (véase a continuación). Los datos macroeconómicos publicados en la zona del euro fueron generalmente positivos al comienzo del período analizado, pero fueron dispares en algunos países al final de dicho período, en especial los datos del PIB correspondientes al tercer trimestre de

Gráfico 21 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 Alemania, Austria, Finlandia y Países Bajos.

2013. Tras la decisión del Consejo de Gobierno del BCE del 7 de noviembre de reducir el tipo de interés de sus operaciones principales de financiación en 25 puntos básicos, el rendimiento de la deuda pública a largo plazo con calificación AAA de la zona del euro cayó alrededor de 5 puntos básicos, y posteriormente osciló en torno al 1,9% durante el resto del período de referencia.

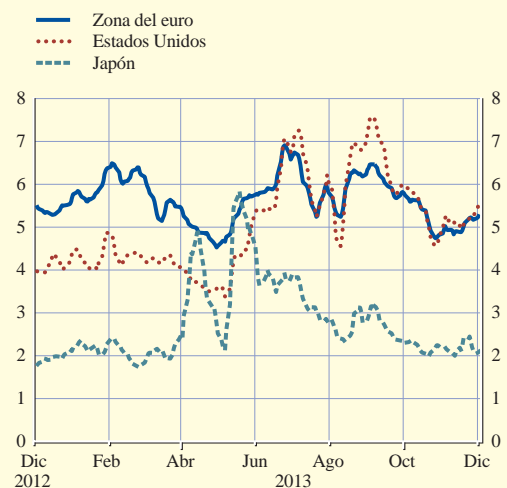
Los mismos factores específicos de Estados Unidos que afectaron a los rendimientos de la zona del euro influyeron también en los rendimientos a largo plazo de ese país y, como cabía esperar, se tradujeron en variaciones más significativas en los mercados de renta fija. El rendimiento de la deuda estadounidense disminuyó en septiembre, particularmente en respuesta a unos datos del mercado de trabajo peores de lo esperado y a la decisión de la Reserva Federal de mantener el ritmo de sus compras mensuales de activos. En la primera quincena de octubre, la atención de los mercados se centró en la incertidumbre imperante en torno al presupuesto federal de Estados Unidos, que ejerció presión al alza sobre el rendimiento de la deuda pública a largo plazo de este país. Dicho rendimiento se redujo posteriormente cuando el Congreso de Estados Unidos acordó elevar el techo de la deuda, pero volvió a incrementarse en noviembre, mes en el que registró una volatilidad algo más intensa, como reflejo de los efectos opuestos de unos datos de empleo en el país mejores de lo esperado, que reactivaron las expectativas acerca de que la moderación del ritmo de relajación cuantitativa comenzaría en un momento próximo, y de las declaraciones de algunos miembros del Comité de Operaciones de Mercado Abierto de la Reserva Federal afirmando que no se había fijado un plazo para reducir el ritmo de las compras de activos por parte de la Reserva Federal.

La incertidumbre de los inversores en torno a la evolución a corto plazo de los mercados de renta fija, medida por la volatilidad implícita obtenida de las opciones, disminuyó sustancialmente en el período analizado. Pero esta disminución no fue uniforme a lo largo del período, sino que hubo fluctuaciones que reflejaron, principalmente, el cambio en las expectativas de los mercados en torno al momento en que la Reserva Federal moderaría el ritmo de relajación cuantitativa y al debate sobre el techo de la deuda. Los niveles de volatilidad implícita al final del período analizado estaban próximos a los niveles observados antes de que comenzaran las negociaciones sobre la posible reducción del ritmo de relajación cuantitativa en mayo de 2013, aunque se mantuvieron por encima de los registrados antes de la crisis. El 4 de diciembre, la volatilidad implícita se situaba en niveles similares en la zona del euro y en Estados Unidos (véase gráfico 22).

En el período analizado, tanto los rendimientos de la deuda a largo plazo de los distintos países de la zona del euro como sus diferenciales frente a los tipos *swap* del eonia disminuyeron en la mayoría de los países de la zona. La compresión de

**Gráfico 22 Volatilidad implícita de los mercados de deuda pública**

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



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 y Estados Unidos. Se basa en los valores de mercado de los correspondientes contratos de opciones negociados. Bloomberg utiliza la volatilidad implícita de los precios de ejercicio de opciones de compra y venta «en el dinero» (o próximas a esta situación), utilizando futuros que vencen en el mes siguiente.

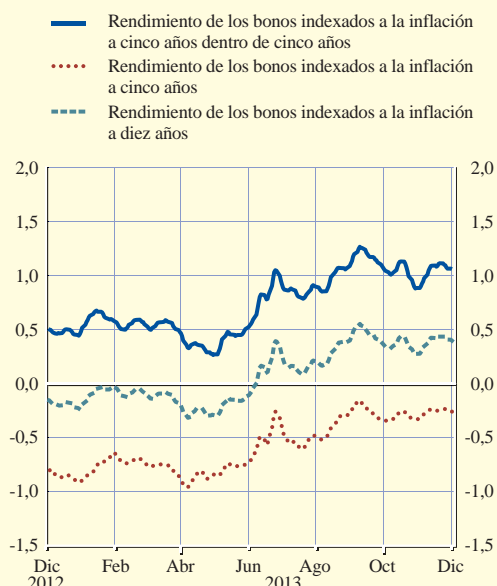
los diferenciales fue mayor en el caso de los países más afectados por la crisis soberana, que siguieron beneficiándose de las mejores perspectivas económicas y de las revisiones positivas de las perspectivas de calificación crediticia.

Los rendimientos nominales de la deuda pública a largo plazo de la zona del euro pueden desglosarse en rendimientos reales y expectativas de inflación de los mercados financieros. Los rendimientos reales<sup>1</sup> de la deuda pública indexada a la inflación a cinco años y a diez años de la zona del euro se mantuvieron prácticamente sin variación durante el período analizado (véase gráfico 23). Mientras que los rendimientos reales a ambos plazos disminuyeron en septiembre y en octubre, en noviembre aumentaron, en un entorno de publicación de datos económicos generalmente positivos, en particular en Alemania, y retornaron a los niveles observados al comienzo del período de referencia. En consecuencia, los tipos de interés reales implícitos a cinco años dentro de cinco años de la zona del euro permanecieron básicamente sin cambios en torno al 1,1 % el 4 de diciembre.

Como consecuencia de esta evolución de los rendimientos nominales y reales, los indicadores de los mercados financieros de las expectativas de inflación a largo plazo de la zona del euro disminuyeron ligeramente en el período analizado, mientras que registraron una caída significativa en los plazos cortos tras la publicación de la estimación preliminar del IAPC a finales de octubre. Las tasas de inflación a cinco años

**Gráfico 23 Rendimiento de los bonos cupón cero indexados a la inflación en la zona del euro**

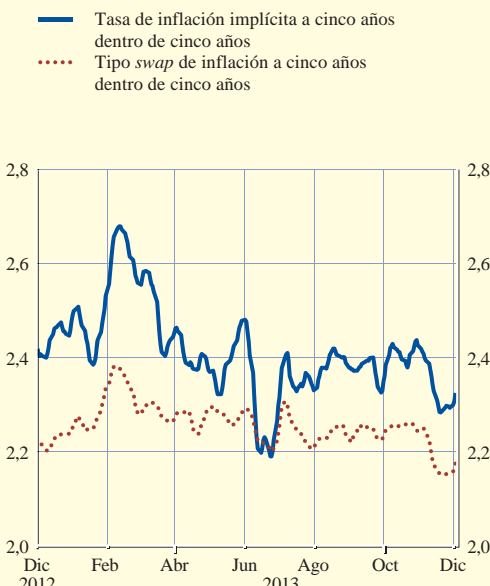
(porcentajes; datos diarios de medias móviles de cinco días; datos desestacionalizados)



Fuentes: Thomson Reuters y cálculos del BCE.  
Nota: Los tipos reales se calculan como la media ponderada por el PIB de los tipos reales de Francia y Alemania, estimados por separado.

**Gráfico 24 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.  
Nota: Las tasas de inflación implícitas se calculan como la media ponderada por el PIB de las tasas de inflación implícitas de Francia y Alemania, estimadas por separado.

1 El rendimiento real de los bonos indexados a la inflación de la zona del euro se calcula como el rendimiento medio ponderado por el PIB de la deuda pública indexada a la inflación de Francia y de Alemania. Para más detalles, véase el recuadro titulado «Estimación del rendimiento real y de las tasas de inflación implícitas tras la reciente intensificación de la crisis de la deuda soberana», *Boletín Mensual*, BCE, diciembre de 2011.

implícitas en los bonos indexados a la inflación se redujeron 20 puntos básicos y se situaron en torno al 1,1 %, mientras que las tasas correspondientes a diez años descendieron 10 puntos básicos, hasta situarse en el 1,7 %. Por tanto, la tasa de inflación implícita a cinco años dentro de cinco años se mantuvo prácticamente sin variación en torno al 2,4 % al final del período analizado (véase gráfico 24). Asimismo, el tipo *swap* de inflación a cinco años dentro de cinco años permaneció básicamente estable en el 2,2 % en el período de referencia. En conjunto, si se tienen en cuenta las primas de riesgo de inflación y de liquidez incorporadas en las tasas de inflación implícitas, los indicadores de mercado sugieren que las expectativas de inflación siguen siendo plenamente acordes con la estabilidad de precios<sup>2</sup>.

La curva de tipos forward implícitos a un día de la zona del euro se desplazó a la baja en todos los plazos durante el período analizado y cayó entre unos 10 y 30 puntos básicos para los vencimientos hasta 2020, lo que sugiere que las expectativas sobre la senda futura de los tipos de interés a corto plazo y de las primas de riesgo relacionadas se redujeron durante el período analizado.

En el período analizado, los diferenciales de los valores de renta fija con calificación de grado de inversión emitidos por las sociedades no financieras de la zona del euro se mantuvieron prácticamente sin variación, mientras que los emitidos por las instituciones financieras disminuyeron moderadamente (en comparación con el índice Merrill Lynch EMU de deuda pública con calificación AAA). En términos relativos, los diferenciales de los bonos con calificación BBB emitidos por las instituciones financieras fueron los que más cayeron.

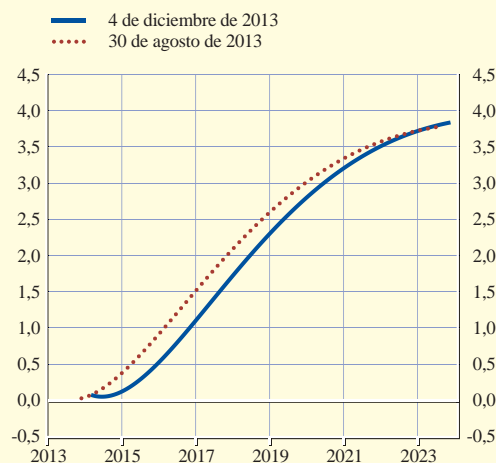
## 2.5 MERCADOS DE RENTA VARIABLE

*Entre finales de agosto y el 4 de diciembre de 2013, las cotizaciones bursátiles se incrementaron alrededor del 9 % en la zona del euro y el 10 % en Estados Unidos. En septiembre, la evolución de los mercados de renta variable a ambos lados del Atlántico se vio respaldada por la publicación de datos económicos positivos y por las expectativas de los mercados de un probable retraso en la reducción del ritmo de relajación cuantitativa por parte de la Reserva Federal. No obstante, las subidas de las cotizaciones se revirtieron parcialmente en octubre, debido al bloqueo respecto del techo de la deuda en Estados Unidos en el contexto del cierre parcial del Gobierno, antes de que los precios de las acciones reanudaran su ascenso después de que se alcanzara un acuerdo sobre el techo de la deuda. Los mercados bursátiles de la zona del euro se vieron favorecidos en cierto modo por los anuncios de datos*

<sup>2</sup> Para un análisis más exhaustivo del anclaje de las expectativas de inflación a largo plazo, véase el artículo titulado «Evaluación del anclaje de las expectativas de inflación a largo plazo», *Boletín Mensual*, BCE, julio de 2012.

**Gráfico 25** Curvas de tipos forward implícitos 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.



*macroeconómicos mejores de lo esperado al comienzo del período analizado, mientras que los datos anunciados en noviembre fueron dispares. La incertidumbre de los mercados bursátiles de la zona del euro, medida por la volatilidad implícita, disminuyó durante el período de referencia.*

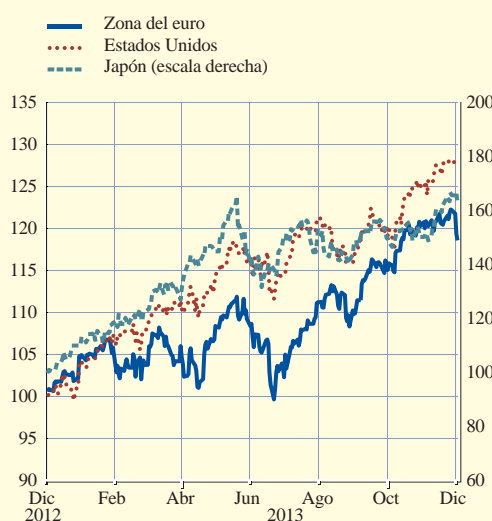
Entre finales de agosto y el 4 de diciembre, el índice bursátil general aumentó alrededor del 9% en la zona del euro, mientras que el índice equivalente en Estados Unidos subió el 10% (véase gráfico 26). En la zona del euro, las cotizaciones bursátiles del sector financiero y del sector no financiero registraron un avance del 14% y del 8%, respectivamente. Al mismo tiempo, en Estados Unidos, las cotizaciones de ambos sectores se incrementaron un 10%. El índice bursátil general de Japón se elevó en torno al 15% en el período de tres meses transcurrido hasta principios de diciembre.

Los precios de las acciones de la zona del euro registraron un fuerte incremento en las tres primeras semanas de septiembre, en un entorno de aumento de las expectativas de los mercados de que el ritmo de compras de activos por parte de la Reserva Federal se mantendría, lo que confirmó su Comité de Operaciones de Mercado Abierto en su reunión del 18 de septiembre. Durante dicho período, las cotizaciones también se vieron respaldadas por las perspectivas de una solución diplomática al conflicto en Siria. No obstante, entre finales de septiembre y mediados de octubre, los precios de las acciones de la zona del euro fluctuaron ligeramente, en un contexto de mayor incertidumbre originada por las negociaciones presupuestarias en Estados Unidos y por el cierre temporal de su Gobierno. Después de que se alcanzara el acuerdo sobre el techo de la deuda en Estados Unidos a mediados de octubre, el índice bursátil general de la zona del euro reanudó su senda ascendente hasta finales de ese mes. En noviembre, las subidas de las cotizaciones fueron más limitadas como consecuencia de la publicación de datos económicos peores de lo esperado en algunos países de la zona.

En Estados Unidos, los precios de las acciones siguieron el mismo patrón, en general, pero con una volatilidad más elevada. El índice bursátil general registró un máximo histórico al final del período analizado. En septiembre, la publicación de datos del mercado de trabajo peores de lo esperado se compensó con las crecientes expectativas de que la Reserva Federal podría retrasar la moderación del ritmo de sus compras de activos en un futuro próximo. Ello provocó una subida de los principales índices estadounidenses en la primera parte del período de referencia hasta que el Comité de Operaciones de Mercado Abierto de la Reserva Federal adoptó la decisión, el 18 de septiembre, de mantener el mismo ritmo de adquisiciones de activos. Durante el resto del período analizado, la publicación de datos dispares, en particular los datos del mercado de trabajo y los indicadores de confianza, siguieron influyendo en las expectativas acerca del momento en que la Reserva Federal reduciría el ritmo de sus compras de activos, provocando caídas de las cotizaciones. Por otra parte,

Gráfico 26 Índices bursátiles

(índice: 1 de diciembre de 2012 = 100; datos diarios)



Fuente: 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.

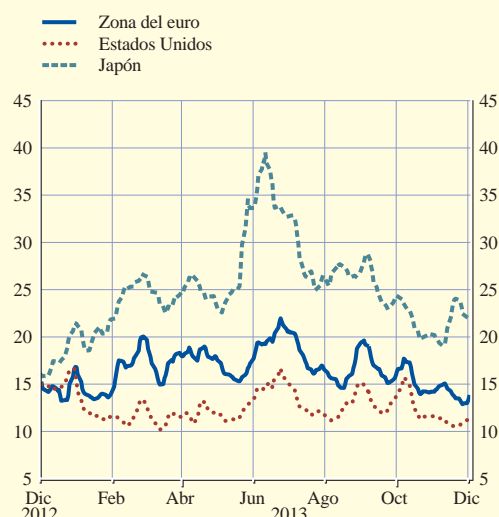


los precios se vieron respaldados por las comunicaciones de los miembros del Comité de Operaciones de Mercado Abierto declarando que la Reserva Federal no empezaría a moderar dicho ritmo inmediatamente y esperaría a tener evidencia firme de una mejora sostenida en la situación del mercado de trabajo.

La incertidumbre en los mercados bursátiles de la zona del euro, medida por la volatilidad implícita, disminuyó en el período analizado (hasta el 14%, desde el 20% de finales de agosto). En Estados Unidos, la evolución de la volatilidad implícita de los mercados de renta variable fue reflejo, en general, aunque en menor grado, de la evolución observada en la zona del euro y se situó en torno al 12% al final del período de referencia (véase gráfico 27). La incertidumbre se atenuó en ambas áreas económicas en septiembre, en el contexto de la publicación de datos del mercado de trabajo de Estados Unidos peores de lo esperado, que activaron las expectativas sobre un nuevo retraso del inicio de la reducción del ritmo de la relajación cuantitativa. Sin embargo, la incertidumbre creció temporalmente a partir de entonces como consecuencia de los debates sobre el techo de la deuda de ese país y el posterior acuerdo. En conjunto, la incertidumbre se redujo tanto en la zona del euro como en Estados Unidos, situándose al final del período considerado en niveles cercanos al mínimo registrado en 2013. En Japón, la volatilidad implícita se contrajo en septiembre y en octubre, antes de volver a intensificarse moderadamente en noviembre.

**Gráfico 27 Volatilidad implícita de los mercados de renta variable**

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



Fuente: Bloomberg.

Notas: La serie de volatilidad implícita representa 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 6 Variación de los precios del índice Dow Jones EURO STOXX, por sectores económicos**

(porcentajes de los precios a fin de período)

	EURO STOXX	Materias primas	Servicios de consumo	Bienes de consumo	Petróleo y gas	Financiero	Sanidad	Industrial	Tecnología	Telecomunicaciones	Agua, gas, electric.
<b>Participación del sector en la capitalización bursátil</b>											
(datos a fin de período)	100,0	10,2	7,0	17,0	6,3	22,8	5,6	15,5	5,5	4,4	5,7
<b>Variación de los precios (datos a fin de período)</b>											
III 2012	7,9	13,2	8,3	5,7	7,7	12,0	7,4	6,5	10,8	-1,0	2,1
IV 2012	6,8	6,0	9,4	8,8	0,8	11,5	4,2	9,7	12,1	-8,1	-4,0
I 2013	2,0	1,1	10,1	7,9	-3,7	-5,1	10,9	4,9	3,9	-3,1	-4,4
II 2013	-1,1	-2,0	-1,3	-2,2	-4,2	1,9	-0,7	-2,2	1,0	-1,9	-1,4
III 2013	11,3	6,8	9,6	8,9	12,0	16,7	-3,7	14,5	13,3	19,1	11,1
Oct 2013	5,3	3,9	5,6	2,0	5,3	9,4	4,3	4,1	3,0	9,5	5,3
Nov 2013	1,1	4,2	0,7	0,7	-2,7	1,3	1,0	1,6	3,4	-2,5	1,2
31 Ago 2013-4 Dic 2013	9,5	9,8	9,3	5,2	0,0	14,1	4,0	9,9	13,2	15,8	12,4

Fuentes: Thomson Reuters y cálculos del BCE.

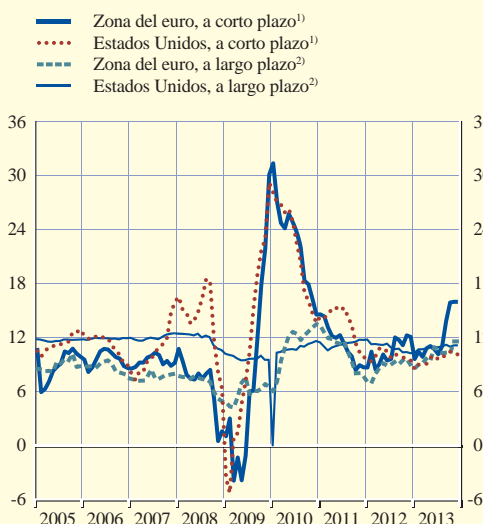
En la zona del euro, el incremento de los precios de las acciones fue bastante generalizado en todos los sectores, salvo el de petróleo y gas. Con unas ganancias de casi el 14%, las cotizaciones del sector financiero superaron a las del índice general, ya que el sector bancario puede haberse beneficiado de los avances para la creación del mecanismo único de supervisión (MUS), en particular la adopción del Reglamento del MUS por parte del Consejo Europeo el 15 de octubre. El sector que registró mayores subidas fue el de telecomunicaciones. En Estados Unidos, los aumentos sectoriales más pronunciados en las cotizaciones correspondieron al sector de servicios de consumo, mientras que la evolución que registró el sector bancario fue peor que la del índice general.

Los datos sobre beneficios de las empresas de los sectores financiero y no financiero de la zona del euro que integran el índice Dow Jones EURO STOXX muestran que la magnitud de la caída de los beneficios reales, calculados para los doce meses anteriores, aumentó ligeramente durante el período analizado, pasando de alrededor del -3% en agosto a aproximadamente el -5% en noviembre. Para los próximos doce meses, los participantes en el mercado esperan una recuperación del beneficio por acción de las empresas (con un crecimiento del 16%),

lo que supone un incremento sustancial con respecto a agosto de 2013, mientras que prevén que el crecimiento a largo plazo (cinco años) del beneficio por acción se sitúe en torno al 11% anual (véase gráfico 28).

**Gráfico 28 Crecimiento esperado de los beneficios empresariales por acción en Estados Unidos y en la zona del euro**

(porcentajes; datos mensuales)



Fuentes: Thomson Reuters y cálculos del BCE.

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

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

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

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

*En el período comprendido entre julio y octubre de 2013, el coste real de la financiación de las sociedades no financieras de la zona del euro se redujo 6 puntos básicos, como consecuencia del descenso del coste de las acciones y de los valores de renta fija, mientras que el coste real del crédito bancario aumentó. En cuanto a los flujos de financiación, la tasa de variación interanual de los préstamos bancarios otorgados a las sociedades no financieras continuó disminuyendo en el tercer trimestre de 2013. La contracción de los préstamos refleja fundamentalmente la debilidad de la actividad económica en un contexto de condiciones restrictivas de acceso al crédito bancario en algunas partes de la zona del euro. Aunque la tasa de crecimiento interanual de la emisión de valores de renta fija por parte de este sector siguió siendo elevada, registró el nivel más bajo observado desde junio 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

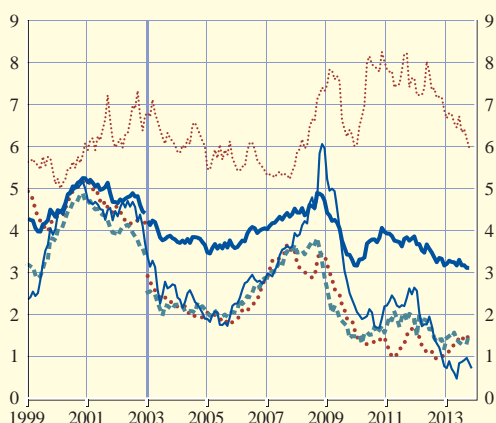
efectos de valoración, se redujo 6 puntos básicos hasta situarse en el 3,1 % en el período comprendido entre julio y octubre de 2013 (véase gráfico 29). Esa mejora se debió al descenso del coste de las acciones y de los valores de renta fija, que cayó 36 y 2 puntos básicos durante el período de referencia, hasta el 6 % y el 0,8 %, respectivamente. En cambio, el coste real de los préstamos bancarios a corto y a largo plazo otorgados a las sociedades no financieras se incrementó 4 y 27 puntos básicos, respectivamente, entre julio y octubre de 2013, hasta el 1,6 % y el 1,5 %. Datos más recientes indican que el coste de la financiación de mercado ha seguido disminuyendo. Desde una perspectiva histórica, en octubre de 2013, el coste real total de la financiación de las sociedades no financieras de la zona del euro permaneció en su nivel más bajo desde 1999.

En el período comprendido entre julio y octubre de 2013, los tipos de interés nominales que aplican las IFM a los nuevos préstamos concedidos a las sociedades no financieras se incrementaron tanto en el caso de los préstamos de hasta un millón de euros como en el de los préstamos de más de un millón de euros (véase cuadro 7). Factores como el riesgo de crédito de los prestatarios, todavía elevado, y la débil situación económica pueden explicar la reticencia de las entidades de crédito a reducir los tipos de interés del crédito bancario. Al mismo tiempo, la evolución de los tipos de interés aplicados a los préstamos bancarios

**Gráfico 29 Coste real de la financiación externa de las sociedades no financieras de la zona del euro**

(porcentajes; datos mensuales)

- Coste total de la financiación
- Tipos de interés reales aplicados por las IFM a los préstamos a corto plazo
- Tipos de interés reales aplicados por las IFM a los préstamos a largo plazo
- Coste real de los valores de renta fija
- Coste real de las acciones cotizadas



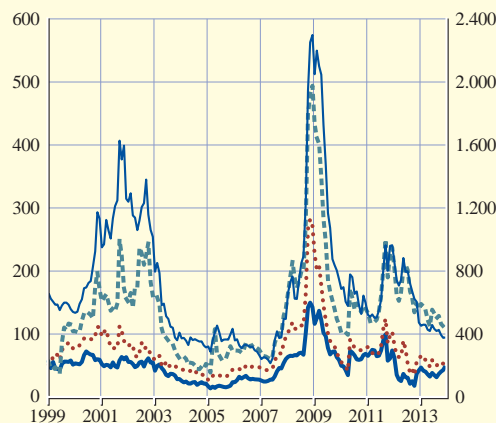
Fuentes: BCE, Thomson Reuters, Merrill Lynch y Consensus Economic Forecasts.

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 titulado «Medida del coste real de la financiación externa de las sociedades no financieras de la zona del euro», *Boletín Mensual*, BCE, 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).

**Gráfico 30 Diferenciales de los valores de renta fija de las sociedades no financieras**

(puntos básicos; medias mensuales)

- Bonos AA denominados en euros de las sociedades no financieras (escala izquierda)
- Bonos A denominados en euros de las sociedades no financieras (escala izquierda)
- Bonos BBB denominados en euros de las sociedades no financieras (escala izquierda)
- Bonos de alta rentabilidad denominados en euros (escala derecha)



Fuentes: Thomson Reuters y cálculos del BCE.

Nota: Los diferenciales de los valores de renta fija se calculan en relación con los rendimientos de la deuda pública con calificación crediticia AAA.

**Cuadro 7 Tipos de interés aplicados por las IFM a los nuevos préstamos a sociedades no financieras**

(porcentajes; puntos básicos)

							Variaciones en puntos básicos hasta octubre de 2013 <sup>1)</sup>		
	III 2012	IV 2012	I 2013	II 2013	Sep 2013	Oct 13	Jul 2012	Jul 2013	Sep 2013
<b>Tipos de interés aplicados por las IFM</b>									
Descubiertos en cuenta de las sociedades no financieras	3,96	3,94	3,93	3,86	3,86	3,85	-22	4	-1
Préstamos a las sociedades no financieras hasta un millón de euros									
A tipo flexible y hasta un año de fijación del tipo inicial	3,87	3,79	3,75	3,73	3,76	3,87	-25	1	11
Más de cinco años de fijación del tipo inicial	3,64	3,41	3,49	3,29	3,26	3,32	-56	5	6
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	2,21	2,28	2,12	2,16	2,15	2,23	-17	0	8
Más de cinco años de fijación del tipo inicial	3,01	2,90	2,85	2,93	3,06	3,31	-2	25	25
<b>Pro memoria</b>									
Tipo de interés a tres meses del mercado monetario	0,22	0,19	0,21	0,22	0,23	0,23	-16	0	0
Rendimiento de la deuda pública a dos años	0,07	-0,01	0,07	0,30	0,22	0,15	17	-3	-7
Rendimiento de la deuda pública a siete años	1,26	1,07	1,10	1,51	1,42	1,29	7	-5	-13

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 (basados en calificaciones crediticias de Fitch), que actualmente incluyen bonos de Alemania, Austria, Finlandia, Francia y Países Bajos.

1) Pueden producirse discrepancias, debido al redondeo.

en la zona del euro en su conjunto oculta un grado significativo de heterogeneidad a nivel de países. Además, durante dicho período, el diferencial de tipos de interés entre los préstamos de hasta un millón de euros y los préstamos de más de un millón de euros se incrementó en los préstamos a corto plazo y descendió en los préstamos a largo plazo.

En promedio, entre julio y octubre de 2013, los tipos de interés a tres meses del mercado monetario no se modificaron, mientras que el rendimiento de la deuda pública a dos años y el de la deuda pública a siete años de la zona del euro con calificación AAA experimentaron un descenso de 4 y 5 puntos básicos, respectivamente (véase la nota del cuadro 7). En octubre, el diferencial entre el EURIBOR a tres meses y los tipos de interés a corto plazo de los préstamos de más de un millón de euros repuntó hasta situarse en el nivel de 200 puntos básicos alcanzado en julio de 2013. El diferencial entre los tipos de interés de los préstamos a largo plazo de más de un millón de euros y el rendimiento de la deuda pública a siete años con calificación AAA se incrementó de 172 puntos básicos en julio a 199 puntos básicos en octubre de 2013.

Los diferenciales entre el coste total de los valores de renta fija de las sociedades no financieras y el rendimiento de la deuda pública a siete años se estrecharon 2 puntos básicos en el período comprendido entre julio y octubre de 2013, reflejando el descenso del coste total de la financiación mediante valores de renta fija. Al mismo tiempo, los diferenciales de los valores de renta fija privada con calificación BBB se redujeron 17 puntos básicos (véase gráfico 30).

## FLUJOS DE FINANCIACIÓN

En un contexto de atonía de la actividad económica, la rentabilidad de las sociedades no financieras de la zona del euro, medida por la tasa de crecimiento de los beneficios por acción, continuó descendiendo en el tercer trimestre de 2013 y especialmente en octubre y noviembre de 2013, cuando las tasas de

crecimiento cayeron hasta el -6% y el -7,3%, respectivamente (véase gráfico 31). De cara al futuro, basándose en los indicadores de proveedores de mercado, los participantes en el mercado esperan una mejora gradual de la rentabilidad y que pase a ser positiva a principios del año que viene.

La tasa de variación interanual de la financiación externa de las empresas se mantuvo por debajo de cero por cuarto mes consecutivo, lo que apunta a que continúa el proceso de desapalancamiento. Los préstamos concedidos por las IFM a las sociedades no financieras siguieron contrayéndose, hasta el -3,5% en el tercer trimestre de 2013, en comparación con el -3,2% del segundo trimestre de 2013. Por lo que respecta a la demanda, esta evolución reflejó la debilidad de la actividad económica y la escasa confianza empresarial, así como la disponibilidad de fuentes de financiación interna y externa alternativas (como los valores distintos de acciones). Al mismo tiempo, las condiciones de acceso al crédito bancario en los países sometidos a tensiones continuaron siendo restrictivas, lo que afectó a la oferta de crédito a la economía real.

Para la zona del euro en su conjunto, el nivel relativamente elevado de emisión de valores distintos de acciones compensó el descenso de los préstamos otorgados por las IFM a las sociedades no financieras, lo que sugiere cierta sustitución de la financiación bancaria por la financiación de mercado (véase gráfico 32). No obstante, la composición por países y sectores de la actividad emisora muestra que el mayor recurso a la financiación de mercado siguió siendo limitado en los países sometidos a tensiones. Además, aunque la tasa de crecimiento interanual de la emisión de valores distintos de acciones por parte de las sociedades no financieras se mantuvo en un nivel alto como consecuencia, fundamentalmente, de unas condiciones de precio favorables, ha disminuido ligeramente desde principios de 2013, y en septiembre cayó hasta el 9,5%. La desaceleración observada en la emisión de estos valores se debió básicamente a la caída de la emisión de valores distintos de acciones a largo plazo y a tipo de interés fijo por parte de las sociedades no financieras,

**Cuadro 8 Financiación de las sociedades no financieras**

(tasas de variación; fin de trimestre)

	Tasas de crecimiento interanual				
	2012 III	2012 IV	2013 I	2013 II	2013 III
<b>Préstamos de IFM</b>	-1,5	-2,3	-2,4	-3,3	-3,5
Hasta un año	-1,7	0,5	1,7	-1,8	-3,0
De uno a cinco años	-4,7	-6,0	-6,3	-6,2	-5,6
Más de cinco años	-0,4	-2,3	-2,9	-3,0	-3,1
<b>Valores distintos de acciones</b>	12,6	14,1	12,6	10,0	9,5
A corto plazo	3,3	2,8	8,7	-8,4	0,1
A largo plazo, de los cuales <sup>1)</sup>	13,7	15,2	13,0	12,1	10,4
A tipo fijo	14,5	16,7	14,5	13,2	10,8
A tipo variable	1,1	-1,9	-0,8	4,6	8,9
<b>Acciones cotizadas</b>	0,4	0,5	0,1	0,4	0,3
<b>Pro memoria<sup>2)</sup></b>					
Total financiación	1,2	1,0	1,0	0,6	-
Préstamos a sociedades no financieras	0,8	-0,1	-0,2	-0,7	-
Reservas técnicas de seguro <sup>3)</sup>	1,5	1,3	1,3	1,2	-

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.

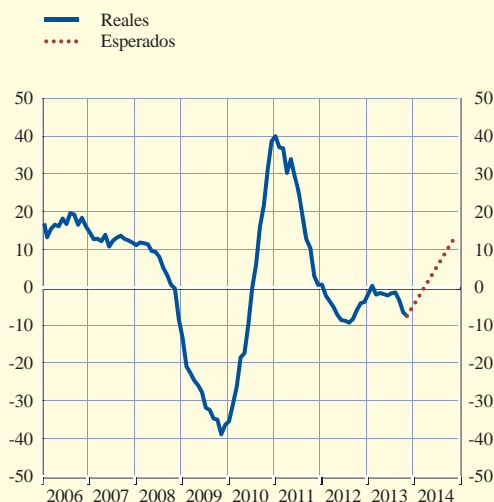
1) La suma de los valores distintos de acciones a tipo fijo y a tipo variable puede no coincidir con el total de valores distintos de acciones a largo plazo, porque los valores a largo plazo con cupón cero, que incluyen los efectos de valoración, no se muestran por separado en este cuadro.

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 31 Beneficios por acción de las sociedades no financieras cotizadas de la zona del euro**

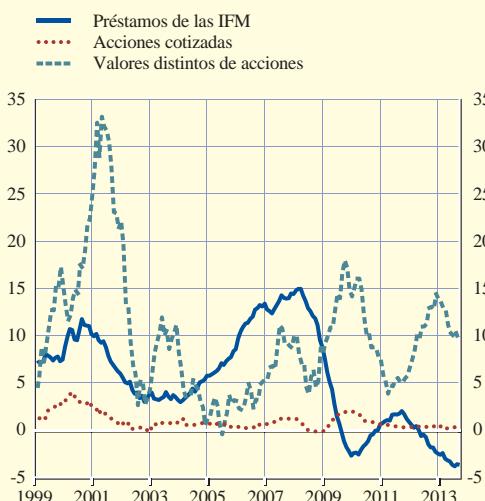
(tasas de variación interanual; datos mensuales)



Fuentes: Thomson Reuters y cálculos del BCE.

**Gráfico 32 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.

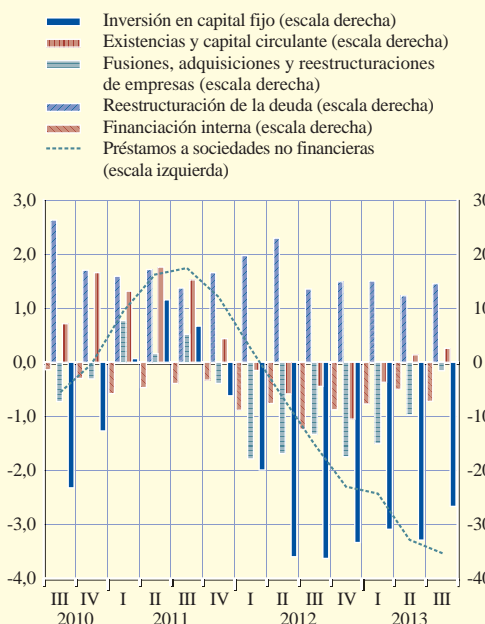
que quedó parcialmente compensada por una recuperación significativa de la emisión de valores distintos de acciones a corto plazo, que se situó en el 0,1% tras una reducción del -8,4% en el trimestre anterior. Durante ese mismo período, la tasa de crecimiento interanual de la emisión de acciones cotizadas por parte del citado sector descendió hasta el 0,3%.

En el segundo trimestre de 2013, la disminución de la tasa de crecimiento interanual de los préstamos bancarios concedidos a las sociedades no financieras fue resultado del descenso de la tasa de crecimiento interanual de los préstamos con plazo de vencimiento de hasta un año, desde el -1,8% en el segundo trimestre de 2013 hasta el -3% en el tercer trimestre de 2013, y de una nueva disminución de las tasas de crecimiento interanual de los préstamos a más largo plazo. El ritmo de descenso se moderó ligeramente en el caso de los préstamos a medio plazo (véase cuadro 8).

Los resultados de la encuesta sobre préstamos bancarios en la zona del euro correspondientes al tercer trimestre de 2013 muestran un descenso prácticamente sin variación de la demanda neta de

**Gráfico 33 Crecimiento de los préstamos y factores que contribuyen a la demanda de préstamos de las sociedades no financieras**

(tasas de variación interanual; porcentaje neto)



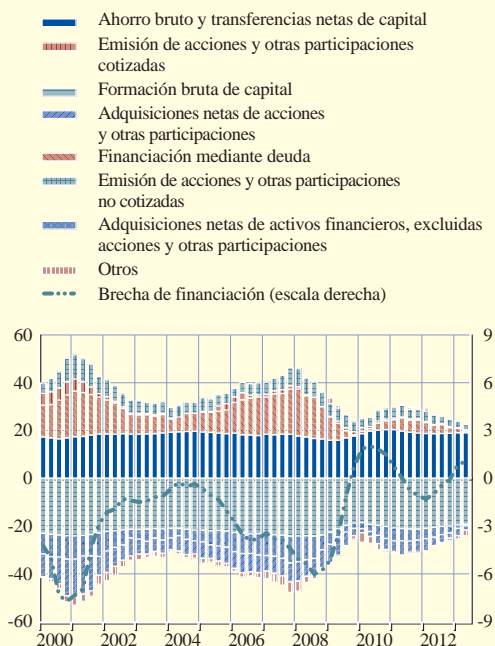
Fuente: BCE.  
Notas: El porcentaje neto se refiere a la diferencia entre el porcentaje de entidades que indican que un factor determinado ha contribuido a un incremento de la demanda y las que indican que ha contribuido a una reducción. En la escala derecha, las variables se presentan en porcentajes netos.

préstamos por parte de las sociedades no financieras con respecto al segundo trimestre de 2013 (véase gráfico 33). Sin embargo, el análisis de la contribución de los distintos factores sugiere que la necesidad de financiar la inversión en capital fijo y fusiones y adquisiciones, así como la financiación interna, siguieron influyendo negativamente en la demanda de préstamos, mientras que las necesidades de financiación asociadas a la restructuración de la deuda, existencias y capital circulante contribuyeron positivamente a la demanda de préstamos.

Al mismo tiempo, el endurecimiento neto de los criterios aplicados para la aprobación de préstamos a las sociedades no financieras disminuyó ligeramente en el tercer trimestre de 2013. Por primera vez desde el tercer trimestre de 2009, las entidades de crédito de la zona del euro indicaron que sus costes de financiación y los problemas de disponibilidad de fondos contribuyeron, en promedio, a una leve relajación neta de los criterios aplicados para la aprobación de préstamos y créditos a empresas. El riesgo de crédito de los prestatarios y la incertidumbre macroeconómica siguieron siendo los principales factores determinantes de la política crediticia de las entidades de crédito, aunque su impacto en el endurecimiento neto de los criterios volvió a disminuir en el tercer trimestre de 2013 en comparación con el trimestre anterior. De cara al cuarto trimestre de 2013, las entidades de crédito esperan una reducción del endurecimiento neto de los criterios de concesión de los préstamos a empresas.

**Gráfico 34 Ahorro, financiación e inversión de las sociedades no financieras**

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

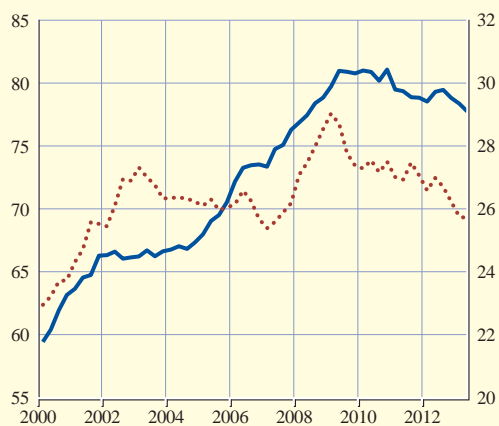


Fuente: Cuentas de la zona del euro.  
 Notas: La «financiación mediante deuda» incluye préstamos, valores distintos de acciones y reservas de los fondos de pensiones. «Otros» incluye derivados financieros, otras cuentas pendientes de pago/cobro compensadas y ajustes. Los préstamos entre empresas relacionadas 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.

**Gráfico 35 Ratios de deuda del sector de sociedades no financieras**

(porcentajes)

— Deuda en relación con el PIB (escala izquierda)  
 - - Deuda en relación con los activos totales (escala derecha)



Fuentes: BCE, Eurostat y cálculos del BCE.  
 Notas: Los datos sobre deuda proceden de las cuentas trimestrales europeas por sectores. Incluyen préstamos (excluidos los préstamos entre empresas relacionadas), valores distintos de acciones y reservas de los fondos de pensiones.



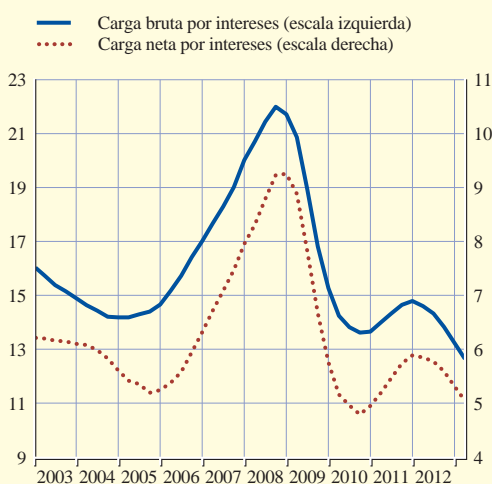
La brecha de financiación (o necesidad de financiación) de las sociedades no financieras, es decir, la diferencia entre sus fondos internos (ahorro bruto) y su formación bruta de capital, en relación con el valor añadido bruto generado por ellas, se mantuvo en terreno positivo y aumentó desde el 0,9% en el cuarto trimestre de 2012 hasta el 1,1% en el segundo trimestre de 2013 (véase gráfico 34). Este incremento se debió fundamentalmente a la disminución de las adquisiciones netas de acciones y activos financieros y al aumento de la emisión de acciones no cotizadas.

### POSICIÓN FINANCIERA

Según datos de las cuentas integradas de la zona del euro, el endeudamiento del sector de sociedades no financieras descendió ligeramente en el segundo trimestre de 2013. La ratio de deuda en relación con el PIB siguió disminuyendo desde el 78,4% en el primer trimestre de 2013 hasta el 77,7% en el segundo trimestre, y la ratio de deuda sobre activos totales se redujo ligeramente, desde el 25,8% hasta el 25,7%. Aunque se han producido variaciones pese a la debilidad de la actividad económica, han sido relativamente limitadas si se comparan con los máximos registrados. Al mismo tiempo, la carga bruta por intereses de las sociedades no financieras siguió moderándose levemente en el segundo trimestre de 2013 y se situó en el 12,6% en relación con su excedente bruto de explotación, desde el 13,2% del primer trimestre de 2013 (véase gráfico 36).

**Gráfico 36 Carga por intereses de las sociedades no financieras**

(suma móvil de cuatro trimestres; en porcentaje del excedente bruto de explotación)



Fuente: BCE.

Nota: La carga neta por intereses se define como la diferencia entre los pagos y los ingresos por intereses de las sociedades no financieras, en relación con su excedente bruto de explotación.

### 2.7 FLUJOS DE FINANCIACIÓN Y POSICIÓN FINANCIERA DEL SECTOR HOGARES

En el tercer trimestre de 2013, las condiciones de financiación de los hogares de la zona del euro se caracterizaron por unos tipos de interés de los préstamos bancarios básicamente estables, en un entorno de persistencia de una heterogeneidad considerable entre países e instrumentos. La tasa de crecimiento interanual de los préstamos otorgados por las IFM a los hogares de la zona (ajustados de ventas y titulaciones) se ha estabilizado en niveles ligeramente positivos desde comienzos del año y en octubre de 2013 se situó en el 0,3%. Los datos más recientes siguen apuntando a una evolución contenida del endeudamiento de este sector, que principalmente refleja la debilidad de los mercados de la vivienda, la incertidumbre de las perspectivas económicas, el elevado desempleo y, desde una perspectiva de medio plazo, la necesaria corrección de los excesos del pasado en lo que respecta a la acumulación de deuda (especialmente en algunos países de la zona del euro). Al mismo tiempo, los flujos mensuales de préstamos de las IFM a los hogares fueron algo mayores en el tercer trimestre que en el primer semestre del año. Además, la encuesta sobre préstamos bancarios en la zona del euro de octubre de 2013 indica que las entidades esperan que la demanda de préstamos para adquisición de vivienda siga recuperándose en el cuarto trimestre. Se estima que la deuda en relación con la renta bruta disponible de los hogares se mantuvo estable en el tercer trimestre, en niveles acordes con los observados desde mediados de 2010, así como que la carga por intereses de este sector prácticamente no experimentó variación en el citado trimestre.

## CONDICIONES DE FINANCIACIÓN

En conjunto, los costes de financiación de los hogares de la zona del euro prácticamente no se modificaron en el tercer trimestre de 2013. Si se consideran los componentes individuales, únicamente los tipos de los préstamos a medio y a largo plazo para adquisición de vivienda y los de los préstamos para consumo a corto plazo experimentaron ligeros aumentos. A escala de la zona del euro, la evolución de los tipos de interés aplicados por las IFM a los préstamos a hogares continuó presentando divergencias en función de la categoría y del plazo de vencimiento del préstamo, y la heterogeneidad entre países también siguió siendo considerable.

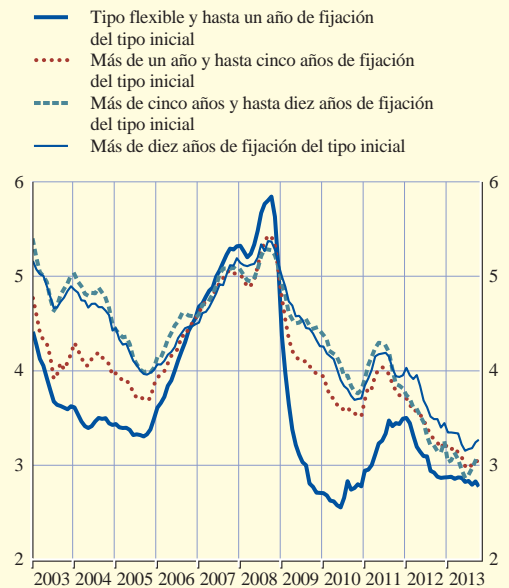
Por lo que respecta a los nuevos préstamos para adquisición de vivienda, los tipos de interés aplicados a los préstamos a corto plazo (es decir, préstamos a tipo flexible o hasta un año de fijación del tipo inicial) se mantuvieron prácticamente sin cambios con respecto a los niveles del segundo trimestre de 2013. Por el contrario, los tipos de interés de los préstamos a medio y a largo plazo (es decir, préstamos con períodos de fijación del tipo inicial de entre uno y cinco años, de entre cinco y diez años y de más de diez años) repuntaron ligeramente, aunque se mantuvieron en niveles bajos desde una perspectiva histórica (véase gráfico 37). En octubre, los tipos de interés de los préstamos a todos los plazos de vencimiento básicamente no experimentaron variaciones en comparación con septiembre.

En cuanto a los nuevos préstamos para consumo, los tipos de interés aumentaron ligeramente en el tercer trimestre de 2013 en el caso de los préstamos a más corto plazo, mientras que los tipos de los préstamos a medio y a largo plazo (que son los más utilizados) prácticamente no se modificaron. En octubre, los tipos de interés de los préstamos a más corto plazo descendieron levemente, mientras que en los demás plazos de vencimiento básicamente no experimentaron variaciones en comparación con septiembre.

Los resultados de la encuesta sobre préstamos bancarios de octubre de 2013 indican que el endurecimiento neto de los criterios de aprobación aplicados a los préstamos para adquisición de vivienda otorgados a los hogares siguió disminuyendo en el tercer trimestre. Entre tanto, los criterios de aprobación aplicados al crédito al consumo también registraron un ligero endurecimiento neto. Por lo que se refiere a los préstamos para adquisición de vivienda, el leve endurecimiento de los criterios derivado de factores como el coste de la financiación bancaria y los problemas de disponibilidad de fondos se vio compensado por la reducción de las presiones que propician el endurecimiento relacionadas con las perspectivas económicas y las del mercado de la vivienda. Por lo que respecta al crédito al consumo, las presiones generadas por el coste de financiación y los problemas de disponibilidad de fondos prácticamente no se modificaron en el tercer trimestre, mientras que la percepción de riesgos de las entidades contribuyó en menor medida al endurecimiento neto y las presiones de la competencia favorecieron una relajación neta. La mayor parte de las condiciones de precio y otras condiciones aplicadas a los préstamos para

**Gráfico 37 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.

adquisición de vivienda se endurecieron en menor medida, o incluso se relajaron, mientras que las condiciones aplicadas al crédito al consumo no se modificaron. Para más detalles véase el recuadro titulado «Resultados de la encuesta sobre préstamos bancarios en la zona del euro correspondientes al tercer trimestre de 2013», en la versión en inglés del Boletín Mensual de noviembre de 2013.

## FLUJOS DE FINANCIACIÓN

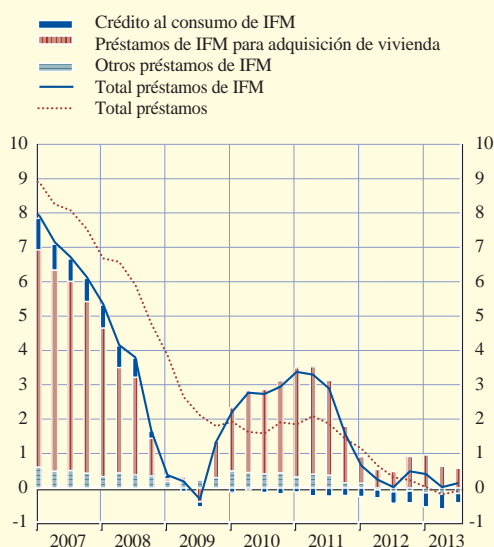
El crecimiento del total de préstamos concedidos a los hogares ha sido débil desde mediados de 2012. El total de préstamos otorgados a los hogares de la zona del euro volvió a reducirse en el segundo trimestre de 2013 (el último trimestre para el que se dispone de datos procedentes de las cuentas de la zona del euro), como resultado de la moderación de la actividad crediticia de las IFM. En consecuencia, el crecimiento del total de préstamos concedidos a los hogares cayó un 0,2 %, en tasa interanual, en el segundo trimestre, tras haber permanecido sin variación en el trimestre precedente. Las estimaciones para el tercer trimestre de 2013 apuntan a un nuevo descenso del total de préstamos a hogares, aunque ligeramente menor (véase gráfico 38). El crecimiento negativo observado en el segundo trimestre estuvo impulsado principalmente por los préstamos concedidos por instituciones distintas de IFM, cuya tasa de crecimiento interanual siguió siendo negativa en el segundo trimestre (el -1,4 %), aunque menos que en el primero (en el que se situó en el -2,1 %) como consecuencia del aumento de 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 intermediarios financieros no monetarios distintos de las empresas de seguros y fondos de pensiones (es decir, el sector OIF).

Si se consideran los datos de las IFM ya disponibles para el tercer trimestre y octubre de 2013, el crecimiento de los préstamos a los hogares de la zona del euro se ha estabilizado en niveles ligeramente positivos desde principios de año. Más concretamente, la tasa de crecimiento interanual de los préstamos concedidos a este sector (ajustados de ventas y titulaciones) se situó en el 0,3 % en el tercer trimestre y en octubre, prácticamente sin variación desde comienzos de año, lo que confirma que la actividad de originación se mantiene estable, en general, en un nivel bajo (para más detalles, véase la sección 2.1).

El detalle de los préstamos según su finalidad indica que la tasa de crecimiento interanual de los préstamos para adquisición de vivienda concedidos por las IFM (ajustados de ventas y titulaciones) se situó en el 1,2 % en octubre, sin variación desde junio y en consonancia con la estabilización general registrada desde la primavera. Los flujos de préstamos para adquisición de vivienda siguieron representando la mayor parte del crédito otorgado por las IFM a los hogares, mientras que que todas las demás categorías de préstamo a hogares continuaron contrayéndose. La tasa de crecimiento interanual del crédito al consumo descendió de nuevo y se situó en el -3,1 % en octubre, frente al -2,6 % de julio,

**Gráfico 38 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 tercer trimestre de 2013 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.

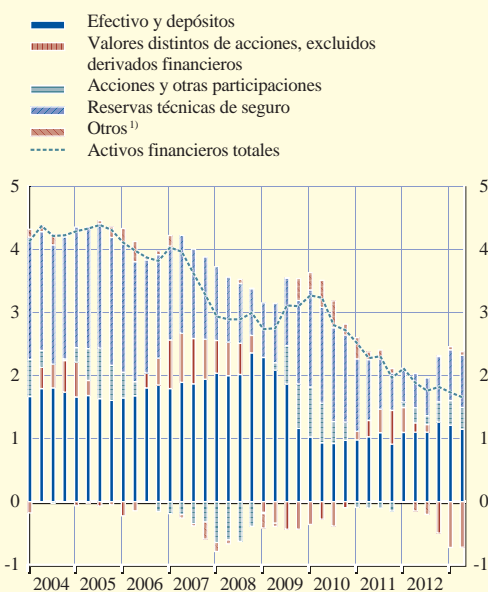
continuando la tendencia negativa observada desde abril de 2009. De igual modo, la tasa de crecimiento interanual de otros préstamos, que incluye los préstamos a empresas sin personalidad jurídica propia, permaneció en terreno negativo (donde lleva desde junio de 2012), situándose en el -1,4% en octubre, frente al -0,8% de julio.

La fragilidad del crecimiento del crédito de las IFM a los hogares refleja fundamentalmente la persistente debilidad de los mercados de la vivienda, la incertidumbre existente en torno a las perspectivas económicas y los elevados niveles de desempleo. Sin embargo, desde una perspectiva de medio plazo, también refleja la necesidad de corregir excesos del pasado en términos de acumulación de deuda (especialmente en algunos países de la zona del euro) que siguen influyendo en la demanda de préstamos. Al mismo tiempo, las entidades de crédito participantes en la encuesta sobre préstamos bancarios de octubre de 2013 señalaron que la demanda de préstamos para adquisición de vivienda había aumentado, en términos netos, en el tercer trimestre de 2013 (por primera vez desde el cuarto trimestre de 2010), reflejando la mejora gradual de las perspectivas de los mercados de la vivienda, así como que el crédito al consumo había registrado una evolución ligeramente positiva, impulsada principalmente por el gasto en bienes de consumo duradero. De cara al futuro, las entidades de crédito esperan nuevos aumentos netos de la demanda neta de préstamos para adquisición de vivienda y de crédito al consumo.

Por lo que se refiere al activo del balance del sector hogares de la zona del euro, la tasa de crecimiento interanual de su inversión financiera total se situó en el 1,7 % en el tercer trimestre de 2013 (levemente

**Gráfico 39 Inversión financiera de los hogares**

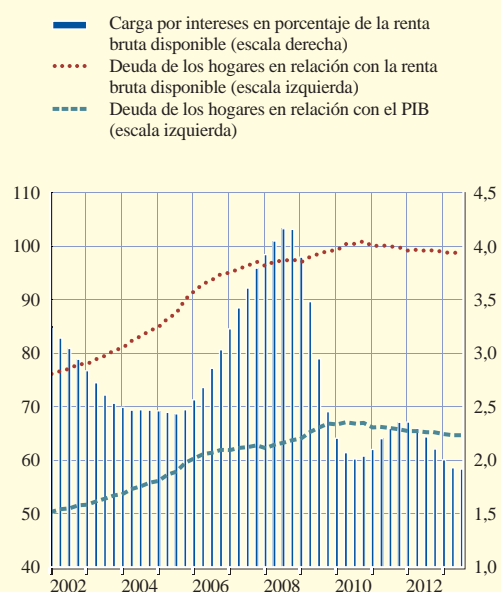
(tasas de variación interanual; contribuciones en puntos porcentuales)



Fuentes: BCE y Eurostat.  
1) Incluye préstamos y otras cuentas pendientes de cobro.

**Gráfico 40 Endeudamiento y carga por intereses de los hogares**

(porcentajes)



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

inferior a la del trimestre precedente; véase gráfico 39). Esta evolución tuvo su origen en las menores contribuciones de la inversión de los hogares en efectivo y depósitos y en acciones y otras participaciones. En cambio, la contribución de la inversión en reservas técnicas de seguro volvió a aumentar ligeramente, mientras que la de la inversión en valores distintos de acciones continuó en niveles negativos. En conjunto, la prolongada desaceleración observada en la acumulación de activos financieros por parte de los hogares desde mediados de 2010 refleja la débil evolución de la renta, un proceso de desahorro y, en particular en algunos países, las presiones de desapalancamiento.

### POSICIÓN FINANCIERA

La deuda de los hogares de la zona del euro se ha estabilizado en niveles elevados. Más concretamente, se estima que la deuda en relación con la renta bruta disponible nominal de los hogares se mantuvo estable, en el 98,8%, en el tercer trimestre de 2013 (véase gráfico 40), próxima a los niveles observados desde mediados de 2010. De igual modo, se estima que la carga por intereses de los hogares prácticamente no experimentó variación, situándose en el 1,9 % de la renta disponible en el tercer trimestre de 2013, tras haber descendido gradualmente entre principios de 2012 y comienzos de 2013. Se estima que la deuda en relación con el PIB de este sector se situó en el 64,7% en el tercer trimestre, básicamente sin variación con respecto al trimestre anterior.

#### Recuadro 4

### CONTRIBUCIONES SECTORIALES A LA CORRECCIÓN DE LOS DESEQUILIBRIOS EN LA ZONA DEL EURO

Sobre la base de las cuentas sectoriales, en este recuadro se analiza la actual corrección de los desequilibrios de la balanza por cuenta corriente en la zona del euro, actualizando un análisis similar presentado en febrero de 2012<sup>1</sup>. Las cuentas sectoriales se agregan para dos grupos de países de la zona del euro: los que registraron superávit por cuenta corriente durante el período de cinco años previo al inicio de la crisis financiera en 2007 y los que registraron déficit por cuenta corriente. El «grupo de países con superávit exterior» está integrado por Bélgica, Alemania, Luxemburgo, Países Bajos, Austria y Finlandia, y el «grupo de países con déficit exterior» está formado por Irlanda, Estonia, Grecia, España, Francia, Italia, Chipre, Malta, Portugal, Eslovaquia y Eslovenia. Esta agrupación facilita el cálculo y la presentación de algunas regularidades empíricas<sup>2</sup>.

Partiendo de la identidad básica de las cuentas nacionales, en las que la cuenta corriente es el saldo entre el ahorro y la inversión en el total de la economía, el recuadro muestra que la corrección de los desequilibrios de la balanza por cuenta corriente en la zona del euro desde 2008 ha estado impulsada por la contención de la inversión, con escaso avance por el lado del ahorro. En concreto, en el grupo de países con déficit exterior, en comparación con el grupo de países con superávit exterior, el ahorro empresarial continuó débil, y los márgenes empresariales, que habían sido reducidos o cada vez

1 Véase el recuadro titulado «Los desequilibrios de la zona del euro desde la perspectiva de las cuentas sectoriales», *Boletín Mensual*, BCE, febrero de 2012.

2 Como cualquier criterio de agrupación, este tiene limitaciones obvias, pero que no afectan al planteamiento básico de este ejercicio. Por ejemplo, los grupos son bastante heterogéneos, ya que incluyen países con déficits (o superávits) exteriores muy abultados en el pico del ciclo, así como países con posiciones de la balanza por cuenta corriente próximas al equilibrio. Los países dentro de un mismo grupo también pueden presentar diferencias considerables en lo que respecta a otros indicadores, como la situación de las finanzas públicas o la presencia de ciclos de expansión y recesión específicos. Es de destacar que la composición del grupo guarda una estrecha relación con el período de referencia y podría variar con el tiempo. Alemania, por ejemplo, habría sido incluida en el «grupo de países con déficit exterior» de haberse realizado un ejercicio similar a este a principios de la pasada década, mientras que Italia y Francia se habrían situado, en aquel momento, en el «grupo de países con superávit exterior», lo que pone de manifiesto el hecho de que, a lo largo del tiempo, dentro de la Unión Monetaria se producen correcciones y cambios de signo de los desequilibrios.

menores hasta 2008, siguieron cayendo. La convergencia de los costes laborales unitarios ha sido limitada, pese a los considerables avances realizados en los países acogidos a un programa.

### Evolución de la capacidad o la necesidad de financiación

En el gráfico A se presenta, para cada grupo, la evolución a lo largo del tiempo de la capacidad o la necesidad de financiación del conjunto de la economía (básicamente la cuenta corriente), conforme a la desagregación sectorial tradicional (hogares, sociedades no financieras, Administraciones Públicas e instituciones financieras)<sup>3</sup>. En el grupo de países con superávit exterior (gráfico Aa), los saldos de la balanza por cuenta corriente se deterioraron entre 2007 y 2009, pero mejoraron posteriormente, especialmente a partir de 2011. Dicha mejora puede atribuirse, sobre todo, a la evolución del saldo de las sociedades no financieras (que se mantuvo en un atípico superávit financiero durante casi todo el período 2002-2013) y a la corrección de los déficits del sector público.

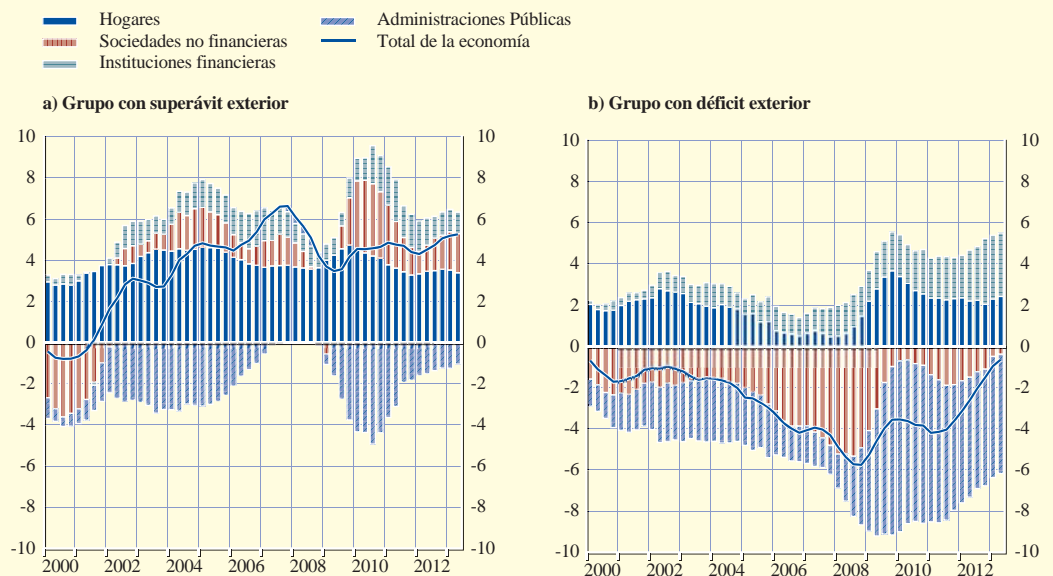
La corrección de los saldos de la balanza por cuenta corriente de los países con déficit exterior (gráfico Ab) se inició en 2009 y se aceleró a partir de 2011<sup>4</sup>. Tras la quiebra de Lehman Brothers, la necesidad de financiación de las sociedades no financieras se redujo bruscamente en 2009 (invirtiendo el fuerte incremento registrado hasta 2008) y posteriormente se estabilizó en un nivel reducido. Los superávits de los hogares se recuperaron considerablemente con respecto a los mínimos de 2008 y se

3 La capacidad/necesidad de financiación, o superávit/déficit financiero, de un sector es el saldo de su cuenta de capital y mide el exceso de ahorro y transferencias netas de capital recibidas con respecto a las inversiones de capital (capacidad de financiación), o viceversa (necesidad de financiación). Representa la diferencia entre el ingreso y el gasto de cada sector y es, además, el saldo de las cuentas financieras del sector que mide la diferencia entre las transacciones de activos financieros y las transacciones de pasivos.

4 Dentro del grupo de países con déficit exterior, solo Francia registró un deterioro de su saldo por cuenta corriente tras la crisis de 2008.

### Gráfico A Capacidad/necesidad de financiación por sector

(sumas de cuatro trimestres; porcentajes del PIB)



Fuentes: Eurostat y BCE.

Nota: La capacidad/necesidad de financiación reflejada en los gráficos ha sido ajustada para excluir las «adquisiciones menos cesiones de activos no financieros no producidos» (a fin de evitar las distorsiones creadas por los grandes ingresos procedentes de la venta de licencias de telefonía móvil UMTS en el año 2000).



mantuvieron relativamente estables a partir de 2010. En cuanto al sector de Administraciones Públicas, la limitada reducción del déficit observada recientemente en los países con déficit exterior refleja, en parte, el impacto de la significativa recapitalización bancaria llevada a cabo por algunos gobiernos (por un importe total de 61 mm de euros, equivalente al 1,4% del PIB, en el año transcurrido hasta el segundo trimestre de 2013), lo que, a su vez, explica la creciente capacidad de financiación de las instituciones financieras.

### Aportaciones del ahorro y de la inversión al diferencial de la balanza por cuenta corriente

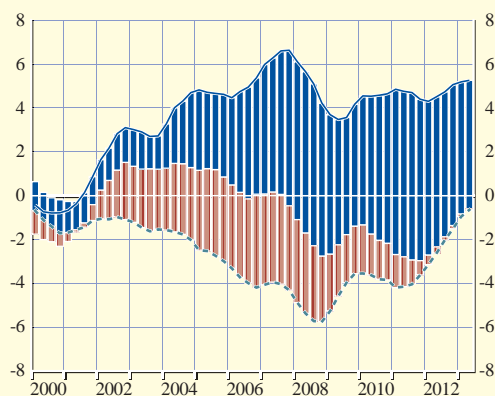
El gráfico B muestra la evolución del saldo de la balanza por cuenta corriente (capacidad/necesidad de financiación) de cada grupo y la contribución al diferencial de dicho saldo de la tasa de ahorro y de la tasa de inversión (entre los dos grupos)<sup>5</sup>. La reducción de la brecha de la balanza por cuenta corriente desde el máximo registrado en el segundo trimestre de 2008 se debe fundamentalmente a la eliminación del diferencial de inversión y solo marginalmente (en los dos últimos años) a la reducción del diferencial de ahorro. El diferencial de ahorro en porcentaje del PIB repuntó en el tercer trimestre de 2011 (véase gráfico C) y actualmente se sitúa en alrededor de 8 puntos porcentuales (similar al observado en 2007), mientras que era próximo a cero (es decir, las tasas de ahorro eran

5 Dado que el saldo de la balanza por cuenta corriente es igual al exceso de ahorro nacional con respecto a la inversión (formación de capital), el diferencial de ratio entre el saldo de la balanza por cuenta corriente y el PIB es igual a la diferencia entre el diferencial en la tasa de ahorro y el diferencial en la tasa de inversión.

**Gráfico B Capacidad/necesidad de financiación de los grupos con superávit y con déficit exterior, y diferenciales en las tasas de ahorro y de inversión entre los dos grupos**

(sumas de cuatro trimestres; porcentajes del PIB)

- Contribución del diferencial en la tasa de ahorro (grupo con superávit exterior menos grupo con déficit exterior)
- Contribución del diferencial en la tasa de inversión (grupo con déficit exterior menos grupo con superávit exterior)
- Capacidad/necesidad de financiación: grupo con déficit exterior
- Capacidad/necesidad de financiación: grupo con superávit exterior



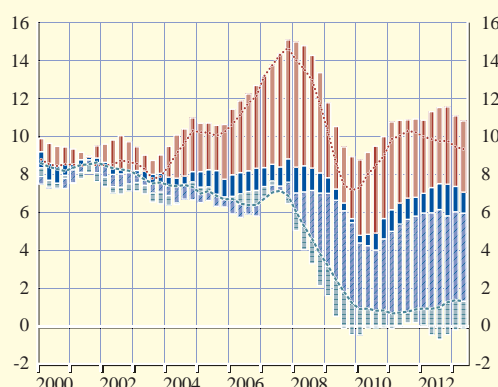
Fuentes: Eurostat y BCE.

Nota: El diferencial en la tasa de ahorro incluye las transferencias de capital netas. La tasa de inversión que sea más elevada en el grupo con superávit exterior se muestra con una barra por debajo de la línea inferior.

**Gráfico C Tasas de ahorro en los grupos con superávit y con déficit exterior, y diferenciales en las tasas de ahorro sectorial entre los dos grupos**

(sumas de cuatro trimestres; porcentajes del PIB)

- Diferencial de ahorro hogares (contribución)
- Diferencial de ahorro sociedades no financieras (contribución)
- Diferencial de ahorro instituciones financieras (contribución)
- Diferencial de ahorro Administraciones Públicas (contribución)
- ... Ahorro total - grupo con superávit exterior
- Ahorro total - grupo con déficit exterior



Fuentes: Eurostat y BCE.

Nota: Los diferenciales negativos de los sectores de Administraciones Públicas, hogares e instituciones financieras (es decir, tasas de ahorro más elevadas en el grupo de países con déficit exterior) se muestran con barras por debajo de la línea inferior.



casi idénticas) a principios de la pasada década. La brecha de ahorro de las sociedades no financieras entre los países con superávit y con déficit fue la que más contribuyó al aumento del diferencial de ahorro total en los años 2004 a 2008, y, por tanto, a la ampliación del diferencial de la balanza por cuenta corriente. Dicha brecha de ahorro se estrechó ligeramente entre 2008 y 2009. Posteriormente, la contribución del diferencial de ahorro de las sociedades no financieras al diferencial de ahorro del total de la economía se mantuvo prácticamente estable en torno al 4 % del PIB. En cambio, a partir de 2008 surgió una importante brecha de ahorro público.

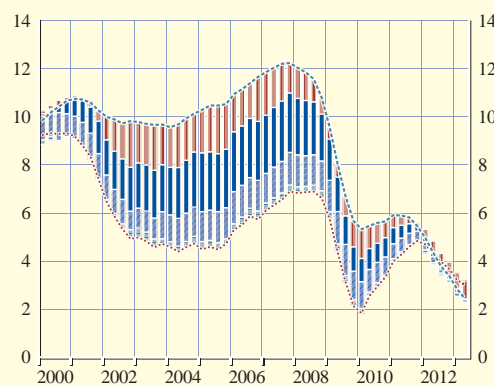
La persistencia del diferencial de ahorro del total de la economía puede verse afectada por la diferente posición cíclica de los dos grupos y, por tanto, refleja en parte una actividad más deprimida en los países deficitarios, en la medida en que un PIB más bajo reduce los beneficios empresariales. Sin embargo, aunque una recuperación del PIB impulsaría, por lo general, los beneficios de las empresas, no contraría necesariamente el diferencial de ahorro del total de la economía. Ello dependería de forma esencial, por el lado de la demanda, de los motores de la recuperación, y por el lado de la oferta, de la evolución de la competitividad. En el caso de una recuperación económica impulsada por la demanda interna (aumento del consumo o la inversión), el incremento esperado del ahorro de las empresas y de las Administraciones Públicas podría no ser suficiente para compensar el probable deterioro de la balanza por cuenta corriente asociado al aumento de la inversión o la disminución del ahorro de los hogares. En cambio, una recuperación basada en las exportaciones no solo aumentará el ahorro empresarial, sino que puede incluso estimular el ahorro de otros sectores y mejorar en mayor medida la balanza por cuenta corriente. Como se indica más adelante, la evolución de los salarios nominales tiene una influencia fundamental en la competitividad, la rentabilidad, el ahorro empresarial y los saldos de la balanza por cuenta corriente.

El gráfico D muestra que, tras una rápida caída de la tasa de inversión en los países con superávit exterior en el período 2001-2002, el diferencial de inversión positivo entre el grupo de países con déficit exterior y el grupo de países con superávit exterior continuó siendo elevado en el período previo a la crisis. El diferencial de inversión tendió a estar distribuido de forma bastante similar entre sectores, siendo positivo en los sectores de Administraciones Públicas, empresarial y de hogares por igual. Después de 2008, este diferencial se estrechó en los tres sectores, desapareciendo prácticamente en el caso de los hogares y de las Administraciones Públicas (la inversión pública neta de consumo de capital fijo cayó en los países con déficit exterior con respecto al máximo del 1,4 % del PIB registrado en 2007, situándose en el -0,1 % en el segundo trimestre de 2013). El diferencial positivo de la inversión empresarial hasta 2008, que no pareció deberse

**Gráfico D Tasas de inversión en los grupos con superávit y con déficit exterior, y diferenciales en las tasas de inversión sectorial entre los dos grupos**

(sumas de cuatro trimestres; porcentajes del PIB)

- Diferencial de inversión hogares (contribución)
- Diferencial de inversión sociedades no financieras (contribución)
- Diferencial de inversión instituciones financieras (contribución)
- Diferencial de inversión Administraciones Públicas (contribución)
- ..... Inversión total - grupo con superávit exterior
- ..... Inversión total - grupo con déficit exterior



Fuentes: Eurostat y BCE.

Nota: Los diferenciales sectoriales negativos (es decir, tasas de inversión más elevadas en el grupo con superávit exterior) se muestran con barras por debajo de la línea inferior. Cuando «Inversión total - grupo con déficit exterior» es la línea más baja, el signo de la contribución por sector se invierte.

principalmente a diferenciales de rentabilidad (véase a continuación), pasó a ser negativo posteriormente, con una tasa de inversión neta más elevada (0,7 puntos porcentuales superior al final del período) en el grupo de países con superávit exterior que en el grupo de países con déficit exterior.

### Márgenes empresariales

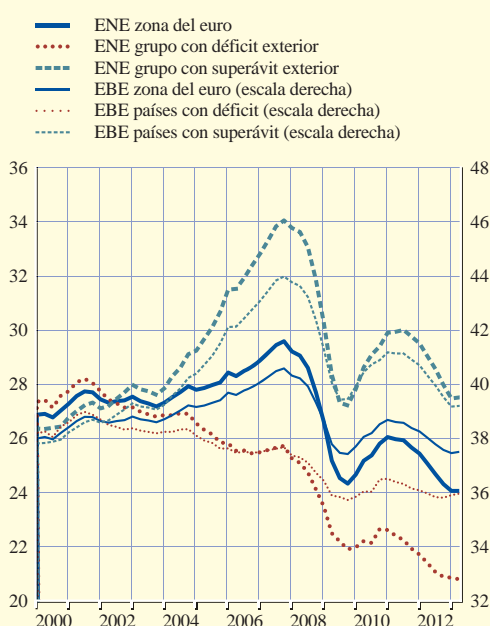
El aumento del diferencial de ahorro de las sociedades no financieras entre los dos grupos en el período previo a la crisis se debió al incremento del diferencial de márgenes empresariales y, por tanto, del diferencial de rentabilidad (gráfico E). Este diferencial de márgenes, medido por la ratio entre el excedente neto de explotación y el valor añadido, que no existía al comienzo de la Unión Monetaria, creció gradualmente hasta alcanzar un máximo de 8,5 puntos porcentuales en 2008. En la segunda mitad de 2009 se redujo hasta situarse en alrededor de 5 puntos porcentuales y desde entonces se amplió nuevamente hasta los 7 puntos porcentuales, aproximadamente. Los márgenes empresariales del grupo de países con déficit exterior siguen por tanto en niveles reducidos con relación a los del grupo de países con superávit exterior, lo que puede impedir un repunte más fuerte de la inversión<sup>6</sup>.

Además de la ratio entre el excedente neto de explotación y el valor añadido, el gráfico E muestra la ratio entre el excedente bruto de explotación y el valor añadido, medida que suele utilizarse para hacer un seguimiento de los márgenes empresariales. El excedente bruto de explotación se comporta de forma bastante similar al excedente neto de explotación en los países con superávit, pero no tanto en los países con déficit. En este último grupo, la ratio de excedente neto de explotación ha caído 3 puntos porcentuales más que la ratio de excedente bruto de explotación desde 2007. La ratio de excedente neto de explotación se encuentra actualmente muy por debajo (más de 1 punto porcentual) del mínimo de 2009, mientras que la ratio de excedente bruto de explotación está al mismo nivel.

En general, cuando se usa el excedente bruto de explotación, la reducción observada en el diferencial de márgenes empresariales entre los dos grupos es menos acusada que cuando se utiliza la medida del excedente neto, mostrando esta última un escenario de beneficios más débiles para los países con déficit. Esto refleja el papel de las amortizaciones, que deberían deducirse en el análisis de la rentabilidad<sup>7</sup>. Al

**Gráfico E Márgenes empresariales: ratio excedente de explotación/valor añadido de las sociedades no financieras**

(medias de cuatro trimestres; porcentajes)



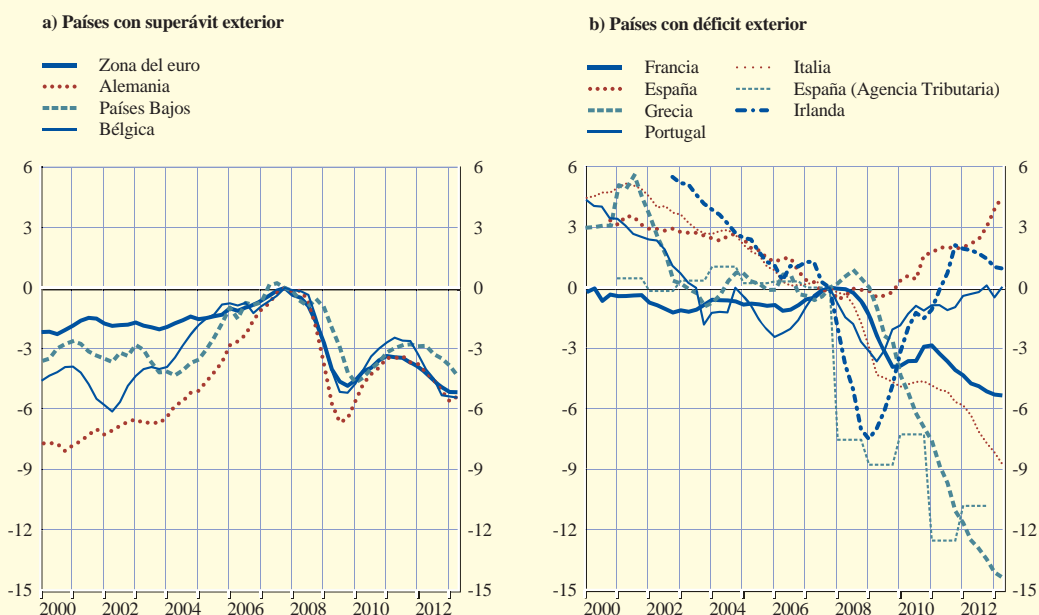
Fuentes: Eurostat y BCE.  
Nota: ENE corresponde a excedente neto de explotación y EBE, a excedente bruto de explotación.

6 Resulta difícil explicar la evolución cíclica de la disminución de los márgenes empresariales medios, que puede reflejar efectos volumen (en presencia de costes fijos) o efectos precio (margen, es decir, beneficios con respecto a los costes marginales).

7 Aunque las amortizaciones son un asiento contable, no incluyen los recursos de libre disposición y se corresponden más o menos con las corrientes de reembolsos a prestamistas asociadas (en el caso de las inversiones financiadas mediante deuda). En otras palabras, las amortizaciones proporcionan una medida de las inversiones de reposición necesarias para preservar el capital social. Aunque el excedente bruto de explotación proporciona probablemente una medida más ajustada de los flujos de efectivo, el excedente neto de explotación permite medir mejor la rentabilidad de los activos. Véase también el recuadro titulado «El papel de los beneficios en las presiones inflacionistas internas en la zona del euro», Boletín Mensual, BCE, marzo de 2013.

## Gráfico F Márgenes empresariales (cambio de base a 2007) - selección de países

(puntos porcentuales)



Fuentes: Eurostat, Agencia Tributaria española y BCE.

Nota: Los márgenes empresariales, que se definen como la ratio entre el excedente neto de explotación y el valor añadido, muestran la desviación con respecto a su valor de 2007.

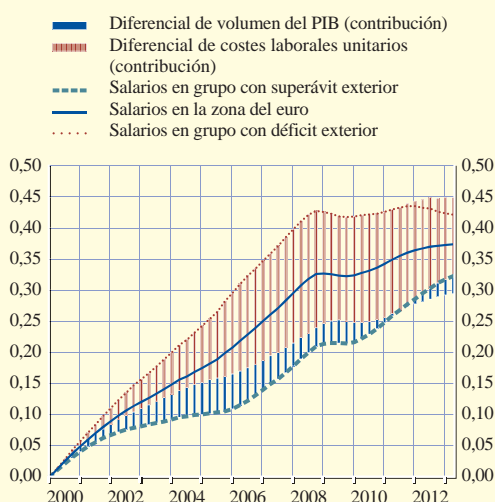
ser un coste fijo, las amortizaciones tienden a ser constantes a lo largo del ciclo económico, haciendo que el excedente neto de explotación sea más procíclico que el excedente bruto de explotación.

El gráfico F muestra la ratio de excedente neto de explotación de las sociedades no financieras en una selección de países (ratios con cambio de base a sus valores de 2007). Los márgenes no presentan una tendencia clara en los países con superávit, observándose un fuerte incremento hasta 2008 y un descenso posteriormente (gráfico Fa). En cambio, los márgenes empresariales en Francia, Italia y Grecia eran débiles o se fueron debilitando hasta 2008. Este debilitamiento se aceleró después de 2008, haciendo que los márgenes cayeran hasta sus bajos niveles actuales en estos países. En el caso de Grecia, el pronunciado descenso de la ratio de excedente neto de explotación contrasta radicalmente con el aumento de la ratio de excedente bruto de explotación, dado que el impacto del coste fijo de capital es particularmente acusado en un entorno de fuerte contracción de la actividad y de creciente consumo de capital fijo. No obstante, en otros países sometidos a tensiones, los datos de las cuentas nacionales muestran resistentes márgenes, que ahora han vuelto a situarse en los niveles anteriores a la crisis (Portugal, Irlanda) o incluso significativamente por encima de ellos (España). En conjunto, parece que la caída de los márgenes en el grupo de países con déficit exterior está determinada sobre todo por la evolución en Francia, Italia y Grecia, y también en España cuando se analizan fuentes de datos alternativas<sup>8</sup> (gráfico Fb).

<sup>8</sup> Otra información alternativa basada en la base de datos pública de la Agencia Tributaria española muestra una caída significativa del excedente bruto de explotación de las empresas durante el período 2007-2012, pese a las conocidas diferencias conceptuales en la definición de excedente de explotación entre la contabilidad nacional y la contabilidad empresarial.

**Gráfico G Costes salariales (en grupos con déficit y con superávit) y contribución de los costes laborales unitarios y de los volúmenes del PIB al diferencial de costes salariales**

(índice: marzo 2000 = 0)

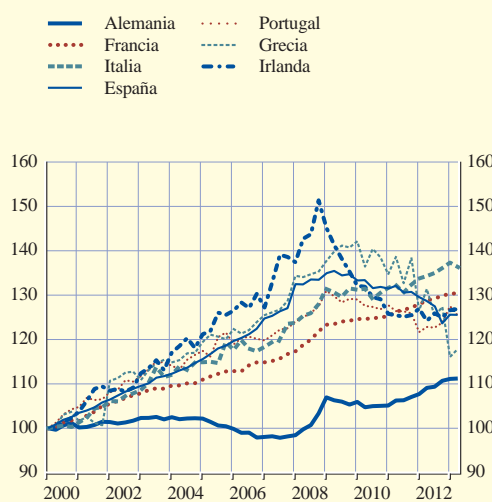


Fuentes: Eurostat y BCE.

Nota: El índice se muestra para el total de la economía y se presenta en logaritmo (para asegurar la aditividad de las contribuciones).

**Gráfico H Costes laborales unitarios en una selección de países**

(índice, 1 2000 = 100)



Fuentes: Eurostat y BCE.

Nota: El índice se muestra para el total de la economía.

## Costes laborales

Las diferencias de rentabilidad entre los dos grupos se asocian a diferencias en la cifra de remuneración de los asalariados pagada por las empresas. El gráfico G muestra, para el conjunto de la economía, la evolución de los costes salariales en los dos grupos, y la contribución del PIB real y de los diferenciales de costes laborales unitarios al diferencial de costes salariales. Tras registrar una brecha máxima entre los dos grupos de casi 30 puntos porcentuales en 2008, los costes salariales han tendido a convergir. Sin embargo, hasta ahora esta convergencia ha estado menos impulsada por la convergencia de precios (es decir, costes laborales unitarios) que por la dinámica del volumen (producto). Pese al considerable ajuste de los costes laborales unitarios en los países acogidos a un programa, la limitada convergencia de estos costes entre los dos grupos se debe principalmente a la falta de ajuste en Italia y en Francia (gráfico H).

## Conclusión

En resumen, este recuadro muestra que la significativa corrección de los diferenciales de la balanza por cuenta corriente (entre los países con superávit exterior y los países con déficit exterior) observada desde 2009 ha estado impulsada, principalmente, por la compresión del diferencial de inversión más que por el cierre del diferencial de ahorro, que sigue siendo amplio. En particular, el diferencial de ahorro de las sociedades no financieras entre los países con superávit y los países con déficit exterior apenas ha disminuido. La limitada corrección observada hasta el momento en el diferencial de ahorro de las sociedades no financieras refleja una rentabilidad persistentemente más débil (medida por la ratio entre el excedente neto de explotación y el valor añadido) en el grupo de países con déficit frente al grupo con superávit, asociada a un escaso ajuste de los costes laborales.

### 3 PRECIOS Y COSTES

Según la estimación preliminar de Eurostat, la inflación interanual medida por el IAPC de la zona del euro aumentó desde el 0,7% en octubre de 2013 hasta el 0,9% en noviembre. Este incremento fue prácticamente el esperado y se debió, en particular, a un efecto de base al alza de los precios de la energía y a la mayor tasa de crecimiento de los precios de los servicios. A partir de los precios de los futuros sobre la energía vigentes, se prevé que las tasas de inflación interanual sigan situándose en torno a los niveles actuales durante los próximos meses. A medio plazo, se espera que las presiones inflacionistas subyacentes se mantengan contenidas en la zona del euro. Al mismo tiempo, las expectativas de inflación para la zona del euro a medio y largo plazo permanecen firmemente ancladas en consonancia con el objetivo del Consejo de Gobierno de mantener las tasas de inflación por debajo del 2%, aunque próximas a este valor.

Esta valoración queda también reflejada en las proyecciones macroeconómicas de diciembre de 2013 elaboradas por los expertos del Eurosistema para la zona del euro, que prevén que la inflación interanual medida por el IAPC se sitúe en el 1,4% en 2013, el 1,1% en 2014 y el 1,3% en 2015. En comparación con las proyecciones macroeconómicas de septiembre de 2013 elaboradas por los expertos del BCE para la zona del euro, las proyecciones de la inflación correspondientes a 2013 y 2014 se han revisado a la baja en 0,1 puntos porcentuales y en 0,2 puntos porcentuales, respectivamente. Se considera que los riesgos para las perspectivas de evolución de los precios están, en general, equilibrados en el medio plazo.

#### 3.1 PRECIOS DE CONSUMO

La inflación interanual medida por el IAPC de la zona del euro se ha reducido de forma notable durante 2013, a un ritmo ligeramente más rápido de lo previsto (véanse cuadro 9 y gráfico 41). Esto es atribuible, principalmente, al acusado descenso de la tasa de crecimiento de los precios de la energía desde los elevados niveles observados en 2011 y 2012. En los últimos meses, el ritmo de avance de los precios de los alimentos también ha caído de forma bastante rápida desde los altos niveles registrados a principios de este año, y ha contribuido a un nuevo descenso de la inflación general. La evolución de la inflación en estos últimos meses ha estado impulsada por factores temporales, tales como la pérdida de intensidad de los

**Cuadro 9 Evolución de los precios**

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

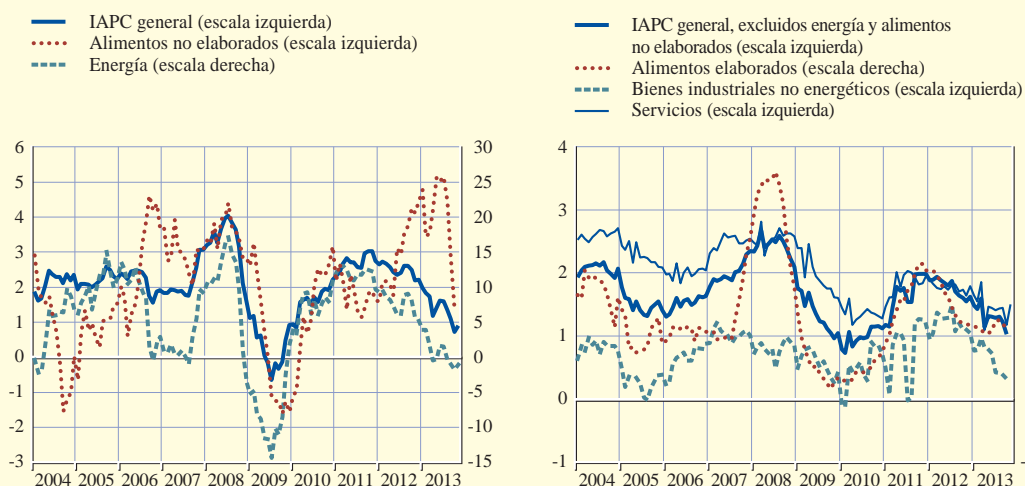
	2011	2012	2013 Jun	2013 Jul	2013 Ago	2013 Sep	2013 Oct	2013 Nov
<b>IAPC y sus componentes <sup>1)</sup></b>								
Índice general	2,7	2,5	1,6	1,6	1,3	1,1	0,7	0,9
Energía	11,9	7,6	1,6	1,6	-0,3	-0,9	-1,7	-1,1
Alimentos	2,7	3,1	3,2	3,5	3,2	2,6	1,9	1,6
Alimentos no elaborados	1,8	3,0	5,0	5,1	4,4	2,9	1,4	.
Alimentos elaborados	3,3	3,1	2,1	2,5	2,5	2,4	2,2	.
Bienes industriales no energéticos	0,8	1,2	0,7	0,4	0,4	0,4	0,3	0,3
Servicios	1,8	1,8	1,4	1,4	1,4	1,4	1,2	1,5
<b>Otros indicadores de precios</b>								
Precios industriales	5,7	2,8	0,1	0,0	-0,9	-0,9	-1,4	.
Precios del petróleo (euros por barril)	79,7	86,6	78,3	81,9	82,6	83,0	80,0	80,0
Precios de las materias primas no energéticas	12,2	0,5	-7,4	-12,2	-12,9	-12,9	-12,2	-11,7

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

1) La inflación medida por el IAPC y sus componentes (excluidos los alimentos no elaborados y elaborados) de noviembre de 2013 corresponde a la estimación preliminar de Eurostat.

Gráfico 41 Desagregación del IAPC por principales componentes

(tasas de variación interanual; datos mensuales)



Fuente: Eurostat.

efectos de las medidas de consolidación fiscal aplicadas un año antes en muchos países de la zona del euro. Más recientemente, el estancamiento de los precios del petróleo y de las materias primas no energéticas en niveles elevados, expresados en euros, ha contribuido también a la reducción de la inflación medida por el IAPC. Si se excluyen los componentes volátiles —alimentos y energía—, la inflación medida por el IAPC también se ha moderado, en un entorno de debilidad de la actividad económica.

Según la estimación preliminar de Eurostat, la inflación medida por el IAPC aumentó desde el 0,7 % en octubre hasta el 0,9 % en noviembre, como consecuencia de un incremento de la tasa de variación interanual de los componentes de energía y servicios, que estuvo relacionado principalmente con factores técnicos (véase cuadro 9). El incremento de la tasa de variación interanual del componente energético se debió a un efecto de base al alza, mientras que la del componente de servicios reflejó los cambios introducidos en Alemania en las prácticas de recogida de los precios con los que se calcula el IAPC.

Por lo que se refiere a los principales componentes del IAPC, el ritmo de avance de los precios de la energía ha descendido notablemente durante 2013, como consecuencia de la combinación de dos factores: una caída de los precios del petróleo en dólares estadounidenses y una apreciación del euro. En los últimos meses, la reducción de los márgenes de refino ha contribuido a la tendencia general a la baja, que, no obstante, ha mostrado cierta volatilidad, debido a la evolución de los precios del petróleo, así como a efectos de base positivos y negativos. En octubre de 2012, la tasa de variación interanual del componente energético comenzó a descender gradualmente y pasó a registrar valores negativos en abril y mayo de 2013, cuando los precios de la energía cayeron un 0,4 % y un 0,2 %, respectivamente, en tasa interanual. En junio de 2013, un fuerte efecto de base impulsó esta tasa al alza hasta situarla en el 1,6 %, donde se mantuvo en julio, antes de volver a registrar valores negativos en agosto. En septiembre y octubre, el ritmo de crecimiento de los precios de la energía disminuyó un 0,9 % y un 1,7 %, respectivamente. Si se consideran los principales productos energéticos, la tasa de variación interanual de los precios de los combustibles para automóviles y otros combustibles líquidos descendió notablemente en octubre —último mes para el que se dispone de una desagregación detallada—, mientras que los precios



de la electricidad registraron tasas de crecimiento interanual más elevadas que en septiembre. La estimación preliminar de Eurostat señala una caída del 1,1 % en el ritmo de avance de los precios de la energía en noviembre de 2013, por encima del -1,7 % de octubre, debido, principalmente, a un efecto de base positivo.

La tasa de variación interanual de los precios de los alimentos, tras mantenerse en un nivel elevado cercano al 3 % durante los ocho primeros meses de 2013, se redujo notablemente en septiembre y octubre, al empezar a remitir el anterior impacto alcista de las adversas condiciones meteorológicas sobre los precios de las frutas y las legumbres y hortalizas. En septiembre, esta tasa cayó hasta el 2,6 %, y en octubre siguió bajando hasta el 1,9 %. El principal factor determinante de esta evolución fue el componente de alimentos no elaborados, que aumentó a una tasa interanual próxima al 5 % en el primer semestre del año y, por tanto, se convirtió en el principal componente del IAPC general que creció de manera más rápida. En mayo y julio de 2013, la tasa de crecimiento de los precios de los alimentos no elaborados alcanzó el 5,1 %, su nivel más alto en más de una década. A partir de agosto, esta tasa empezó a caer rápidamente, situándose en el 1,4 % en octubre. Por el contrario, el ritmo de avance de los precios de los alimentos elaborados descendió gradualmente desde el otoño de 2011, situándose en el 2,1 % en abril de 2013. Posteriormente se mantuvo en este nivel en mayo y junio, antes de repuntar hasta el 2,5 % en julio y agosto, reflejando en gran medida un acusado incremento de la tasa de crecimiento interanual de los precios del tabaco. En octubre, esta tasa cayó de nuevo hasta el 2,2 %, el mismo nivel que el registrado en el primer semestre del año. Según la estimación preliminar de Eurostat, el componente de alimentos, que comprende los precios de los alimentos tanto elaborados como no elaborados, disminuyó nuevamente, hasta el 1,6 %, en noviembre.

La inflación medida por el IAPC, excluidos los componentes volátiles, —alimentos y energía—, se ha moderado también en 2013, aunque en mucha menor medida que la inflación general. Si bien la inflación medida por el IAPC, excluidos estos componentes, fue, en promedio, del 1,5 % en 2012, en los últimos meses ha retrocedido hasta situarse en tasas próximas al 1 %. En el recuadro 5 se analiza si los subíndices del IAPC basados en la exclusión de determinados componentes pueden considerarse medidas de la inflación subyacente. El análisis comprende el período 1999-2013, y evalúa los resultados de varios subíndices del IAPC en relación con una serie de criterios para obtener una medida no sesgada de la inflación subyacente. Se concluye que ninguno de los subíndices incluidos en el estudio puede considerarse una medida satisfactoria de la inflación subyacente, puesto que no proporcionan una indicación apropiada de la evolución de los precios a medio plazo que sea relevante para la política monetaria. Al mismo tiempo, el seguimiento de los subíndices del IAPC —al ser menos volátiles— proporciona información adicional sobre las fuerzas que determinan la dinámica subyacente de la evolución de la inflación general.

Los restantes componentes principales de la cesta del IAPC, después de excluir los alimentos y la energía, es decir, los bienes industriales no energéticos y los servicios, han registrado últimamente tasas de variación interanual más bajas de lo esperado, como consecuencia de la debilidad general de la demanda. La tasa de crecimiento de los precios de los bienes industriales no energéticos, tras mostrar cierta volatilidad a comienzos de 2013, ha oscilado en niveles bastante reducidos desde julio, situándose en el 0,3 % en octubre. Este patrón puede atribuirse a unas tasas de crecimiento interanual de los precios de las prendas de vestir y del calzado, muy bajas, e incluso negativas en ocasiones, debido al impacto de los períodos de rebajas de invierno y de verano. Con carácter más general, la debilidad de la demanda ha continuado moderando los precios de los bienes industriales no energéticos, especialmente de los bienes de consumo duradero, como los automóviles. En noviembre, el ritmo de avance de los bienes industriales no energéticos se mantuvo inalterado en el 0,3 %, según la estimación preliminar de Eurostat.



La tasa de variación interanual del componente de servicios, el mayor de todos los componentes del IAPC, se ha mantenido prácticamente sin cambios durante la mayor parte de 2013. Después de un período de volatilidad en marzo y en abril, atribuible a las fechas en las que cayó la Semana Santa, esta tasa se estabilizó en el 1,4 % de junio a septiembre. Posteriormente, cayó hasta el 1,2 % en octubre, debido a los descensos de las tasas de crecimiento interanual de los precios de las comunicaciones, el transporte y otros servicios, así como de los servicios recreativos y personales. Según la estimación preliminar de Eurostat, el ritmo de avance de los precios de los servicios aumentó hasta el 1,5 % en noviembre, como consecuencia, principalmente, de los citados cambios introducidos en Alemania en las prácticas de recogida de los precios con los que se calcula el IAPC, cuyos efectos deberían corregirse en diciembre.

#### Recuadro 5

#### ¿SON LOS SUBÍNDICES DEL IAPC MEDIDAS DE LA INFLACIÓN SUBYACENTE?

Si bien la definición de estabilidad de precios en la estrategia de política monetaria del BCE se refiere a la inflación interanual medida por el IAPC, el Boletín Mensual también incluye regularmente comentarios sobre los subíndices del IAPC, especialmente el IAPC, excluida la energía, el IAPC, excluidos la energía y los alimentos, y el IAPC, excluidos la energía, los alimentos, y las variaciones de los impuestos indirectos. En ocasiones, estos componentes pueden ayudar a explicar los factores determinantes de la evolución general de los precios. Cabe preguntarse si las tasas de variación de los subíndices pueden considerarse medidas de la inflación subyacente. En este recuadro se explican los criterios habituales para una medida de inflación subyacente y se analizan los subíndices del IAPC en relación con dichos criterios.

#### El concepto de inflación subyacente

La inflación subyacente es un concepto que no cuenta con una definición ampliamente aceptada<sup>1</sup>. En la práctica, se ha propuesto que una medida de inflación subyacente debería separar los componentes temporales de los componentes más permanentes de la inflación, ya que estos últimos son indicadores de la evolución actual y futura de la inflación, que incorporan menos ruido. Este requisito general se ha traducido en diversos criterios, que están relacionados con la capacidad de seguir las tendencias de la inflación o de preverla<sup>2</sup>.

Se han propuesto distintas medidas de inflación subyacente, incluidas algunas basadas en la exclusión permanente de determinados componentes del índice general de precios de consumo. Se ha observado que algunas medidas violan con frecuencia criterios fundamentales para una medida de inflación subyacente y que no hay ninguna medida que sea la mejor según todos los criterios. En este contexto, una práctica popular ha sido hacer referencia a distintas medidas de inflación para lograr una visión completa de la evolución de los precios<sup>3</sup>.

1 Para un análisis de la utilidad de contar con una medida de inflación subyacente, véase, por ejemplo, M. A. Wynne, «Core Inflation: A Review of Some Conceptual Issues», *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, mayo/junio de 2008.

2 Para un análisis de los criterios de evaluación, véanse, por ejemplo, J. Armour, «An Evaluation of Core Inflation Measures», *Working Papers*, n.º 10, Banco de Canadá, 2006; T. E. Clark, «Comparing Measures of Core Inflation», *Economic Review*, Banco de la Reserva Federal de Kansas City, segundo trimestre de 2001; y R. Rich y C. Steindel, «A Comparison of Measures of Core Inflation», *Economic Policy Review*, Banco de la Reserva Federal de Nueva York, diciembre de 2007.

3 Véase, por ejemplo, el recuadro titulado «Evolución reciente de algunas medidas de inflación subyacente para la zona del euro», *Boletín Mensual*, BCE, junio de 2009.

## Evaluación de los subíndices del IAPC en relación con los criterios para una medida de inflación subyacente

La capacidad de seguir la tendencia de la inflación es el criterio fundamental para una medida de inflación subyacente. En este sentido, se pueden tener en cuenta la inexistencia de sesgo, la coincidencia, la volatilidad y la precisión general de los subíndices.

La inexistencia de sesgo se puede evaluar comparando las medias a largo plazo (véase cuadro A)<sup>4</sup>. El principal resultado que se observa es que, para la zona del euro, la tasa media de inflación general es significativamente más elevada que las tasas medias de inflación de los subíndices (es decir, estas últimas están sesgadas a la baja). El motivo fundamental de este sesgo reside en que el período desde 1999 hasta el tercer trimestre de 2013 se ha caracterizado por una serie de importantes perturbaciones de los precios de las materias primas que han tenido un impacto mayor en la evolución de la inflación general que en las tasas de variación de los subíndices (véase gráfico). Por ejemplo, el precio medio del petróleo en 2012 se situó más del 500% por encima del precio medio del petróleo en 1999, lo que da lugar a que la contribución del componente de energía a la inflación sea desproporcionadamente importante. Este sesgo aumenta aún más si se excluyen otros componentes, como los alimentos y el impacto de las variaciones de los impuestos indirectos.

La coincidencia se analiza mediante correlaciones para distintos adelantos y retardos. La correlación más alta con las tasas de variación de los subíndices (en negrita en el cuadro B) se encuentra para los retardos con respecto a la inflación general. Esto implica que dicha inflación tiende a anticipar a la inflación medida por los subíndices, y no a la inversa, lo que probablemente esté relacionado con diferencias en la velocidad de transmisión de las perturbaciones de los precios de las materias primas a los distintos componentes del IAPC. Por ejemplo, las perturbaciones de los precios del petróleo afectan en primer lugar a los precios de la energía, pero con el tiempo también inciden en los precios de los *inputs* para los bienes industriales o en los salarios y, por lo tanto, también en los precios de los servicios. La medida de inflación que excluye el componente de alimentos y que asimismo excluye el impacto de las variaciones de los impuestos indirectos tiende a ir desfasada con respecto a la tasa de inflación medida por el IAPC más que la medida que excluye solo el componente energético.

4 La evaluación se realiza con datos trimestrales. Sin embargo, las conclusiones siguen siendo las mismas para datos mensuales. Las comparaciones para la media y la volatilidad se llevan a cabo a partir de tasas de crecimiento intertrimestral anualizadas de datos desestacionalizados. Los resultados son prácticamente similares a los obtenidos para las tasas de crecimiento interanual, aunque la mayor persistencia de las tasas de crecimiento interanual frente a las tasas de crecimiento intertrimestral altera algunos de los resultados de la prueba. El IAPC, excluidos la energía, los alimentos y las variaciones de los impuestos indirectos, es elaborado por el BCE sobre la base del IAPC a impuestos constantes para los bienes y servicios industriales no energéticos. Estas series se elaboran bajo el supuesto de que las variaciones de los impuestos indirectos se trasladan de forma inmediata y total y, por lo tanto, el impacto estimado de estas variaciones representa el límite superior del impacto real. Cabe señalar que la exclusión del efecto de las variaciones de los impuestos indirectos es conceptualmente diferente de la exclusión de los componentes de energía y alimentos (para más información, véase el recuadro titulado «Nuevas series estadísticas para medir el impacto de los impuestos indirectos sobre la inflación medida por el IAPC, Boletín Mensual, BCE, noviembre de 2009). Por motivos de disponibilidad de los datos, las propiedades de la inflación medida por el IAPC, excluidos la energía, los alimentos y las variaciones de los impuestos indirectos, solo se evalúan para el período 2004-2013.

## IAPC general y subíndices

(tasas de variación interanual, datos mensuales)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.  
Nota: El IAPC, excluidos la energía, los alimentos y las variaciones de los impuestos indirectos, se basa en la medida del IAPC a impuestos constantes.

**Cuadro A Volatilidad de la tasa de variación de los subíndices del IAPC y su capacidad para seguir la tendencia de la inflación**

	Seguimiento de la tendencia		Volatilidad			
	Tasa media de inflación	RECM para la tendencia de la inflación	Desviación típica	Coefficiente de variación	Media de la variación absoluta	Volatilidad en torno a su propia tendencia
<b>1999 a III 2013</b>						
<i>IAPC general</i>	2,1	1,2	1,2	0,6	1,1	1,2
IAPC, excluida la energía	1,7*	0,7	0,7***	0,4	0,4	0,5
IAPC, excluidos la energía y los alimentos	1,5***	0,7	0,5***	0,3	0,4	0,4
<b>2004 a III 2013</b>						
<i>IAPC general</i>	2,1	1,3	1,3	0,6	1,1	1,4
IAPC, excluida la energía	1,7	0,7	0,6***	0,3	0,4	0,5
IAPC, excluidos la energía y los alimentos	1,5**	0,7	0,4***	0,3	0,4	0,3
IAPC, excluidos la energía, los alimentos y las variaciones de los impuestos indirectos	1,3***	0,8	0,5***	0,4	0,5	0,4

Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Notas: Todos los estadísticos se calculan para las tasas de crecimiento intertrimestral anualizadas de los precios de consumo (desestacionalizados). Los asteriscos representan una diferencia significativa en la media y la varianza comparadas con las cifras correspondientes a la inflación medida por el IAPC, y 3, 2 y 1 asteriscos indican el nivel del 1 %, el 5 % y el 10 % respectivamente. Las tendencias se estiman como medias móviles de tres años centradas (se obtienen resultados similares cuando se utiliza el filtro de Baxter y King). La raíz del error cuadrático medio (RECM) es la raíz cuadrada de la media de las diferencias al cuadrado entre la tendencia y la tasa de inflación general y bien la tasa de inflación general misma o bien una medida de inflación basada en subíndices. El coeficiente de variación es la desviación típica dividida por la media. La «volatilidad en torno a la propia tendencia» se refiere a la desviación típica de la diferencia entre la tasa de crecimiento intertrimestral anualizada y la media móvil centrada. La media de la variación absoluta es la media del valor absoluto de la primera diferencia de la inflación.

Si se considera la volatilidad, el cuadro A muestra que las desviaciones típicas son significativamente menores en el caso de las tasas de variación de los subíndices que en la inflación medida por el IPAC. Un panorama similar se desprende del coeficiente de variación que divide la desviación típica por la media de las series. Dos medidas adicionales, la media de la variación absoluta y la volatilidad en torno a la tendencia, indican diferencias incluso mayores en términos de una volatilidad más baja para las tasas de variación de estos subíndices. La volatilidad del IAPC, excluidos la energía y los alimentos, es la más reducida. Si se excluye, además, el impacto de las variaciones de los impuestos indirectos se tiende a aumentar la volatilidad de las series, lo que es con toda probabilidad una consecuencia del supuesto utilizado en la elaboración del IAPC de que tales variaciones se trasladan inmediatamente y en su totalidad.

En el caso de la tendencia de la inflación, la precisión general se puede evaluar mediante la raíz del error cuadrático medio (RECM) (véase cuadro A). La RECM es menor para las tasas de variación de los subíndices que para la tasa de inflación general, lo que sugiere que las tasas de inflación de los subíndices son indicadores en tiempo real de la tendencia de la inflación más precisos que la propia tasa de inflación general. El hecho de que las tasas de variación de estos subíndices muestren una

**Cuadro B Correlación entre la inflación general y la inflación medida por los subíndices, para distintos adelantos y retardos 1999 y el tercer trimestre de 2013**

	-T4	-T3	-T2	-T1	0	T1	T2	T3	T4
<i>IAPC general</i>	-0,1	0,2	0,5	0,8	1,0	0,8	0,5	0,1	-0,3
IAPC, excluida la energía	-0,2	-0,1	0,2	0,4	0,6	<b>0,7</b>	0,7	0,5	0,3
IAPC, excluidos la energía y los alimentos	-0,1	0,0	0,1	0,2	0,4	0,5	<b>0,5</b>	0,5	0,4
IAPC, excluidos la energía, los alimentos y las variaciones de los impuestos indirectos	-0,5	-0,4	-0,2	0,0	0,3	0,4	<b>0,4</b>	0,4	0,3

Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Notas: Las correlaciones se calculan para las tasas de crecimiento interanual de los precios de consumo. T representa los trimestres, -T1 (T1) significa que la correlación se calcula bajo el supuesto de que la inflación general se anticipa (se retrasa) a las medidas de inflación basadas en los subíndices en un trimestre). Los valores más elevados de cada fila aparecen en negrita. En el caso del IAPC, excluidos la energía, los alimentos y los impuestos indirectos, las correlaciones se calculan para el período comprendido entre 2004 y el tercer trimestre de 2013. La última fila no es, por lo tanto, comparable con las tres primeras.

media distinta de la tasa de inflación general y estén ligeramente desfasadas se ve contrarrestado con creces por su menor volatilidad en torno a la tendencia de la inflación. Por el contrario, a pesar de tener obviamente la misma media a largo plazo, la tasa de inflación general es un mal indicador de su tendencia debido a su volatilidad. Por consiguiente, los subíndices parecen contener cierta información en tiempo real sobre la tendencia actual de la inflación.

Por último, el criterio de buena capacidad de predicción puede evaluarse en función de lo que implican las desviaciones entre la medida de inflación general y la basada en subíndices para la evolución de la inflación futura, en particular, si es probable que las tasas de variación de los subíndices «converjan» hacia la tasa de inflación general (sin capacidad de predicción) o viceversa (capacidad de predicción). Los resultados que se presentan en el cuadro C sugieren que las tasas de variación de los subíndices tienen capacidad de predicción de la evolución de la inflación medida por el IAPC, especialmente para horizontes más largos. Estos resultados se basan en las regresiones siguientes:

$$\pi_{t+h} - \pi_t = \alpha + \beta (\pi_t^s - \pi_t) + \varepsilon_{t+h} \quad (1)$$

y

$$\pi_{t+h}^s - \pi_t^s = \alpha^s + \beta^s (\pi_t - \pi_t^s) + \varepsilon_{t+h}^s \quad (2)$$

donde  $\pi_t$  se refiere a la inflación interanual medida por el IAPC, mientras que  $\pi_t^s$  es la tasa de variación interanual de un subíndice. En caso de que  $\alpha = 0$  y  $\beta = 0$  en la primera ecuación, una desviación de la inflación medida por el IAPC con respecto a la tasa de variación de los subíndices supone una corrección de la tasa de inflación futura de la misma magnitud. Si se consideran los horizontes de predicción de uno y dos años, los coeficientes y el ajuste dentro de la muestra son mayores en la primera regresión que en la segunda, indicando que la inflación general se mueve hacia la inflación medida por los subíndices en lugar de hacerlo en dirección contraria. La exclusión de los componentes de energía y alimentos parece dar lugar a capacidad de predicción mayor que si se excluye solamente la energía. En cierta medida, esto va en contra de los resultados de la correlación. No obstante, lo anterior puede racionalizarse por el hecho de que este enfoque se centra más en la relación a horizontes más largos, haciendo abstracción de los efectos que pudieran surgir como consecuencia de las distintas velocidades de transmisión de las perturbaciones de los precios de las materias primas.

**Cuadro C Regresiones de predicción de la inflación general y la inflación medida por los subíndices entre 1999 y el tercer trimestre de 2013**

	Desviación predice la inflación general						Desviación predice la inflación medida por los subíndices					
	1 año			2 año			1 año			2 año		
	R <sup>2</sup>	Ordenada en el origen	Pendiente	R <sup>2</sup>	Ordenada en el origen	Pendiente	R <sup>2</sup>	Ordenada en el origen	Pendiente	R <sup>2</sup>	Ordenada en el origen	Pendiente
IAPC, excluidos												
la energía	0,2	0,3	0,8**	0,2	0,3	0,9**	0,1	-0,1	0,4*	0,1	0,0	0,4
IAPC, excluidos												
la energía y los alimentos	0,4	0,5***	1,0***	0,4	0,5**	1,0***	0,2	-0,1*	0,3**	0,0	-0,1	0,2
IAPC, excluidos la energía, los alimentos y las variaciones de los impuestos indirectos	0,4	0,7**	1,1***	0,6	0,8***	1,3***	0,1	-0,2**	0,1**	0,0	-0,1	0,0

Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Notas: La «ordenada en el origen» y la «pendiente» se refieren, respectivamente a los valores  $\alpha$  y  $\beta$  de las regresiones (1) y (2). Los asteriscos representan una diferencia significativa de 0, y 3, 2 y 1 asteriscos indican el nivel del 1 %, el 5 % y el 10 %, respectivamente. «1 año» y «2 años» se refieren a los horizontes de predicción expresados con «h» en las regresiones (1) y (2). El panel izquierdo muestra los resultados para la regresión (1) y el derecho, los resultados para la regresión (2). «Desviación» se refiere a la diferencia entre la inflación general y la inflación medida por los subíndices. En el caso del IAPC, excluidos la energía, los alimentos y las variaciones de los impuestos indirectos, los estadísticos se calculan para el período comprendido entre 2004 y el tercer trimestre de 2013. La última fila no es, por lo tanto, comparable con las dos primeras.

## Conclusiones

Ninguno de los subíndices del IAPC satisface los criterios necesarios para una medida de inflación subyacente sin sesgos. Durante el período 1999-2013, estas medidas presentan un sesgo a la baja (son significativamente inferiores en promedio) y están desfasadas con respecto a la evolución de la inflación medida por el IAPC. El sesgo y el desfase reflejan principalmente el fuerte aumento de los precios reales de las materias primas desde 1999 y el retraso en su transmisión a los componentes no energéticos y no alimenticios del IAPC. Al mismo tiempo, las tasas de variación de los subíndices son menos volátiles y parece que contienen información sobre la tendencia actual de la inflación y sobre su evolución futura. Así pues, se debería considerar que los subíndices proporcionan información adicional sobre los factores determinantes y sobre la dinámica subyacente de la evolución de la inflación general. No obstante, el BCE no utiliza los subíndices como medidas oficiales de inflación subyacente, ya que no proporcionan una descripción adecuada de la evolución de los precios a medio plazo que sea relevante para la política monetaria.

## 3.2 PRECIOS INDUSTRIALES

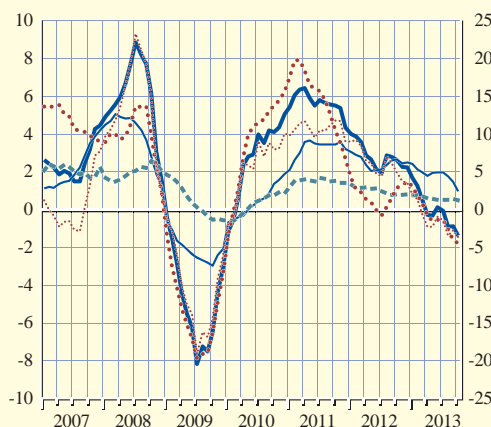
Durante 2013, las presiones latentes sobre la cadena de producción volvieron a relajarse (véanse cuadro 9 y gráfico 42). En los tres primeros trimestres del año, la tasa de variación de los precios industriales retrocedió hasta el 0,2%, desde el 2,9% de 2012, ambos valores en promedio. En abril, esta tasa pasó a ser negativa, pero volvió a territorio positivo en junio, situándose en el 0,2%. Después de estancarse en el 0% en julio, se tornó nuevamente negativa en agosto y septiembre. La tasa de variación de los precios industriales, excluida la construcción, se situó en el -1,4% en octubre, frente al -0,9% de septiembre. La tasa de crecimiento interanual de los precios industriales, excluidas la construcción y la energía, también ha disminuido, aunque en menor medida que la del IPRI general. En septiembre, esta tasa registró valores negativos por primera vez desde febrero de 2010 y se mantuvo en territorio negativo en octubre, situándose en el -0,3%.

Las presiones latentes sobre los precios de consumo de los bienes industriales no energéticos se han estabilizado prácticamente en niveles muy bajos en las últimas fases de la cadena de precios. En octubre, la tasa de variación interanual del componente de bienes de consumo no alimenticio del IPRI descendió marginalmente, hasta situarse en el 0,2%, continuando la ligera tendencia a la baja que había comenzado a principios de año. No obstante, el índice de directores de compras del comercio al por menor (PMI) relativo a los precios de los bienes intermedios de los establecimientos de venta de productos no alimenticios se mantuvo estable (en términos de medias móviles de tres meses), en un nivel próximo a su media histórica, y se situó en 57,4 en noviembre, después de haber seguido una tendencia al alza durante los seis meses anteriores. La encuesta PMI de márgenes de beneficios de los

Gráfico 42 Desagregación de los precios industriales

(tasas de variación interanual; datos mensuales)

- Industria, excluida construcción (escala izquierda)
- ... Bienes intermedios (escala izquierda)
- - - Bienes de equipo (escala izquierda)
- Bienes de consumo (escala izquierda)
- ... Energía (escala derecha)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

comercios de productos no alimenticios muestra que dichos márgenes se habían reducido levemente, manteniéndose próximos a su media de largo plazo. En las primeras fases de la cadena de precios, las tasas de variación interanual del componente de bienes intermedios del IPRI, de los precios de las materias primas y de los precios del crudo, expresados en euros, continuaron retrocediendo en octubre.

Las presiones latentes sobre los precios de consumo de los alimentos se están moderando tanto en las primeras como en las últimas fases de la cadena de precios, aunque partiendo de niveles ligeramente más altos que en el caso de los bienes industriales no energéticos. La tasa de variación interanual del componente de alimentos del IPRI descendió de nuevo en octubre de 2013, hasta situarse en el 1,3 %, frente al 2,1 % de septiembre y a tasas próximas al 4 % a comienzos de año. La encuesta PMI muestra un pequeño incremento del índice de precios de los bienes intermedios de los comercios minoristas de alimentación en noviembre, mientras que el índice de márgenes de beneficios se mantuvo inalterado. En las primeras fases de la cadena de precios, la tasa de crecimiento interanual de los precios agrícolas en origen de la UE cayó hasta el -2,4 % en octubre, frente a las tasas superiores al 11 % registradas en el segundo trimestre del año. Además, en noviembre, los precios internacionales de las materias primas alimenticias en euros experimentaron un ligero repunte, aumentando un 0,8 % frente al mes anterior, aunque, no obstante, siguieron registrando valores claramente negativos en términos interanuales, situándose en el -18,5 %.

Los últimos datos procedentes de las encuestas PMI y de la Comisión Europea disponibles hasta noviembre confirman que las presiones latentes sobre los precios de consumo de los bienes industriales no energéticos se mantienen contenidas y que las presiones sobre los precios de consumo de los alimentos elaborados se están moderando. Por lo que se refiere al PMI, el índice de precios de bienes intermedios del sector manufacturero pasó de 53 en octubre a 53,4 en noviembre, y el índice de precios de producción, de 50,5 a 51,1 durante el mismo período (véase gráfico 43). Los dos índices aumentaron hasta situarse justo por encima del umbral de 50, pero se mantuvieron por debajo de sus medias de largo plazo. Los indicadores de opinión adelantados de la Comisión Europea relativos a las expectativas de precios de venta para el conjunto de la industria permanecieron sin variación en noviembre.

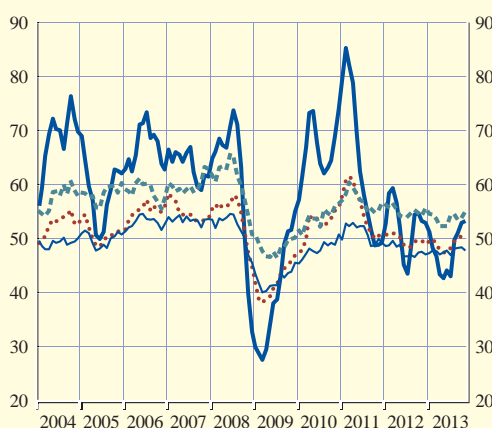
### 3.3 INDICADORES DE COSTES LABORALES

Como demuestran los indicadores de costes laborales más recientes, las presiones internas sobre los precios derivadas de los costes laborales se mantuvieron contenidas en el primer semestre de 2013 (véanse cuadro 10 y gráfico 44). Después de mostrar algunos indicios de moderación durante 2012, en

**Gráfico 43 Encuestas sobre precios de los bienes intermedios y precios de producción**

(índices de difusión; datos mensuales)

- Sector manufacturero; precios de los bienes intermedios
- Sector manufacturero; precios cobrados
- - - Sector servicios; precios de los bienes intermedios
- Sector servicios; precios cobrados



Fuente: Markit.

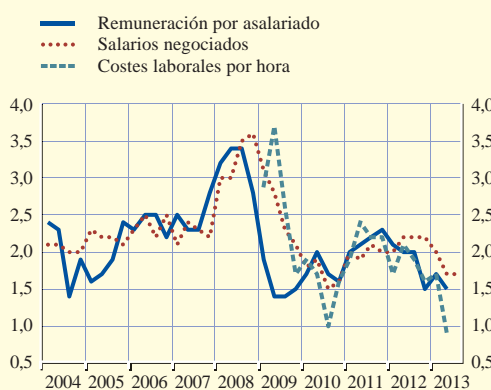
Nota: Un valor del índice superior a 50 indica un aumento de los precios, mientras que un valor inferior a 50 señala una disminución de los mismos.



comparación con 2011, los salarios nominales y reales repuntaron ligeramente en el primer trimestre de 2013 en la zona del euro, para reducirse de nuevo en el segundo trimestre. La desaceleración fue más significativa en el sector público que en el sector privado. El patrón relativamente homogéneo del crecimiento de los salarios en la zona del euro oculta divergencias sustanciales en la evolución de los salarios entre países. Mientras que en algunos países de la zona del euro, cuyos mercados de trabajo muestran una relativa capacidad de resistencia, los salarios nominales registraron un sólido crecimiento, los salarios nominales y los costes laborales unitarios solo aumentaron levemente o incluso se redujeron en los países que están inmersos en un proceso de consolidación fiscal y en los que persisten tasas de desempleo elevadas.

Gráfico 44 Indicadores de costes laborales

(tasas de variación interanual; datos trimestrales)



Fuentes: Eurostat, datos nacionales y cálculos del BCE.

A nivel agregado de la zona del euro, la remuneración por asalariado creció un 1,5 % en tasa interanual en el segundo trimestre de 2013, después de haber aumentado un 1,7 % en el trimestre anterior. El crecimiento interanual de los costes laborales unitarios descendió desde el 1,9 % registrado en el primer trimestre de 2013 hasta el 1,1 % en el segundo trimestre, dado que la remuneración por asalariado creció a un ritmo más lento que la productividad. Los salarios negociados en la zona del euro, el único indicador de costes laborales disponible para el tercer trimestre de 2013, crecieron a una tasa interanual del 1,7 %, la misma que en el período anterior. Esta evolución refleja la continua debilidad de los mercados de trabajo.

En el segundo trimestre de 2013, la tasa de variación interanual de los costes laborales por hora experimentó una considerable desaceleración, pasando del 1,7 % registrado en el primer trimestre al 0,9 %, debido al acusado aumento de las horas trabajadas. Esta caída del crecimiento de los costes salariales por hora se observó en la economía no de mercado, que refleja, principalmente, los cambios en el sector de Administraciones Públicas, así como en la economía de mercado. Dentro de esta última, el crecimiento interanual de los costes laborales unitarios se redujo notablemente en el sector industrial, algo menos en el sector servicios y tan solo ligeramente en la construcción. En conjunto, los sueldos y salarios crecieron a una tasa mucho más alta que el componente no salarial de los costes laborales unitarios de la zona del euro, conforme a un patrón similar al observado en el trimestre anterior.

Cuadro 10 Indicadores de costes laborales

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

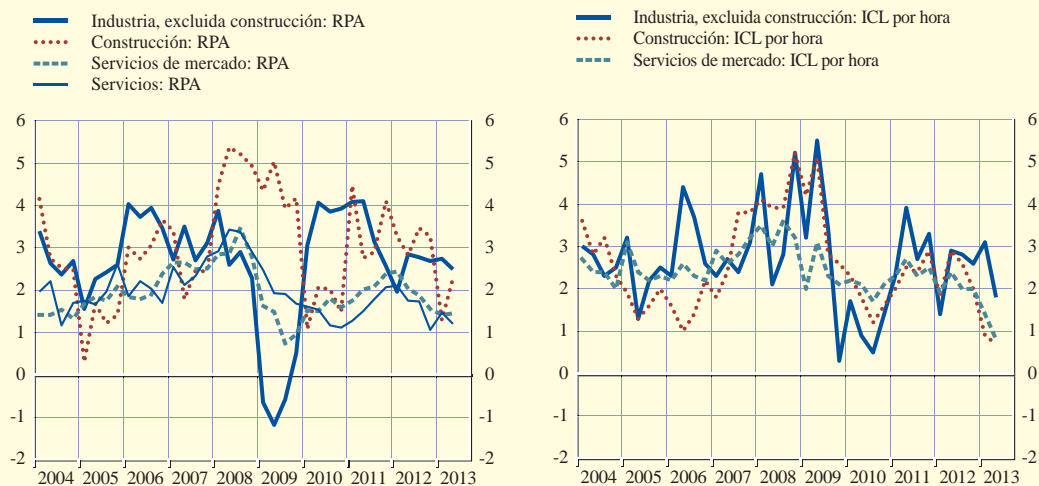
	2011	2012	2012 III	2012 IV	2013 I	2013 II	2013 III
Salarios negociados	2,0	2,2	2,2	2,2	2,0	1,7	1,7
Costes laborales por hora	2,2	1,8	1,9	1,6	1,7	0,9	.
Remuneración por asalariado	2,1	1,7	2,0	1,5	1,7	1,5	.
<i>Pro memoria:</i>							
Productividad del trabajo	1,3	0,0	-0,1	-0,3	-0,2	0,4	.
Costes laborales unitarios	0,8	1,7	2,1	1,8	1,9	1,1	.

Fuentes: Eurostat, datos nacionales y cálculos del BCE.



### Gráfico 45 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.

### 3.4 EVOLUCIÓN DE LOS BENEFICIOS EMPRESARIALES

Como reflejo del incremento de los costes laborales unitarios y de las adversas condiciones económicas, los beneficios empresariales (medidos en términos del excedente bruto de explotación) experimentaron una notable caída en 2012. Tras las moderadas mejoras observadas en los trimestres anteriores, el nivel de beneficios aumentó de forma más significativa en el segundo trimestre de 2013,

### Gráfico 46 Desagregación del crecimiento de los beneficios por producto y beneficio por unidad de producto en la zona del euro

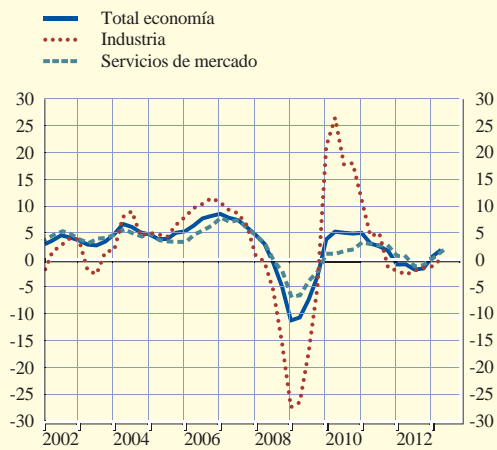
(tasas de variación interanual; datos trimestrales)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

### Gráfico 47 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.

registrando un crecimiento interanual del 1,9%. Este mayor crecimiento de los beneficios empresariales es atribuible al incremento de los beneficios por unidad (margen por unidad de producto), que fue compensado, aunque solo en parte, por una ligera reducción de la tasa de variación interanual del PIB (véase gráfico 46).

Por lo que respecta a los principales sectores económicos, el crecimiento interanual de los beneficios empresariales en el sector de servicios de mercado fue débil en 2012, tras haber seguido una tendencia ascendente desde mediados de 2009. En el primer trimestre de 2013 experimentaron una recuperación para aumentar, posteriormente, hasta el 2% en el segundo trimestre. Por el contrario, en el sector industrial (excluida la construcción), el crecimiento interanual de los beneficios empresariales se mantuvo más o menos estable hasta el segundo trimestre del año, en el que se situó en el 0,6%, registrando, por lo tanto, valores positivos por primera vez en seis trimestres (véase gráfico 47).

### 3.5 PERSPECTIVAS DE INFLACIÓN

Partiendo de los precios actuales de los futuros sobre la energía, se prevé que las tasas de inflación interanual se mantengan en torno a los niveles actuales en los próximos meses. A medio plazo, se espera que las presiones inflacionistas subyacentes en la zona del euro se mantengan contenidas. Al mismo tiempo, las expectativas de inflación a medio y largo plazo en la zona del euro permanecen firmemente ancladas en consonancia con el objetivo de mantener las tasas de inflación por debajo del 2% aunque próximas a este valor.

Un análisis más detallado indica que las perspectivas de inflación a corto plazo siguen dependiendo de la contribución del componente energético. Se espera que la tasa de variación de los precios de la energía también siga siendo moderada en 2014 al suponerse que los precios del petróleo implícitos actualmente en los precios de los futuros continuarán descendiendo. El perfil mensual de la tasa de variación de los precios de la energía mostrará una mayor volatilidad, debido, principalmente, a efectos de base positivos y negativos. Se espera que la contribución del componente energético a la inflación general medida por el IAPC se sitúe en niveles significativamente inferiores a la media histórica en 2014 y genere una tasa de inflación general reducida.

Se prevé que la tasa interanual de los precios de los alimentos no elaborados se reduzca aún más hasta mediados de 2014, principalmente como resultado de efectos de base a la baja, en la medida en que la perturbación al alza de 2012 asociada a las adversas condiciones meteorológicas que dio lugar a interrupciones del suministro de frutas y legumbres y hortalizas continúe perdiendo intensidad. Al tornarse positivos, a mediados de 2014, los efectos de base, es muy probable que la tasa de variación de los precios de los alimentos no elaborados aumente en el segundo semestre del año y se establezca en niveles significativamente inferiores a los observados en 2013.

Se espera que la tasa de variación de los precios de los alimentos elaborados se reduzca moderadamente en los próximos meses reflejando, principalmente, el descenso de los precios agrícolas en origen de la UE observado desde mayo de 2013. A comienzos de 2014, la desaceleración de la inflación de los precios de estos productos podría ser contenida, debido a las subidas de los impuestos especiales sobre el tabaco en algunos países. No obstante, en la segunda mitad del año, los anteriores incrementos de los impuestos indirectos quedarán excluidos de la comparación interanual, lo que moderará aún más la inflación de los precios de los alimentos elaborados.

Se espera que la tasa de variación de los precios de los bienes industriales no energéticos siga siendo contenida en el corto plazo, como consecuencia de la debilidad de la demanda de consumo, la evolución salarial moderada en general y las presiones a la baja sobre los precios de importación de los bienes industriales no energéticos, reflejo de la evolución anterior de los tipos de cambio. En 2014, la mejora de la actividad económica y las subidas del impuesto sobre el valor añadido (IVA) en algunos países de la zona del euro podrían provocar un nuevo aumento de los precios de los bienes industriales no energéticos.

Se prevé que la tasa de variación de los precios de los servicios repunte a comienzos de 2014 y aumente aún más en el segundo semestre del año. Además de a las subidas del IVA en algunos países de la zona del euro, el aumento esperado de la inflación de los precios de los servicios en 2014 también podría atribuirse a subidas salariales más elevadas y al incremento de los alquileres de las viviendas en algunos países, así como a una mejora de la actividad económica.

Los últimos datos sobre los indicadores de costes laborales sugieren que es posible que las presiones internas sobre los precios derivadas de los costes laborales aumenten solo gradualmente, reflejando, entre otras cosas, el repunte en curso de la actividad económica. El patrón relativamente homogéneo del crecimiento de los salarios en la zona del euro oculta ciertas divergencias en la evolución entre países. En los países de la zona del euro cuyos mercados de trabajo muestran una relativa capacidad de resistencia, se espera que el crecimiento de los salarios se acelere, mientras que debería seguir siendo moderado en los países que están realizando esfuerzos de consolidación fiscal adicionales y en los que persisten elevadas tasas de desempleo. Como consecuencia del repunte cíclico previsto en el crecimiento de la productividad, que refleja la respuesta retardada del empleo a una recuperación de la actividad económica, es muy probable que el crecimiento de los costes laborales unitarios se modere en 2013 y en 2014.

Tras una fuerte caída en 2012, se espera que el crecimiento de los beneficios empresariales se establezca en 2013, debido a la gradual, aunque tímida, mejora de la actividad en el transcurso del año. A medio plazo se prevé que la mejora paulatina de las condiciones económicas favorezca una moderada recuperación de los márgenes de beneficio.

Las proyecciones macroeconómicas de diciembre de 2013 elaboradas por los expertos del Eurosistema para la zona del euro prevén que la inflación interanual medida por el IAPC se sitúe en el 1,4 % en 2013, en el 1,1 % en 2014 y en el 1,3 % en 2015. En comparación con las proyecciones macroeconómicas de septiembre de 2013 elaboradas por los expertos del BCE, la proyección de la inflación correspondiente a 2013 se ha revisado a la baja en 0,1 puntos porcentuales y la correspondiente a 2014 se ha revisado a la baja en 0,2 puntos porcentuales (véase el artículo titulado «Proyecciones macroeconómicas de diciembre de 2013 elaboradas por los expertos del Eurosistema»).

Se considera que los riesgos para las perspectivas de evolución de los precios están, en general, equilibradas en el medio plazo. Los riesgos al alza están relacionados con subidas mayores de los precios de las materias primas y con aumentos mayores de lo previsto de los precios administrados y los impuestos indirectos, mientras que los riesgos a la baja tienen su origen en un debilitamiento de la actividad económica.

## 4 PRODUCTO, DEMANDA Y MERCADO DE TRABAJO

Tras una subida del 0,3% en el segundo trimestre de 2013, el PIB real de la zona del euro aumentó un 0,1%, en tasa intertrimestral, en el tercer trimestre. La evolución de los indicadores de confianza basados en encuestas disponibles hasta noviembre es coherente con la positiva tasa de crecimiento que se registró también en el cuarto trimestre del año. Si se consideran 2014 y 2015, se prevé que el producto se recupere a un ritmo lento, debido, en particular, a una cierta mejora de la demanda interna sostenida por la orientación acomodaticia de la política monetaria. La actividad económica de la zona del euro debería verse impulsada, además, por un fortalecimiento gradual de la demanda de exportaciones. Asimismo, las mejoras generales observadas en los mercados financieros desde el año pasado parecen estar dejándose sentir en la economía real, al igual que debería suceder con los avances realizados en la consolidación fiscal. Por otra parte, las rentas reales se han visto favorecidas recientemente por una menor tasa de crecimiento de los precios de la energía. Al mismo tiempo, el desempleo en la zona del euro continúa siendo elevado, y los necesarios ajustes en los balances de los sectores público y privado seguirán afectando a la actividad económica.

Esta valoración queda reflejada también en las proyecciones macroeconómicas de diciembre de 2013 elaboradas por los expertos del Eurosistema para la zona del euro, que prevén que el crecimiento interanual del PIB real se reduzca un 0,4% en 2013, antes de aumentar un 1,1% en 2014 y un 1,5% en 2015. En comparación con las proyecciones macroeconómicas de septiembre de 2013 elaboradas por los expertos del BCE, la previsión relativa al crecimiento del PIB real para 2013 se ha mantenido sin cambios, y se ha revisado al alza en 0,1 puntos porcentuales para 2014. Los riesgos en torno a las perspectivas económicas de la zona del euro siguen siendo a la baja.

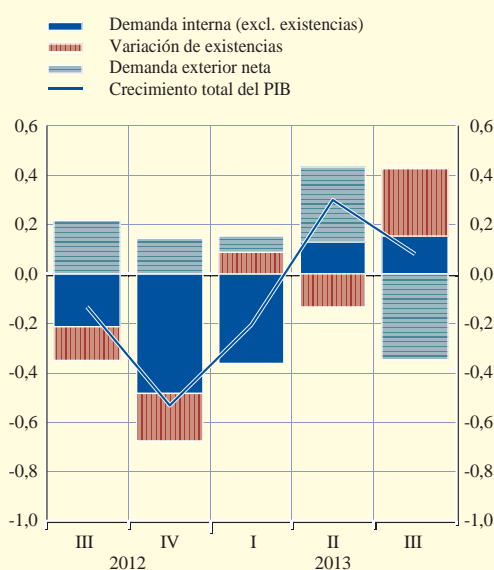
### 4.1 PIB REAL Y COMPONENTES DE LA DEMANDA

El PIB real aumentó un 0,1%, en tasa intertrimestral, en el tercer trimestre de 2013, tras una subida del 0,3% en el trimestre anterior (véase gráfico 48). Este resultado es reflejo de las contribuciones positivas de la demanda interna y de la variación de existencias al crecimiento, mientras que la contribución de la demanda exterior neta fue negativa.

Este último aumento del PIB pone fin a un prolongado período de crecimiento negativo del producto en la zona del euro, que puede explicarse principalmente por la evolución de la demanda interna. La inversión se ha visto afectada por los elevados niveles de incertidumbres reinantes, por las poco favorables perspectivas de la demanda y de la rentabilidad y, en algunos países, por las restrictivas condiciones de concesión de crédito, el ajuste fiscal y el actual proceso de desapalancamiento. Además, el gasto en consumo se ha visto influido por el impacto de la caída del empleo y la elevada inflación en la renta real de los hogares.

Gráfico 48 Crecimiento del PIB real y contribuciones

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



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Los datos de las encuestas más recientes son coherentes con el mantenimiento de un crecimiento positivo en el cuarto trimestre de 2013. Más adelante se espera que la dinámica del crecimiento aumente ligeramente, aunque la recuperación seguirá siendo lenta. Se prevé que la recuperación gradual de la demanda interna sea el principal factor determinante del repunte de la actividad, reflejando la orientación acomodaticia de la política monetaria, la mejora de la confianza y una menor incertidumbre. Además, unas políticas fiscales menos restrictivas y una caída de la tasa de crecimiento de los precios de las materias primas deberían sostener las rentas reales disponibles. La actividad se verá favorecida cada vez más por el impacto positivo del fortalecimiento progresivo de la demanda externa sobre las exportaciones de la zona del euro.

### CONSUMO PRIVADO

El consumo privado se incrementó un 0,1 % en el tercer trimestre de 2013, registrando un crecimiento positivo por segundo trimestre consecutivo. Este incremento es consecuencia de un aumento del consumo de bienes al por menor, que se vio contrarrestado parcialmente por un descenso del consumo de servicios. Parece que la contribución de las compras de automóviles al crecimiento del consumo fue nula. La evolución reciente de los indicadores de corto plazo y de las encuestas de opinión apunta, en general, a un crecimiento muy moderado del gasto de los hogares en los próximos meses.

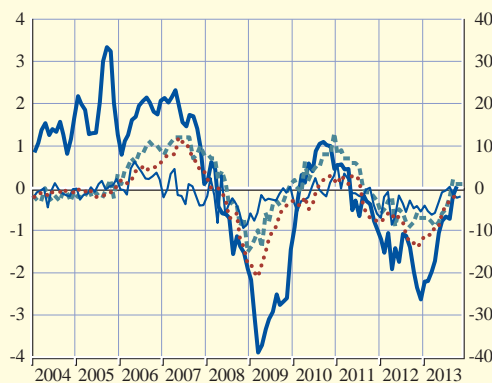
La falta de dinamismo del gasto en consumo durante los últimos dos años ha reflejado principalmente la evolución de la renta real disponible, que se ha visto afectada negativamente por el avance de los precios de las materias primas y por las medidas de consolidación fiscal. La caída del empleo ha ejercido presiones adicionales a la baja sobre la renta real agregada de los hogares. Sin embargo, más recientemente, el consumo privado se ha visto favorecido por unas menores subidas de los precios de las materias primas y por una moderación de la carga fiscal. Como resultado, la renta real ha caído recientemente de manera menos acusada que en los trimestres anteriores, disminuyendo un 1,1 %, tasa interanual, en el segundo trimestre de 2013, en comparación con la notable reducción del 2,3 % observada en el último trimestre de 2012. Al mismo tiempo, el ahorro de los hogares se contrajo ligeramente en el segundo trimestre de 2013 y, por consiguiente, la tasa de ahorro, que ya se situaba en niveles reducidos, continuó cayendo.

Por lo que respecta a la dinámica a corto plazo en el cuarto trimestre de 2013, los indicadores tanto cuantitativos como cualitativos sugieren, en general, que continúa la débil evolución del gasto en consumo. En octubre, las ventas del comercio al por menor se elevaron un 0,2 %, en tasa intermensual, hasta situarse un 0,5 % por debajo de la media registrada en el tercer trimestre. Además, el índice de directores de compras (PMI) del comercio al por menor se situó en 47,9, en promedio, en

**Gráfico 49 Ventas del comercio al por menor, confianza y PMI del comercio al por menor y de los hogares**

(datos mensuales)

- Total ventas del comercio al por menor<sup>1)</sup> (escala izquierda)
- Conf. consumidores<sup>2)</sup> (escala derecha)
- Conf. comercio al por menor<sup>2)</sup> (escala derecha)
- Ventas según el PMI<sup>3)</sup> frente a las del mes anterior (escala derecha)



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

- 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.
- 3) Índice de directores de compras; desviaciones del valor 50.

octubre y noviembre, lo que supone un deterioro con respecto al tercer trimestre de 2013. En los dos primeros meses del cuarto trimestre, el indicador de confianza del comercio al por menor de la Comisión Europea se mantuvo, en promedio, muy por encima del nivel registrado en el tercer trimestre, y ligeramente por encima de su media de largo plazo. Además, en octubre las matriculaciones de automóviles se elevaron un 2,4 %, en términos intermensuales, proporcionando así un punto de partida positivo para el cuarto trimestre. Sin embargo, es probable que las adquisiciones de automóviles y de otros bienes de precio elevado mantengan su debilidad en los próximos meses. En octubre y noviembre, el indicador de la Comisión Europea de grandes compras esperadas se situaba en niveles próximos a los registrados en el segundo y tercer trimestre de 2013, permaneciendo, por tanto, en un nivel reducido compatible con la actual falta de dinamismo del consumo de bienes duraderos. Por último, la confianza de los consumidores de la zona del euro disminuyó en noviembre, tras 11 meses consecutivos de mejora (véase gráfico 49). Con todo, este descenso se debió, principalmente, a la evolución de unos pocos índices nacionales, mientras que en la gran mayoría de los países de la zona mejoró. El indicador de confianza de la zona del euro se sigue situando ligeramente por debajo de su media histórica.

## INVERSIÓN

La formación bruta de capital fijo siguió creciendo por segundo trimestre consecutivo, aumentando un 0,4 %, en el tercer trimestre, tras la contracción registrada entre comienzos de 2011 y el tercer trimestre de 2013. La débil evolución de la inversión observada en los dos últimos años está relacionada como una combinación de una demanda y unos beneficios reducidos, una elevada incertidumbre y restricciones de financiación.

Todavía no se encuentra disponible la desagregación completa de la formación de capital para el tercer trimestre de 2013. No obstante, los datos correspondientes a los países más grandes de la zona del euro sobre la inversión, excluida la construcción, que representa la mitad de la inversión total, apuntan al mantenimiento de una débil recuperación en el tercer trimestre. Los indicadores de corto plazo para el conjunto de la zona del euro también confirman el panorama de frágil recuperación de la inversión, excluida la construcción, ya que la producción de bienes de equipo permaneció prácticamente estabilizada, mientras que el clima empresarial se mantuvo en un nivel asociado a la expansión, y la tasa de utilización de la capacidad productiva aumentó en el tercer trimestre. Los indicadores de opinión, como el índice PMI de las manufacturas y los indicadores de confianza de la Comisión Europea para los sectores manufacturero y de bienes de equipo, mejoraron en el tercer trimestre y, en septiembre, se situaron en niveles iguales a su media de largo plazo o por encima de ella. Asimismo, es probable que la inversión en construcción tanto residencial como no residencial se haya estabilizado en el tercer trimestre de 2013, dado que el índice de producción de la construcción solo se incrementó marginalmente y que la demanda se mantuvo contenida.

Por lo que se refiere al cuarto trimestre de 2013, los pocos indicadores adelantados de que se dispone apuntan a un cierto crecimiento moderado y continuo de la formación de capital, excluida la construcción, en la zona del euro. La utilización de la capacidad productiva aumentó en el cuarto trimestre. Los valores de octubre y noviembre correspondientes al PMI de las manufacturas y a su componente de nuevos pedidos continuaron avanzando, y los datos de las encuestas de opinión de la Comisión Europea sobre la valoración de las carteras de pedidos y expectativas de producción disponibles hasta noviembre también mejoraron. En lo que respecta a la inversión en construcción, las encuestas de opinión sugieren que es probable que se mantenga prácticamente sin cambios en el cuarto trimestre.

De cara a un futuro algo más lejano, se prevé que la inversión en construcción siga registrando un crecimiento muy moderado a comienzos de 2014, en un entorno de escasa confianza y de débil incremento de



los préstamos, asociados entre otros aspectos al actual desapalancamiento de las entidades de crédito y de las empresas. Según la encuesta de inversión de la Comisión Europea, se espera que la inversión industrial, en términos reales, crezca un 3 % en 2014, debido a una demanda y a unas condiciones de financiación más favorables. Se considera que la inversión en construcción será débil a finales de 2013 y a principios de 2014, como consecuencia del ajuste sostenido llevado a cabo en muchos mercados inmobiliarios de la zona del euro y de la debilidad de la confianza y la demanda que persiste en el sector.

### CONSUMO PÚBLICO

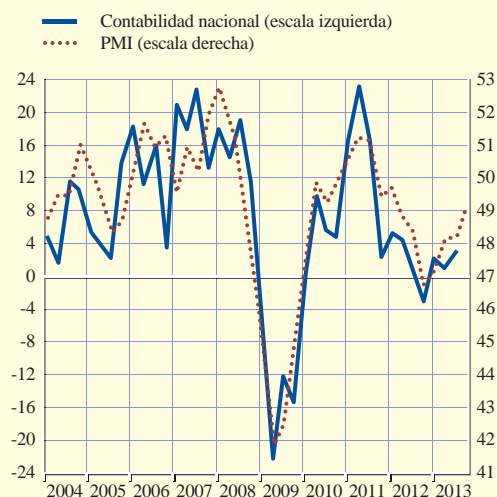
El consumo público, en términos reales, aumentó en el tercer trimestre de 2013, como consecuencia principalmente de la reducción del ritmo de consolidación fiscal en varios países de la zona del euro a lo largo de 2013. Si se consideran las tendencias subyacentes de los componentes individuales, el incremento del consumo público parece deberse fundamentalmente a la recuperación de la tasa de crecimiento de la remuneración de los empleados públicos, que representan casi la mitad del consumo público total. El crecimiento de las transferencias sociales en especie, que suponen casi un cuarto del consumo público, se mantuvo prácticamente sin cambios con respecto al trimestre anterior, en línea con las regularidades empíricas. Esto es atribuible a que incluye componentes que tienden a crecer a una tasa relativamente estable a lo largo del tiempo, como el gasto sanitario. Por el contrario, el gasto en consumo intermedio, que incluye algo menos de un cuarto del gasto en consumo público total, siguió reduciéndose, como consecuencia del actual proceso de consolidación fiscal. De cara al futuro, se prevé que la contribución del consumo público a la demanda interna continúe siendo limitada en los próximos trimestres, al seguir siendo necesarios esfuerzos de consolidación presupuestaria en algunos países (véase sección 5).

### EXISTENCIAS

En el tercer trimestre de 2013, la variación de existencias realizó una contribución positiva, de 0,3 puntos porcentuales, al crecimiento intertrimestral del PIB, tras una contribución acumulada prácticamente nula en los dos primeros trimestres, al acelerarse en cierta medida el moderado ritmo de reposición de existencias observado en los dos primeros trimestres. En general, esta evolución pone fin a la secuencia de contribuciones negativas casi ininterrumpidas de las existencias al crecimiento registradas entre mediados de 2011 y finales de 2012, que representaron una contribución acumulada de -1 punto porcentual, casi de la misma magnitud que la caída acumulada del PIB durante ese período. Por consiguiente, el fuerte ritmo de reposición de existencias que se observó en el primer semestre de 2011 (0,9 % del PIB, en términos nominales) se tornó en una moderada desacumulación de existencias en el último trimestre de 2012 (-0,1 % del PIB), y parece que se ha iniciado una nueva fase de reposición en el tercer trimestre de 2013 (+0,1 %).

Gráfico 50 Variación de existencias en la zona del euro

(mm de euros; índices de difusión)



Fuentes: Markit, Eurostat y cálculos del BCE.  
Notas: Contabilidad nacional: variación de existencias en términos nominales. PMI: media de existencias de productos intermedios y terminados en las manufacturas y de existencias en el comercio al por menor.

La evidencia reciente derivada del PMI para octubre y noviembre de 2013 también confirma la persistente tendencia de ralentización del ritmo de desacumulación observada desde finales de 2012 (véase gráfico 50). Es probable que esta tendencia continúe en el cuarto trimestre de 2013, en mayor medida

en los productos intermedios y terminados de las manufacturas más que en los *stocks* del comercio al por menor. Además, las últimas encuestas de la Comisión Europea indican que las empresas consideran que las existencias en el sector del comercio al por menor y, en menor medida, en las manufacturas (productos terminados) son bastante reducidas si se comparan con las medias históricas. Esta valoración es más común que en encuestas anteriores. Ello sugiere, por lo tanto, que la contribución de las existencias al crecimiento podría ser ligeramente positiva (o posiblemente nula) en los próximos meses.

### COMERCIO EXTERIOR

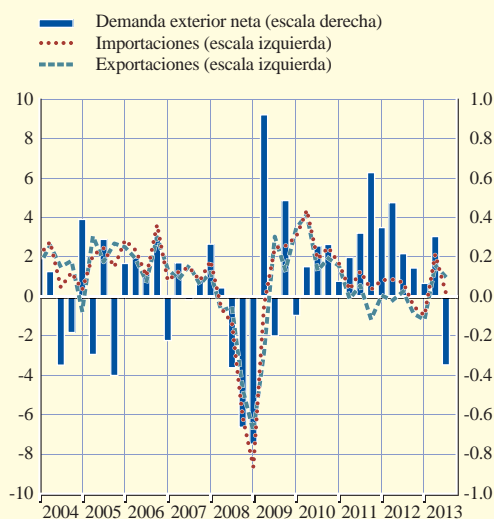
Tras registrar un intenso crecimiento en el segundo trimestre de 2013, el avance de las exportaciones de bienes y servicios de la zona del euro se redujo un 0,2%, en tasa intertrimestral, en el tercer trimestre (véase gráfico 51). Esta moderación es reflejo, fundamentalmente, de la debilidad de la demanda exterior y, en menor medida, del impacto de la apreciación del euro en términos efectivos nominales. La frágil demanda de las economías avanzadas no pertenecientes a la zona del euro, sobre todo Estados Unidos, parece haber contribuido a una reducción de las exportaciones de la zona del euro en el tercer trimestre. Mientras que la demanda de las economías emergentes, especialmente China, mantuvo su impulso. Las exportaciones a los países europeos no pertenecientes a la zona se mantuvieron en territorio positivo y se fortalecieron en el tercer trimestre.

Las importaciones de la zona del euro aumentaron un 1%, en tasa intertrimestral, en el tercer trimestre de 2013, tras un fuerte repunte en el trimestre anterior. El incremento de las importaciones está prácticamente en consonancia con la recuperación gradual de la demanda interna, después de tres años de crecimiento decreciente y, luego negativo, debido a que varios países de la zona del euro redujeron sus elevados déficits por cuenta corriente. Como las importaciones superaron a las exportaciones, la contribución de la demanda exterior neta al crecimiento del PIB se tornó negativa por primera vez desde principios de 2013, cayendo 0,3 puntos porcentuales en el tercer trimestre. Este hecho refleja el estrechamiento de la brecha de crecimiento de la demanda entre la zona del euro y sus principales socios comerciales, y, en menor medida, la apreciación del euro en términos efectivos nominales desde mediados de 2012.

Los indicadores de opinión disponibles sugieren que las exportaciones de la zona del euro seguirán aumentando en el corto plazo. El PMI de nuevos pedidos exteriores mejoró significativamente en el tercer trimestre y se situó por encima de 50, el umbral de expansión. En noviembre, se situó en 54, el mayor nivel registrado en más de dos años. El indicador de la Comisión Europea relativo a la cartera de pedidos exteriores ha mostrado una mejora continua desde abril, y en noviembre alcanzó su nivel más alto desde principios de 2012. Ambos indicadores se sitúan en niveles compatibles con el crecimiento moderado de las exportaciones en los próximos meses, una panorama que también se ve respaldado por el aumento de la demanda exterior. Es, asimismo, probable que las importaciones de la zona del euro se incrementen en el futuro próximo, aunque a un ritmo moderado, prácticamente en línea con la recuperación gradual de la demanda interna.

**Gráfico 51 Importaciones y exportaciones reales y contribución de la demanda exterior neta al crecimiento del PIB**

(tasas de variación intertrimestral; puntos porcentuales)



Fuentes: Eurostat y BCE.

## 4.2 PRODUCTO POR RAMAS DE PRODUCCIÓN

Si se considera el lado de las cuentas nacionales correspondientes a la producción, el valor añadido total creció un 0,1 %, en tasa intertrimestral, en el tercer trimestre de 2013, tras un incremento del 0,3 % en el segundo trimestre. Es la segunda subida del valor añadido total en dos trimestres, tras seis trimestres consecutivos de contracción, y es atribuible a la evolución del sector servicios. Los indicadores de corto plazo apuntan a un crecimiento adicional en el cuarto trimestre de 2013, próximo a las moderadas tasas de crecimiento observadas en el segundo y tercer trimestres del año.

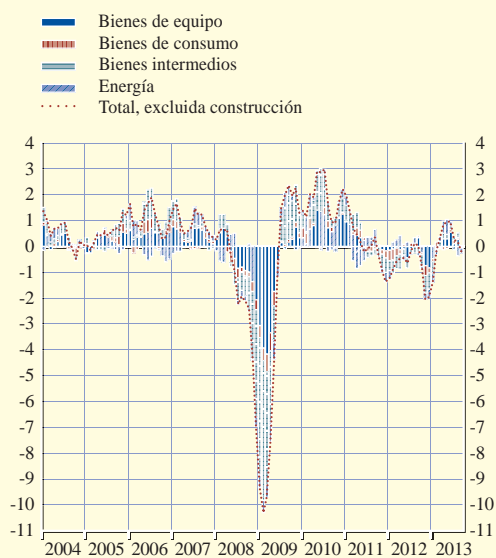
Desde una perspectiva de largo plazo, la evolución ha sido notablemente diferente entre los distintos sectores desde los niveles máximos observados en 2007-2008. En el tercer trimestre de 2013, el valor añadido de la industria (excluida la construcción) seguía situándose un 7 % por debajo de su cota máxima de finales de 2007, y el valor añadido de la construcción estaba un 24 % por debajo de su máximo, mientras que el valor añadido de los servicios se ha situado desde comienzos de 2011 ligeramente por encima del nivel máximo alcanzado en 2008, antes de la crisis.

### INDUSTRIA EXCLUIDA LA CONSTRUCCIÓN

El valor añadido de la industria, excluida la construcción, se mantuvo estable en el tercer trimestre de 2013, tras un avance del 0,5% en el trimestre anterior. La producción se redujo ligeramente en el tercer trimestre, tras un incremento del 1 % en el trimestre precedente (véase gráfico 52). Este leve descenso de la producción, en términos intertrimestrales, se debió, principalmente a una reducción de la producción

**Gráfico 52 Crecimiento de la producción industrial y contribuciones**

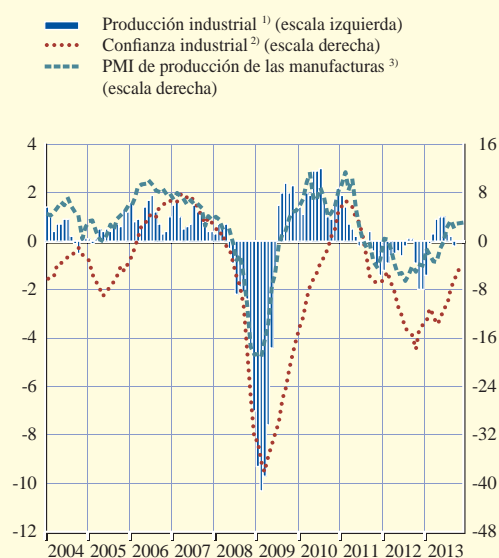
(tasa de crecimiento y contribuciones en puntos porcentuales; datos mensuales desestacionalizados)



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 53 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.

de energía y, en menor medida, a las contribuciones negativas de los bienes de equipo y de consumo. Al mismo tiempo, los datos procedentes de la encuesta de la Comisión Europea indican que en el periodo de tres meses hasta octubre la demanda siguió mejorando, aunque partiendo de unos niveles reducidos.

De cara al futuro, los indicadores de corto plazo sugieren una expansión moderada de la actividad en la industria en el cuarto trimestre de 2013. El indicador del BCE de nuevos pedidos industriales (excluido el material de transporte pesado), que se ve menos influido por los pedidos a gran escala que el indicador de nuevos pedidos totales, registró un avance del 1,4%, en tasa intertrimestral, en el tercer trimestre, en comparación con la subida del 0,7% del trimestre anterior. Las expectativas de las empresas para los tres próximos meses en relación con la cartera de pedidos siguieron mejorando en el período de tres meses hasta octubre, según los datos de la encuesta de la Comisión Europea. En octubre y noviembre, el PMI de producción de las manufacturas y el PMI de nuevos pedidos se encontraban próximos a los niveles registrados en el tercer trimestre y, por lo tanto, se mantuvieron claramente por encima de 50, el umbral teórico de expansión (véase gráfico 53). Además, el indicador de confianza industrial de la Comisión Europea volvió a mejorar en octubre y noviembre.

### CONSTRUCTION

El valor añadido de la construcción también se mantuvo estable en el tercer trimestre de 2013, tras nueve trimestres consecutivos de caídas. La producción de la construcción mejoró en el tercer trimestre de 2013, creciendo a un ritmo algo más rápido que en el segundo trimestre. Y esto sucedió pese al hecho de que el segundo trimestre se había visto favorecido por un repunte de la actividad constructora, después de que las adversas condiciones meteorológicas hubieran impedido todas las actividades de construcción y de ingeniería civil en algunos países de la zona del euro en el primer trimestre del año.

De cara al futuro, los indicadores de corto plazo confirman el débil dinamismo del sector de la construcción. Los datos mensuales de la producción de la construcción registraron un descenso intermensual del 1,3% en septiembre, lo que supone un mal comienzo para el cuarto trimestre, debido al negativo efecto de arrastre. Los resultados de las encuestas ofrecen una imagen algo menos pesimista de la evolución en el cuarto trimestre. Por ejemplo, en octubre y noviembre el indicador de confianza de la Comisión Europea se situó, en promedio, ligeramente por encima del nivel registrado en el tercer trimestre. Del mismo modo, a comienzos del cuarto trimestre, los índices PMI de producción y de nuevos pedidos de la construcción mejoraron marginalmente en comparación con el tercer trimestre, aunque se mantuvieron por debajo de 50, indicando, por tanto, un crecimiento negativo.

### SERVICIOS

Tras recuperarse y retornar a un crecimiento positivo del 0,3%, en tasa intertrimestral, en el segundo trimestre de 2013, el valor añadido de los servicios creció de manera algo más lenta en el tercer trimestre, aumentando un 0,2%. Los últimos datos sugieren que la mejora de la actividad en el sector servicios se observó de forma generalizada tanto en los servicios de mercado como no de mercado (que incluyen la administración pública, la educación, la sanidad y los servicios sociales). El valor añadido de los servicios no de mercado se incrementó a una tasa intertrimestral del 0,2%, en el tercer trimestre de 2013, tras experimentar una tasa de crecimiento similar en el trimestre anterior. El valor añadido de los servicios de mercado aumentó a una tasa intertrimestral algo menor, creciendo un 0,1%, en el tercer trimestre, tras un avance del 0,3% en el trimestre precedente. Si se consideran los subsectores, la evolución del valor añadido de los servicios de mercado fue algo dispar, contrayéndose fuertemente la información y las comunicaciones, mientras que las actividades financieras y de seguros se recuperaron hasta registrar un crecimiento positivo del valor añadido, en tasa intertrimestral, en el tercer trimestre.

De cara al futuro, las encuestas apuntan a un crecimiento de los servicios continuo y positivo, aunque moderado, hacia finales de año. Sobre la base de los datos disponibles para los dos primeros meses del cuarto trimestre, el índice PMI de actividad de este sector aumentó por encima de la media del tercer trimestre, situándose por segundo trimestre consecutivo por encima de 50, el umbral teórico de expansión. Del mismo modo, el indicador de confianza de los servicios de la Comisión Europea también sugiere una notable mejora con respecto al tercer trimestre de 2013.

### 4.3 MERCADO DE TRABAJO

Las cifras relativas a los mercados de trabajo de la zona del euro han mostrado recientemente unas primeras señales de mejora, aunque la dinámica laboral continúa siendo notablemente diferente de un país a otro. La evolución del empleo suele ir a la zaga de la actividad económica, y los indicadores adelantados, como los basados en encuestas, prevén una estabilización del empleo en la zona en los próximos trimestres. En el recuadro 6 se observa que el empleo en los servicios no de mercado de la zona del euro se ha visto afectado significativamente por la crisis, pero el ajuste ha sido menor y, en general, posterior al registrado en el resto de la economía.

El número de personas ocupadas se redujo un 0,1 %, en tasa intertrimestral, en el segundo trimestre de 2013, tras un descenso del 0,4 % en el trimestre anterior (véase cuadro 11). Por sectores, el nuevo descenso del empleo en el segundo trimestre se debió, principalmente, a la evolución de la construcción y de las manufacturas. Por el contrario, en la agricultura se observó un crecimiento positivo del empleo como consecuencia de factores temporales relacionados con la meteorología, mientras que el empleo en los servicios se mantuvo, en general, estable (aunque con diferencias entre los subsectores).

El total de horas trabajadas se incrementó un 0,6 %, en tasa intertrimestral, en el segundo trimestre de 2013, tras una disminución del 0,9 % en los tres primeros meses del año. Es posible que este aumento refleje, en parte, una recuperación con respecto al trimestre anterior, que se vio afectado por factores

**Cuadro 11 Crecimiento del empleo**

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

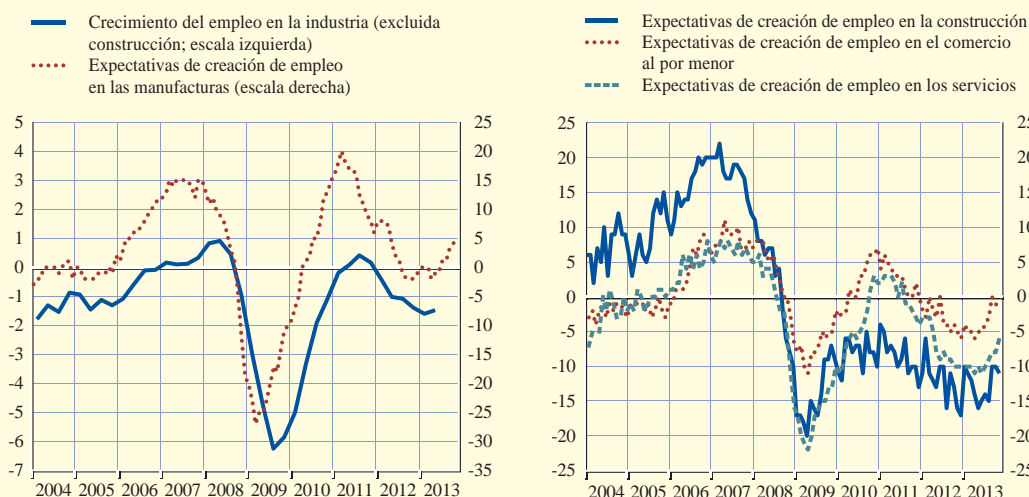
	Personas					Horas				
	Tasas interanuales		Tasas intertrimestrales			Tasas interanuales		Tasas intertrimestrales		
	2011	2012	2012 IV	2013 I	2013 II	2011	2012	2012 IV	2013 I	2013 II
Total de la economía	0,3	-0,7	-0,3	-0,4	-0,1	0,3	-1,5	-0,7	-0,9	0,6
<i>Del cual:</i>										
Agricultura y pesca	-1,9	-1,9	-0,8	-1,6	1,5	-3,1	-2,9	-0,7	-0,4	0,7
Industria	-1,1	-2,1	-0,9	-0,8	-0,6	-0,8	-3,4	-1,1	-1,5	0,9
Excluida construcción	0,1	-1,0	-0,6	-0,5	-0,3	0,8	-2,1	-0,8	-1,1	1,3
Construcción	-3,8	-4,7	-1,6	-1,7	-1,2	-3,9	-6,1	-1,9	-2,4	0,0
Servicios	0,8	-0,2	-0,1	-0,3	0,0	0,8	-0,8	-0,6	-0,7	0,6
Comercio y transporte	0,7	-0,8	-0,4	-0,3	-0,1	0,5	-1,7	-1,1	-0,7	0,6
Información y comunicaciones	1,3	1,2	0,7	-0,2	0,2	1,4	0,5	-0,1	-0,2	0,8
Actividades financieras y de seguros	-0,4	-0,4	-0,1	-0,2	-0,3	-0,3	-0,9	-0,7	-0,5	0,3
Actividades inmobiliarias	0,5	-0,3	-0,6	-0,7	0,4	1,2	-1,1	-1,5	-0,9	1,2
Actividades profesionales	2,5	0,7	-0,3	-0,6	0,3	2,8	0,3	-0,7	-0,9	0,7
Administración pública	0,3	-0,3	0,1	-0,1	0,0	0,5	-0,6	0,2	-0,6	0,5
Otros servicios <sup>1)</sup>	0,1	0,7	-0,2	0,0	-0,1	0,1	-0,1	-0,8	-0,5	0,1

Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

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

**Gráfico 54 Crecimiento del empleo y expectativas de creación de empleo**

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

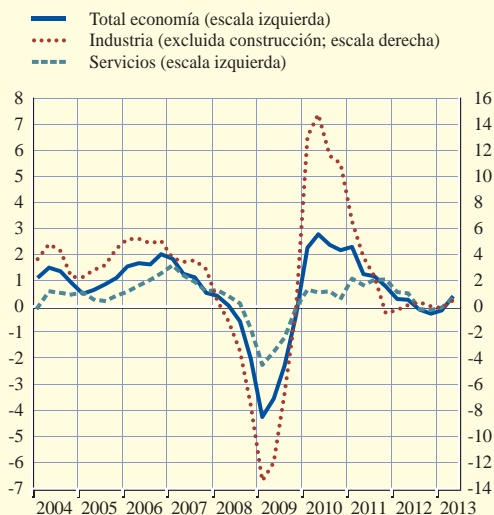


Fuentes: Eurostat y encuestas de opinión de la Comisión Europea.  
Nota: Los saldos netos están ajustados a la media.

relacionados con la meteorología, pero también podría señalar una mejora en el mercado de trabajo, donde la normalización de las horas trabajadas suele producirse antes de que aumenten las contrataciones. Aunque los resultados de las encuestas siguen siendo frágiles, sugieren, sin embargo, una mejora general del empleo en el segundo semestre del año, en comparación con el segundo trimestre (véase gráfico 54).

**Gráfico 55 Productividad del trabajo por persona ocupada**

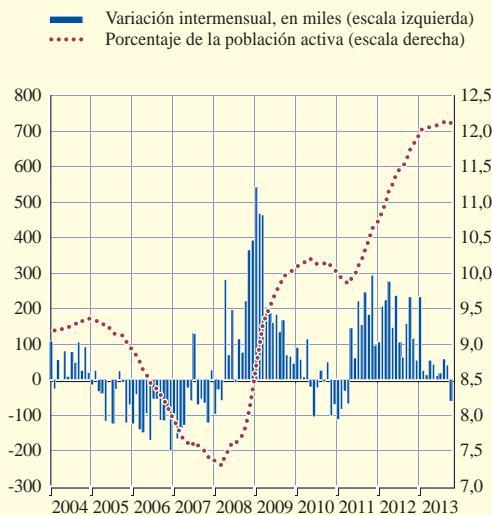
(tasas de variación interanual)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

**Gráfico 56 Desempleo**

(datos mensuales desestacionalizados)



Fuente: Eurostat.



La productividad del trabajo por persona ocupada registró una subida del 0,4%, en términos interanuales, en el segundo trimestre de 2013, tras el descenso del 0,2% observado en el primer trimestre (véase gráfico 55). Mientras tanto, la productividad por hora trabajada se incrementó a un ritmo más lento, en línea con el acusado aumento del total de horas trabajadas. Se prevé que el crecimiento de la productividad siga siendo bajo en el tercer trimestre de 2013, debido a la falta de dinamismo de la actividad económica, antes de que registre un ligero avance en el cuarto trimestre.

En consonancia con la caída del empleo, la tasa de desempleo ha aumentado de forma sostenida, alcanzando un récord histórico del 12,2% en septiembre, desde que comenzó la serie en 1995. Sin embargo, las cifras más recientes muestran que la tasa de paro se redujo hasta el 12,1% en octubre (véase gráfico 56). Mientras que la tasa de desempleo de los mayores de 25 años parece que se está estabilizando, el desempleo juvenil siguió aumentando. La tasa de variación interanual del desempleo total ha venido disminuyendo desde mediados de 2012, lo que indica que se está reduciendo la tasa de deterioro y que se está produciendo una estabilización. De cara al futuro, se espera que la tasa de desempleo se reduzca gradualmente, aunque un ritmo muy lento.

#### Recuadro 6

### EL EFECTO DE LA CRISIS SOBRE EL EMPLEO Y LOS SALARIOS EN LOS SERVICIOS NO DE MERCADO

Los esfuerzos de consolidación para poner a las finanzas públicas de los países de la zona del euro en una senda sostenible han tenido también un impacto en los costes salariales del sector público en los últimos años. En el futuro próximo, estas medidas de consolidación pueden implicar una cierta contención en términos del crecimiento del empleo total en la esperada recuperación del producto de la zona del euro esto. En este contexto, en este recuadro se analiza el ajuste del empleo y de los salarios desde el inicio de la crisis financiera en 2008 en los servicios no de mercado, definidos aquí como administración y defensa, seguridad social obligatoria, educación y actividades sanitarias y de servicios sociales<sup>1</sup>. En la zona del euro en su conjunto, estas actividades representan casi un tercio del empleo total, pero la medida en la que son prestadas por el sector público o por el sector privado difiere de un país a otro. Definidas de forma más precisa, las Administraciones Públicas representan unos dos tercios del empleo en los servicios no de mercado de la zona del euro.

#### Ajuste del empleo en los servicios no de mercado

Durante los tres primeros años de la crisis sufrida entre 2008 y 2010, el empleo en los servicios no de mercado de la zona del euro siguió creciendo. De hecho, solo ha mostrado señales de ajuste a la baja en los dos últimos años (véase gráfico A). Por el contrario, en el resto de la economía, el empleo comenzó a caer más o menos en el momento en que se inició la recesión en el primer semestre 2008.

El ajuste más contenido del empleo en los servicios no de mercado constituye una regularidad empírica del ciclo económico y refleja la prestación de servicios esenciales en áreas tales como justicia y orden público, educación y sanidad, con independencia de las fluctuaciones de la actividad económica general. La intensificación de la crisis en el otoño de 2008 llevó a la mayoría de los Estados miembros de la UE a adoptar medidas de estímulo, en parte en el contexto del Plan de Recuperación Económica

<sup>1</sup> Se corresponde al agregado de los sectores O a Q de la clasificación NACE Revisión 2. Los datos de las cuentas nacionales trimestrales que se utilizan en este recuadro solo están disponibles para la suma de estos sectores.

Europea. Por consiguiente, el retraso observado en el ajuste del empleo en los servicios no de mercado en comparación con el resto de la economía puede deberse también, en cierta medida, al resultado de las decisiones de los Gobiernos de llevar a cabo una expansión fiscal en este periodo.

El menor ajuste del empleo en los servicios no de mercado en relación con el empleo en el resto de la economía durante la crisis es una característica general a todos los países de la zona del euro (véase gráfico B). Salvo algunos países que experimentaron tensiones en los mercados, tales como Grecia, España, Italia y Portugal, el empleo en los servicios no de mercado se caracterizó por un crecimiento medio interanual positivo en la mayoría de los países de la zona del euro durante el periodo comprendido entre mediados de 2008 y mediados de 2013. Esto es lo que sucedió también en algunos países en los que el empleo en el resto de la economía registró, en promedio, un fuerte descenso, como Irlanda y Eslovenia.

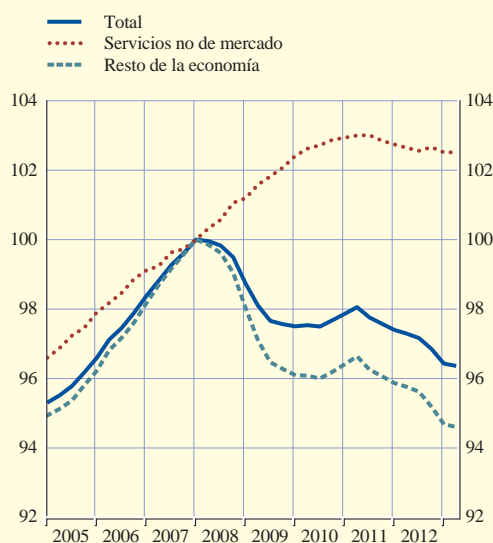
### Ajuste de los salarios en los servicios no de mercado

El coste salarial puede ajustarse en los períodos de crisis mediante cambios tanto en el empleo como en la remuneración por asalariado<sup>2</sup>. En el caso de la mayoría de los países con tensiones en los mercados, desde 2008 el ajuste medio a la baja de los salarios ha sido más acusado en los servicios no de mercado que en el resto de la economía, mientras que en los países en los que no se han observado tensiones en los mercados, el ajuste ha sido menos dispar (véase gráfico C)<sup>3</sup>. En algunos países, el mayor ajuste a la baja de los salarios en los servicios no de mercado se ha producido por distintas vías, incluidos recortes en los beneficios sociales, reducciones en los pagos por horas extraordinarias y la abolición de pagas extraordinarias.

2 La remuneración total en los servicios no de mercado de la zona del euro creció un 8,7% entre el segundo trimestre de 2008 y el segundo trimestre de 2013, debiéndose un 1,7% al crecimiento del número de asalariados.  
3 Se llega a la misma conclusión, cuando el análisis se lleva a cabo utilizando los salarios por hora.

**Gráfico A Evolución del empleo en la zona del euro**

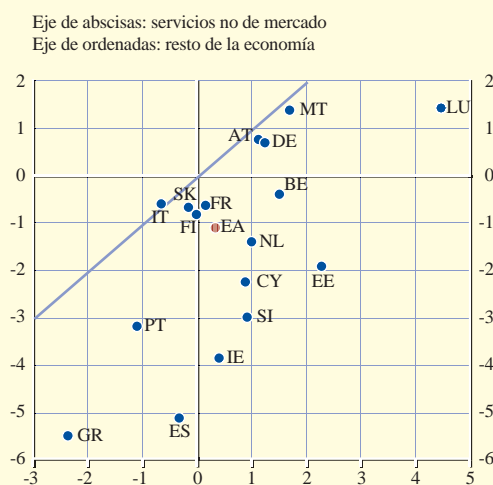
(índice: I 2008 = 100; datos desestacionalizados y ajustados por días laborables)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.  
Nota: El empleo en el resto de la economía se define como el empleo total menos el empleo en los servicios no de mercado.

**Gráfico B Ajuste del empleo en los países de la zona del euro**

(tasas medias de variación interanual desde el II 2008 hasta el II 2013; datos desestacionalizados)

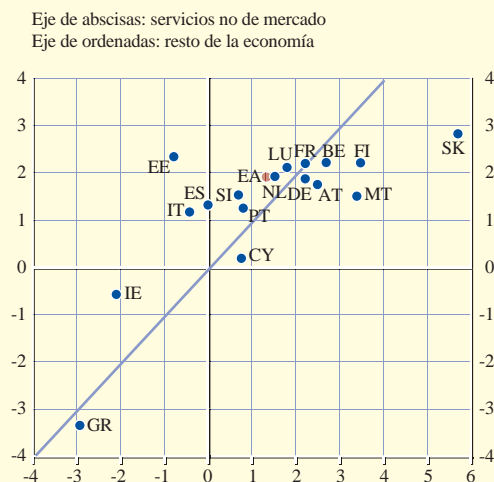


Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.  
Notas: 1) El empleo en el resto de la economía se define como el empleo total menos el empleo en los servicios no de mercado.  
2) Los datos correspondientes a Malta solo abarcan el período hasta el primer trimestre de 2013.  
3) La línea azul caracteriza un crecimiento idéntico en los servicios no de mercado y en el resto de la economía.

Para valorar el grado de ajuste de los salarios en los servicios no de mercado, hay que tener en cuenta las características de los asalariados y la incidencia del ajuste del empleo en los distintos grupos de trabajadores. Desde el inicio de la crisis, la estructura del empleo en los servicios no de mercado ha continuado desplazándose hacia los trabajadores de alta cualificación. Han disminuido los puestos de trabajo para los trabajadores de baja o media cualificación, mientras que a lo largo de toda la crisis se han contratado a trabajadores altamente cualificados (véase gráfico D). Este hecho afianza la tendencia más secular de descenso relativo de la demanda de trabajadores de baja o media cualificación. Los motivos de ello probablemente incluyan mayores exigencias en lo que se refiere a los puestos de trabajo más intensivos en conocimiento y posiblemente también la privatización o externalización de actividades que habitualmente están asociadas a trabajos menos cualificados. Una excepción de lo anterior es Grecia, donde el ajuste a la baja del empleo en los servicios no de mercado ha afectado, asimismo, a las categorías de trabajadores más cualificados. Por el contrario, en Bélgica, Países

### Gráfico C Ajuste de los salarios en los países de la zona del euro

(tasas medias de variación interanual desde el II 2008 hasta el II 2013; datos desestacionalizados)

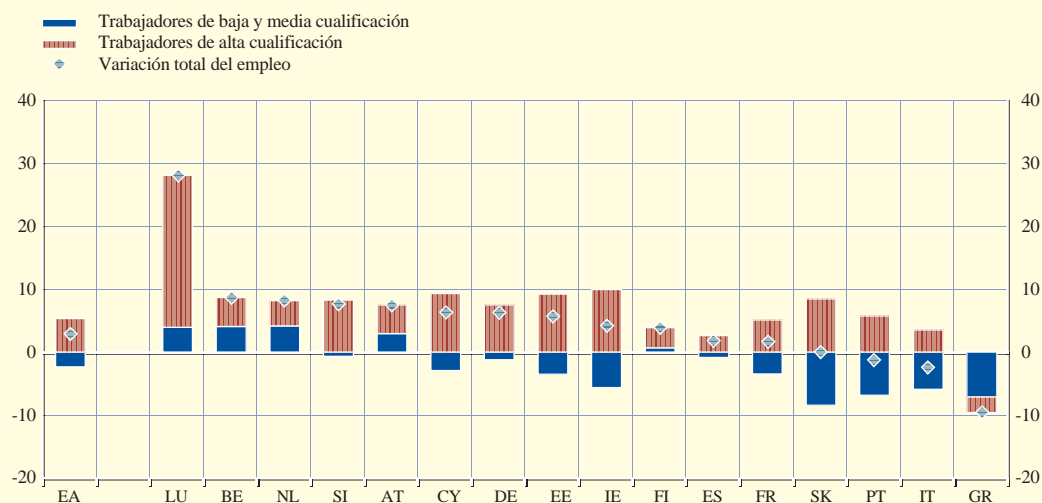


Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Notas: 1) los salarios en el resto de la economía se definen como los salarios totales menos los salarios en los servicios no de mercado. 2) Los salarios están representados por la remuneración por asalariado. 3) Los datos correspondientes a Malta solo abarcan el período hasta el primer trimestre de 2013. 3) La línea azul caracteriza un crecimiento idéntico en los servicios no de mercado y en el resto de la economía.

### Gráfico D Empleo en los servicios no de mercado y contribuciones por nivel de cualificación (IV 2007-IV 2012)

(tasas de variación; puntos porcentuales)



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

Notas: Para 2007, el empleo en los servicios no de mercado incluye los sectores L a N de la clasificación NACE Revisión 1. Para tener en cuenta el hecho de que los datos no están desestacionalizados, el período de crisis se define a partir del cuarto trimestre de 2012. Malta no se encuentra representada, ya que no se disponen de datos anteriores a 2008.

Bajos y Austria los servicios no de mercado han registrado un aumento más equilibrado de trabajadores de baja, media y alta cualificación. El cambio en la composición del empleo por nivel de cualificación en los servicios no de mercado puede haber tenido un impacto al alza en la evolución media de los salarios, debido a la remuneración más elevada de los trabajadores altamente cualificados. En otras palabras, el cambio en la composición del empleo por nivel de cualificación podría haber enmascarado, hasta cierto punto, el ajuste subyacente de los salarios en los servicios no de mercado durante los últimos años.

### Conclusiones

En resumen, en la zona del euro el empleo en los servicios no de mercado se ha visto afectado significativamente por la crisis, pero el ajuste ha sido mucho menor y, en general, comenzó más tarde que en el resto de la economía. Por el contrario, en el caso de la remuneración por asalariado, el ajuste registrado en los servicios no de mercados en relación con el resto de la economía ha sido más acusado en términos generales, especialmente en los países con tensiones en los mercados.

#### 4.4 PERSPECTIVAS DE LA ACTIVIDAD ECONÓMICA

La evolución de los indicadores de confianza basados en encuestas disponibles hasta noviembre es coherente con la positiva tasa de crecimiento que se registró en el cuarto trimestre del año. Si se consideran 2014 y 2015, se prevé que el producto se recupere a un ritmo lento, debido, en particular, a una cierta mejora de la demanda interna sostenida por la orientación acomodaticia de la política monetaria. La actividad económica de la zona del euro debería verse impulsada, además, por un fortalecimiento gradual de la demanda de exportaciones. Asimismo, las mejoras generales observadas en los mercados financieros desde el año pasado parecen estar dejándose sentir en la economía real, al igual que debería suceder con los avances realizados en la consolidación fiscal. Por otra parte, las rentas reales se han visto favorecidas recientemente por una menor tasa de crecimiento de los precios de la energía. Al mismo tiempo, el desempleo en la zona del euro continúa siendo elevado, y los necesarios ajustes en los balances de los sectores público y privado seguirán afectando a la actividad económica.

Esta valoración queda reflejada también en las proyecciones macroeconómicas de diciembre de 2013 elaboradas por los expertos del Eurosistema para la zona del euro, que prevén que el crecimiento interanual del PIB real se reduzca un 0,4% en 2013, antes de aumentar un 1,1% en 2014 y un 1,5% en 2015. En comparación con las proyecciones macroeconómicas de septiembre de 2013 elaboradas por los expertos del BCE, la previsión relativa al crecimiento del PIB real para 2013 se ha mantenido sin cambios, y se ha revisado al alza en 0,1 puntos porcentuales para 2014.

Se considera que los riesgos en torno a las perspectivas económicas de la zona del euro siguen siendo a la baja. La evolución de los mercados monetarios y financieros mundiales y la incertidumbre asociada podrían afectar negativamente a la situación económica. Otros de los riesgos a la baja son un aumento de los precios de las materias primas, una demanda interna y un crecimiento de las exportaciones más débiles de lo esperado y una aplicación lenta o insuficiente de las reformas estructurales en los países de la zona del euro.

## 5 EVOLUCIÓN DE LAS FINANZAS PÚBLICAS

De acuerdo con las previsiones económicas de otoño de 2013 de la Comisión Europea, los procesos de consolidación fiscal han continuado en la zona del euro. Se espera que el déficit de las Administraciones Públicas haya descendido del 3,7% del PIB en 2012 al 3,1% en 2013. Por otra parte, se prevé que la deuda de las Administraciones Públicas de la zona alcance un máximo y se sitúe en torno al 96% del PIB en 2014, antes de disminuir por primera vez desde el estallido de la crisis financiera. Los proyectos de planes presupuestarios que los países pertenecientes a la zona del euro presentaron por primera vez a mediados de octubre de 2013 de conformidad con los nuevos reglamentos que componen el denominado «two-pack», apuntan a una desaceleración significativa de los esfuerzos de consolidación fiscal. Según la Comisión Europea, el esfuerzo que representaría el ajuste estructural agregado implícito en los planes solo ascendería al 0,25% del PIB en 2014. A mediados de noviembre, la Comisión invitó a varios países de la zona del euro a que adopten medidas adicionales antes de ultimar sus presupuestos para 2014, con el fin de asegurar el cumplimiento de las reglas fiscales de la UE. Estas medidas deben formularse de forma que favorezcan el crecimiento, centrándose en la reducción del gasto público improductivo al tiempo que se protege la inversión pública y, en la medida de lo posible, se evitan nuevas subidas de impuestos.

### EVOLUCIÓN DE LAS FINANZAS PÚBLICAS EN 2013

De acuerdo con las previsiones económicas de otoño de 2013 de la Comisión Europea, los procesos de consolidación fiscal han continuado en la zona del euro. Se prevé que el déficit presupuestario de las Administraciones Públicas de la zona del euro haya descendido del 3,7% del PIB en 2012 al 3,1% en 2013 (véanse cuadro 12 y gráfico 57). Este descenso tiene su origen, en gran parte, en el aumento de 0,5 puntos porcentuales, hasta el 46,7% del PIB, de los ingresos de las Administraciones Públicas en relación con el PIB, mientras que se espera que el gasto en relación con el PIB se haya mantenido básicamente sin variación en el 49,9%.

Se prevé que la deuda de las Administraciones Públicas de la zona del euro en relación con el PIB se haya incrementado en torno a 3 puntos porcentuales, hasta el 95,7%, en 2013. Este incremento se debe a un ajuste déficit-deuda que ha causado un aumento de la deuda y al denominado efecto bola de nieve (esto es, el efecto de un diferencial positivo entre crecimiento y tipos de interés nominales, que hace que se eleve la deuda), mientras que se espera que la contribución al avance de la deuda procedente del déficit primario haya sido muy limitada.

**Cuadro 12 Evolución de las finanzas públicas de la zona del euro**

(en porcentaje del PIB)

	2011	2012	2013	2014	2015
a. Ingresos totales	45,3	46,3	46,7	46,8	46,5
b. Gastos totales	49,5	50,0	49,9	49,3	48,8
<i>De los cuales:</i>					
c. Gasto por intereses	3,0	3,1	3,0	3,0	3,1
d. Gasto primario (b - c)	46,5	46,9	46,8	46,3	45,8
Saldo presupuestario (a - b)	-4,2	-3,7	-3,1	-2,5	-2,4
Saldo presupuestario primario (a - d)	-1,1	-0,6	-0,1	0,5	0,7
Saldo presupuestario ajustado de ciclo	-3,6	-2,6	-1,6	-1,3	-1,6
Saldo presupuestario estructural	-3,6	-2,1	-1,5	-1,3	-1,5
Deuda bruta	88,0	92,7	95,7	96,1	95,5
Pro memoria: PIB real (tasa de variación)	1,6	-0,7	-0,4	1,1	2,8

Fuentes: Previsiones económicas de otoño de 2013 de la Comisión Europea y cálculos del BCE.

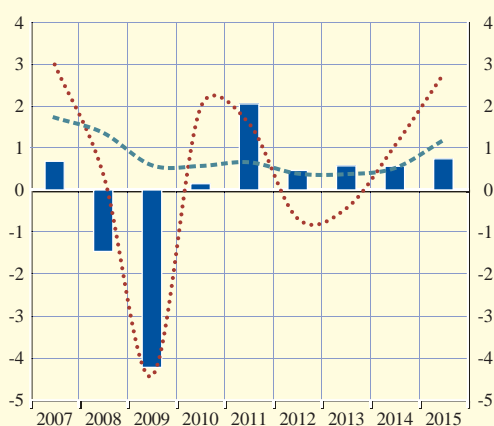
Notas: Pueden producirse discrepancias, debido al redondeo. Agregados de la zona del euro, excluida Letonia.

**Gráfico 57 Determinantes de la evolución presupuestaria de la zona del euro**

(en porcentaje del PIB; tasas de variación)

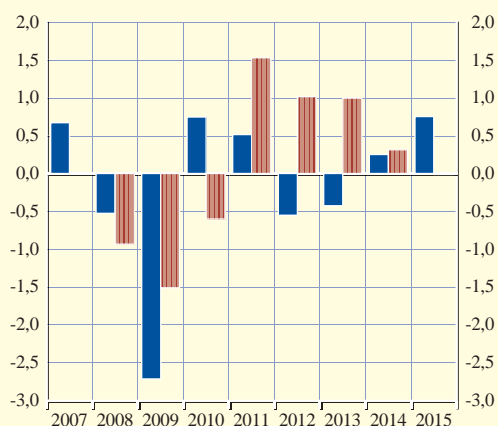
**a) Crecimiento del PIB real y variación interanual del saldo presupuestario**

- Variación del saldo presupuestario
- Tasa de crecimiento del PIB real
- Tasa de crecimiento potencial del PIB



**b) Variaciones interanuales del saldo ajustado de ciclo y del componente cíclico del saldo observado**

- Variación del componente cíclico del saldo observado
- Variación del saldo observado ajustado de ciclo

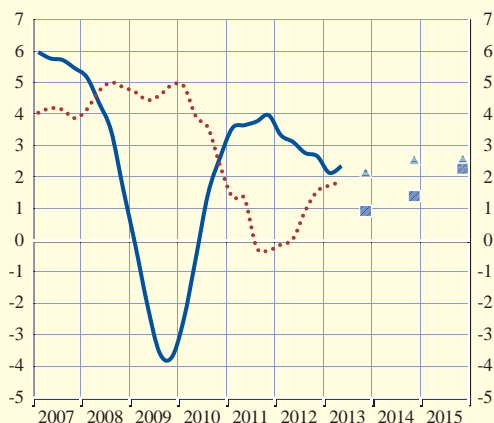


Fuentes: Previsiones económicas europeas de otoño de 2013 de la Comisión Europea y cálculos del BCE. Los datos se refieren al sector de Administraciones Públicas.

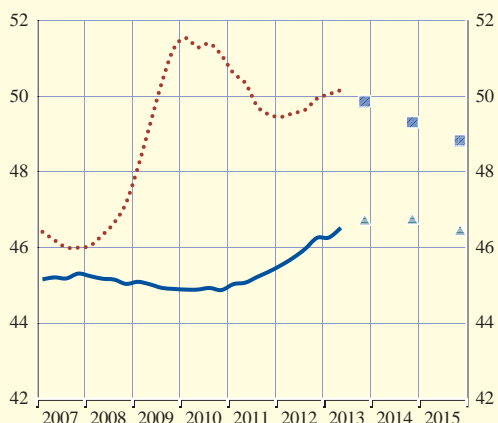
**Gráfico 58 Estadísticas trimestrales de finanzas públicas y proyecciones para la zona del euro**

- Ingresos totales, trimestrales
- Gasto total, trimestral
- ▲ Ingresos totales, anuales (previsiones de la Comisión Europea)
- Gasto total, anual (previsiones de la Comisión Europea)

**a) Tasa de crecimiento interanual de sumas móviles de cuatro trimestres**



**b) Sumas móviles de cuatro trimestres en porcentaje del PIB**



Fuentes: Cálculos del BCE basados en Eurostat, datos nacionales y previsiones económicas de otoño de 2013 de la Comisión Europea. Notas: Los datos se refieren al sector de Administraciones Públicas. 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 segundo trimestre de 2013 y las proyecciones anuales para 2013, 2014 y 2015 procedentes de las previsiones económicas de otoño de 2013 de la Comisión Europea.



De cara al futuro, se prevé que el déficit público de la zona del euro en su conjunto descienda hasta situarse en el 2,5 % del PIB en 2014 y algo más, hasta el 2,4 %, en 2015. La reducción esperada en estos dos años puede atribuirse fundamentalmente a una previsión de caída de la ratio de gasto hasta el 48,8 % del PIB en 2015, impulsada por la disminución del gasto primario, que compensará con creces la ligera reducción de la ratio de ingresos, hasta el 46,5 % del PIB en 2015 (véanse cuadro 12 y gráfico 58). Aparte de medidas de recorte del gasto, el descenso proyectado del gasto primario también refleja, en cierta medida, la retirada de las medidas de apoyo al sector financiero en algunos países. Se prevé que la deuda pública de la zona del euro alcance un máximo en 2014 y se sitúe en torno al 96 % del PIB, y que posteriormente disminuya por primera vez desde el estallido de la crisis financiera, principalmente como consecuencia del impacto del aumento gradual de los superávits primarios, que causa una reducción de la deuda.

#### **EVOLUCIÓN Y PLANES PRESUPUESTARIOS EN ALGUNOS PAÍSES**

Durante 2013, varios países de la zona del euro han seguido mejorando su situación presupuestaria con respecto al año 2012, en línea con las previsiones económicas de otoño de 2013 de la Comisión Europea. Sin embargo, las diferencias entre países continúan siendo sustanciales. Aunque se prevé que algunos países hayan superado sus objetivos fiscales en 2013, se espera que otros registren brechas en el proceso de consolidación y corren el riesgo de no cumplir los plazos fijados en los PDE. En el contexto de la evaluación de los proyectos de planes presupuestarios para 2014, un nuevo ejercicio de seguimiento de los trece países de la zona del euro no acogidos a un programa como parte de los reglamentos que conforman el denominado «two-pack», la Comisión ha identificado riesgos de incumplimiento del Pacto de Estabilidad y Crecimiento (PEC) en varios países (véase recuadro 7).

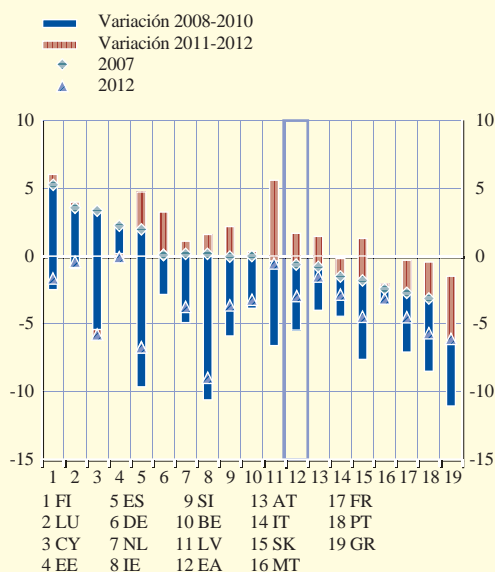
#### **Recuadro 7**

##### **CONSOLIDACIÓN FISCAL EN LA ZONA DEL EURO: AVANCES REALIZADOS Y PLANES PARA 2014**

En este recuadro se hace balance de los avances realizados en la consolidación fiscal en la zona del euro y de las necesidades adicionales de consolidación. La crisis financiera ha causado un deterioro muy acusado de las ratios de déficit y de deuda públicos de los países de la zona del euro. La estrategia de consolidación adoptada en 2010 está comenzando a dar fruto ahora, ya que el déficit público de la zona se ha reducido a más de la mitad con respecto al máximo registrado y se espera que la ratio de deuda pública del conjunto de la zona del euro se estabilice en 2014. Sin embargo, esta mejora oculta una heterogeneidad importante entre los distintos países. Muchos todavía tienen un largo camino que recorrer antes de alcanzar una situación presupuestaria saneada. De conformidad con los reglamentos que componen el denominado «two-pack», en octubre de 2013, los Estados miembros presentaron sus proyectos de planes presupuestarios por primera vez ante la Comisión Europea. En su evaluación, la Comisión consideró que solo dos proyectos (los de Alemania y Estonia) cumplían plenamente las reglas fiscales de la UE, y que cinco proyectos (los de España, Italia, Luxemburgo, Malta y Finlandia) corrían el riesgo de no cumplir las reglas si no se adoptan medidas adicionales. El 22 de noviembre de 2013, el Eurogrupo refrendó la evaluación de la Comisión e invitó a los Estados miembros a tener en cuenta las inquietudes de la Comisión antes de ultimar sus presupuestos para 2014. De cara al futuro, es esencial que continúen los esfuerzos de consolidación presupuestaria para asegurar el retorno a unas situaciones presupuestarias saneadas a la mayor brevedad posible.

**Gráfico A Evolución del déficit en relación con el PIB (2007-2013)**

(en porcentaje del PIB; puntos porcentuales)

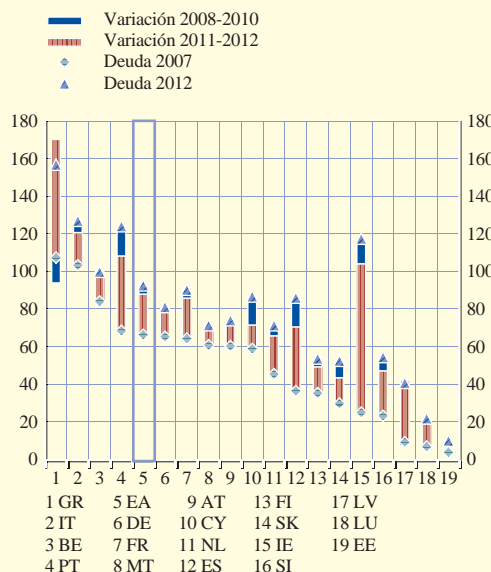


Fuentes: Datos de AMECO y cálculos del BCE.

Notas: Los datos no incluyen el impacto presupuestario del apoyo financiero al sector bancario, según la información facilitada por Eurostat. Los países se han clasificado en función del saldo presupuestario de 2007.

**Gráfico B Evolución de la deuda en relación con el PIB (2007-2013)**

(en porcentaje del PIB; puntos porcentuales)



Fuentes: Datos de AMECO y cálculos del BCE.

Nota: Los países se han clasificado en función de la deuda en relación con el PIB de 2007.

## El legado de la crisis

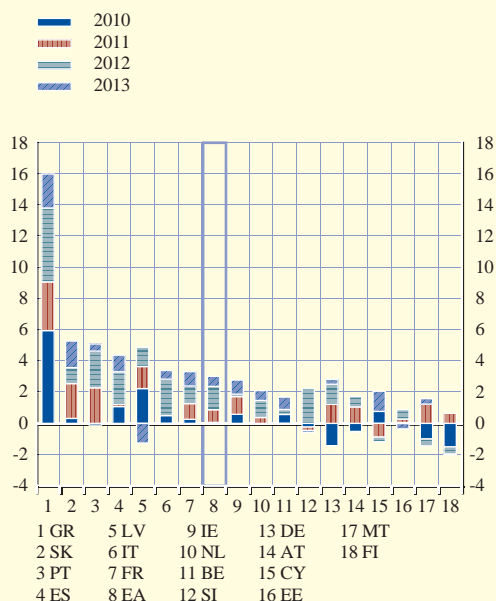
La crisis financiera que se consolidó a mediados de 2008 y la consiguiente contracción de la actividad económica llevaron a un deterioro muy acusado de la situación presupuestaria de la zona del euro y de los países que la integran. Desde finales de 2008 se han aplicados medidas de emergencia en la mayoría de los países de la zona para prestar apoyo financiero a bancos en dificultades y preservar la estabilidad financiera de la zona del euro en su conjunto. Al mismo tiempo, y con el fin de limitar las repercusiones negativas de la crisis para la actividad económica, se tomaron medidas coordinadas de estímulo presupuestario en el contexto del Plan Europeo de Recuperación Económica (PERE). El PERE instaba a los Estados miembros a adoptar, en consonancia con su margen de maniobra fiscal, medidas de estímulo fiscal de carácter temporal y con objetivos concretos durante 2009-2010. Estas medidas, junto con la actuación de los estabilizadores automáticos, hicieron que el déficit presupuestario y la deuda en relación con el PIB de los países de la zona del euro aumentaran hasta alcanzar niveles sin precedentes, bastante por encima de los criterios de referencia establecidos en el Pacto de Estabilidad y Crecimiento (PEC) (véanse gráficos A y B). En consecuencia, para finales de 2009, se habían iniciado procedimientos de déficit excesivo (PDE) en relación con trece países de la zona. Durante el período 2008-2009, el saldo presupuestario nominal agregado de la zona del euro experimentó un deterioro de 5,7 puntos porcentuales del PIB, mientras que el saldo presupuestario estructural retrocedió 2,5 puntos porcentuales del PIB.

## Avances en la consolidación fiscal en el período 2010-2013

En octubre de 2009, el Consejo ECOFIN llegó a un acuerdo sobre los principios para una retirada coordinada de los estímulos fiscales adoptados anteriormente. Se acordó que las circunstancias

**Gráfico C Variación del saldo presupuestario estructural (2010-2013)**

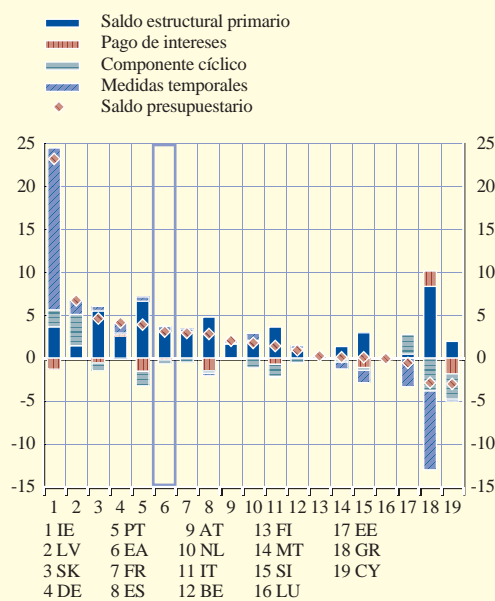
(puntos porcentuales del PIB)



Fuentes: Datos de AMECO y previsiones económicas de otoño de 2013 de la Comisión Europea.  
Nota: Los países se han clasificado en función de la variación acumulada del saldo presupuestario estructural.

**Gráfico D Descomposición de las variaciones del saldo presupuestario (2011-2013)**

(puntos porcentuales del PIB)



Fuentes: Datos de AMECO, previsiones económicas de otoño de 2013 de la Comisión Europea y cálculos del BCE.  
Nota: Los datos incluyen el efecto del apoyo financiero al sector bancario.

específicas de cada país deberían tenerse en cuenta al definir el ritmo de ajuste, pero que la consolidación presupuestaria debía comenzar, en todos los países de la zona del euro, en 2011 a más tardar, y que en los países con problemas de sostenibilidad tendría que empezar antes. Se recomendó que el ritmo de consolidación fiscal previsto fuera ambicioso y se situara muy por encima del valor de referencia del 0,5 % del PIB por año en términos estructurales en la mayoría de los Estados miembros. Siguiendo estos principios y las disposiciones del PEC que, en circunstancias especiales, permiten corregir los déficits excesivos en un horizonte de medio plazo en lugar de tener que hacerlo en el año siguiente a su identificación, las recomendaciones de los PDE, emitidas durante 2009, otorgaron plazos relativamente amplios para corregir los déficits excesivos, inicialmente de dos a cuatro años. El esfuerzo de ajuste estructural medio anual necesario para corregir los desequilibrios presupuestarios oscilaba entre más de 0,5 puntos porcentuales y más de 2 puntos porcentuales del PIB para los países con problemas de sostenibilidad significativos.

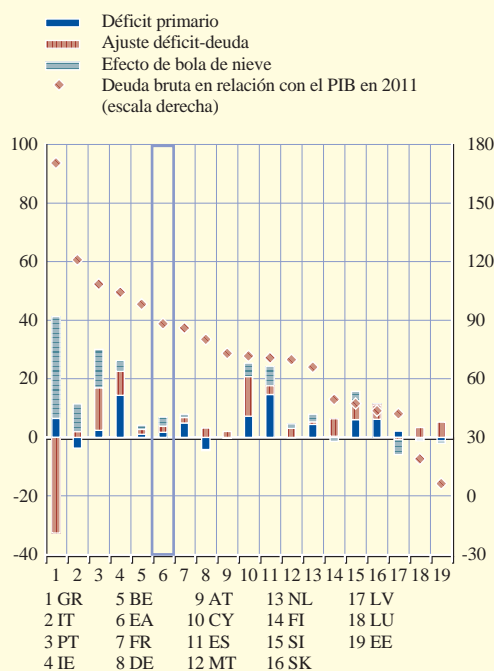
En 2010, la crisis de deuda soberana de la zona del euro puso en evidencia las deficiencias del marco de gobernanza económica de la UE. En respuesta, en diciembre de 2011 se introdujeron los reglamentos que conforman el denominado «six-pack». Además, varios países intensificaron notablemente sus esfuerzos de consolidación para tratar de recuperar la confianza de los mercados financieros. Esto supuso el inicio de un largo período de consolidación presupuestaria, especialmente para los países acogidos a un programa conjunto de asistencia financiera de la UE y el FMI y para los que estaban experimentando tensiones significativas en los mercados financieros. En consecuencia, los esfuerzos de consolidación (medidos por la variación del saldo presupuestario estructural)

acometidos en algunos países resultaron ser muy superiores a los previstos cuando se emitieron las recomendaciones en 2009 en el marco del PDE (véase gráfico C).

Durante el período 2010-2013, los esfuerzos de consolidación lograron invertir la tendencia de aumento del déficit presupuestario en la mayoría de los países. En consecuencia, el déficit presupuestario de la zona del euro se ha reducido gradualmente desde el máximo del 6,4% del PIB registrado en 2009 y se prevé que se sitúe en el 3,1% del PIB este año. Con todo, los déficits presupuestarios siguen por encima de los niveles anteriores a la crisis en muchos países. Ciertamente, la mejora observada en los saldos presupuestarios ha sido menor de lo inicialmente previsto, debido a: i) una evolución cíclica adversa y factores transitorios relacionados con el impacto presupuestario del apoyo financiero prestado al sector bancario (véase gráfico D) y; ii) en algunos casos, unos esfuerzos de consolidación menos ambiciosos de lo planeado originalmente. Por ello, muchos países no cumplieron los objetivos en los plazos fijados en los PDE y en 2012 y 2013 se concedieron ampliaciones de dichos plazos, en algunos casos de dos años, es decir, más del horizonte de un año que, por norma general, debería aplicarse con arreglo al PEC. De igual modo, la deuda en relación con el PIB permaneció muy por encima de los niveles anteriores a la crisis y continuó incrementándose, fundamentalmente como consecuencia de un acusado diferencial positivo entre el tipo de interés de la deuda viva y la tasa de crecimiento de la economía, así como del apoyo financiero prestado a sector bancario (véase gráfico E)<sup>1</sup>.

Gráfico E Descomposición de las variaciones de la deuda en relación con el PIB (2011-2013)

(en porcentaje del PIB; puntos porcentuales)



Fuentes: Datos de AMECO, previsiones económicas de otoño de 2013 de la Comisión Europea y cálculos del BCE.

### Planes presupuestarios para 2014

Según las previsiones económicas de otoño de 2013 de la Comisión Europea, en 2014, el déficit presupuestario de la zona del euro se reducirá hasta situarse por debajo del valor de referencia (el 2,5% del PIB). Esta disminución continua de los desequilibrios presupuestarios es básicamente acorde con los proyectos de planes presupuestarios para 2014, que los países de la zona que no están acogidos a un programa de asistencia financiera presentaron por vez primera en octubre de 2013 con arreglo a los nuevos reglamentos que componen el denominado «two-pack». La mayor parte de los trece países de la zona que presentaron estos planes esperan reducir adicionalmente su déficit presupuestario en 2014. No obstante, si estos proyectos se comparan con los planes presupuestarios para 2014 recogidos en los programas de estabilidad de 2013 presentados en primavera de este año, la gran mayoría

1 El apoyo financiero prestado a bancos en dificultades contribuyó al deterioro de la situación presupuestaria de muchos países, entre ellos Irlanda, donde el efecto de dicho apoyo provocó un aumento del déficit de unos 20 puntos porcentuales del PIB en 2010. Parte de este apoyo se ha recuperado ahora mediante el pago de comisiones/intereses. Para una descripción exhaustiva del impacto presupuestario del apoyo proporcionado al sector financiero desde 2008, véase el recuadro titulado «Las implicaciones fiscales de las medidas de apoyo al sector financiero», *Boletín Mensual*, BCE, junio de 2013.

## Proyectos de planes presupuestarios para 2014

Dictamen de la Comisión sobre el cumplimiento de los proyectos de planes presupuestarios para 2014 con el PEC	Saldo presupuestario (en porcentaje del PIB)		Deuda de las Administraciones Públicas (en porcentaje del PIB)		Esfuerzo estructural real (previsiones de otoño de 2013 de la CE)	Compromiso de esfuerzo estructural en el marco del PEC (en puntos porcentuales)
	Programa de estabilidad de 2013	Proyecto de plan presupuestario para 2014	Programa de estabilidad de 2013	Proyecto de plan presupuestario para 2014		
<b>«Cumple»</b>						
Alemania ( <i>componente preventivo</i> )	0,0	0,0	77,5	77,0	0,0	0,0 ( <i>en el OMP</i> )
Estonia ( <i>componente preventivo</i> )	0,0	-0,4	9,9	10,0	0,5	0,5 <i>valor de referencia</i>
<b>«Cumple pero sin margen para una posible desviación»</b>						
Francia ( <i>plazo límite del PDE: 2015</i> )	-2,9	-3,6	94,3	95,1	0,7	0,8
Países Bajos ( <i>plazo límite del PDE: 2014</i> )	-3,0	-3,3	75,0	76,1	0,4	0,7
Eslovenia ( <i>plazo límite del PDE: 2015</i> )	-2,6	-6,7	63,2	65,5	0,7	0,5
<b>«Cumple en líneas generales»</b>						
Bélgica ( <i>plazo límite del PDE: 2013</i> )	-2,0	-2,1	99,0	100,2	0,4	0,5 ( <i>valor de referencia de la deuda</i> )
Austria ( <i>plazo límite del PDE: 2013</i> )	-1,5	-1,5	73,0	74,0	0,1	0,5 <i>valor de referencia</i>
Eslovaquia ( <i>plazo límite del PDE: 2013</i> )	-2,6	-2,8	56,3	54,1	-0,8	0,5 <i>valor de referencia</i>
<b>«Riesgo de incumplimiento»</b>						
España ( <i>plazo límite del PDE: 2016</i> )	-5,5	-5,8	96,2	98,9	-0,1	0,8
Italia ( <i>Período de transición: valor de referencia de la deuda</i> )	-1,8	-2,5	129,0	132,7	0,1	0,7 ( <i>valor de referencia de la deuda</i> )
Luxemburgo ( <i>componente preventivo</i> )	-0,6	-	25,9	-	-0,6	0,5 <i>valor de referencia</i>
Malta ( <i>plazo límite del PDE: 2014</i> )	-2,1	-2,1	74,2	73,2	-0,1	0,7
Finlandia ( <i>componente preventivo</i> )	-1,3	-1,9	57,3	60,7	-0,2	0,5 <i>valor de referencia</i>

Fuentes: Comisión Europea, Eurostat, programas de estabilidad de 2013 y proyectos de planes presupuestarios para 2014.

Notas: Los países mencionados en el cuadro son los países de la zona del euro que no están acogidos a un programa de asistencia financiera. Se han ordenado en función de las agrupaciones empleadas en los dictámenes de la Comisión Europea para evaluar si los proyectos de planes presupuestarios para 2014 cumplen las normas del PEC. El compromiso de esfuerzo estructural está relacionado con el valor de referencia del 0,5% del PIB para los países sujetos al componente preventivo del PEC; para los países en los que se aplica el componente corrector, está asociado a los compromisos de esfuerzo estructural establecidos en las recomendaciones del Consejo. Los esfuerzos estructurales de Italia deben cumplir el valor de referencia de la deuda durante el período de transición; lo mismo sería aplicable a Bélgica y Austria en caso de derogación del PDE dentro de plazo. Luxemburgo no presentó un proyecto de plan presupuestario detallado para 2014.

de los Gobiernos esperan que la situación presupuestaria prácticamente no cambie o sea peor de lo previsto inicialmente. Al mismo tiempo, según se señalaba en las previsiones económicas de otoño de 2013 de la Comisión Europea, se espera que el esfuerzo estructural que debe realizarse en 2014 no sea suficiente para cumplir los compromisos adquiridos en el marco del PEC en muchos países (véase cuadro). En consecuencia, en los países que participan en este ejercicio de supervisión se prevé que el esfuerzo estructural ascienda a alrededor del 0,25 % del PIB en 2014, significativamente por debajo del 0,5 % del PIB, el valor establecido en el PEC como referencia para el ajuste presupuestario estructural. Por un lado, este menor esfuerzo de ajuste estructural está relacionado con la falta de avances hacia la consecución de los objetivos presupuestarios de medio plazo de los países en el contexto del componente preventivo del PEC. Por otro, está asociado a unos esfuerzos estructurales insuficientes con arreglo al componente corrector, el PDE. A este respecto se ha de observar que el esfuerzo estructural exigido ya se redujo sustancialmente en junio de 2013, cuando se revisaron las recomendaciones emitidas a varios países en el marco del PDE con el fin de otorgar ampliaciones de los plazos.

Los dictámenes de la Comisión Europea sobre los proyectos de planes presupuestarios, publicados el 15 de noviembre, ciertamente ponen de relieve el riesgo de que, si no se adoptan medidas adicionales, los esfuerzos estructurales sean insuficientes para cumplir en 2014 los compromisos adquiridos

en el marco del PEC en muchos países de la zona del euro. Aunque la Comisión no identificó ningún caso en el que un proyecto de plan presupuestario incumpliera de modo particularmente grave las normas del PEC —lo que le hubiese permitido solicitar la presentación de un plan revisado con arreglo al Reglamento (CE) n° 473/2013— consideró que únicamente los planes presupuestarios de Alemania y Estonia cumplen plenamente las normas del PEC. Al mismo tiempo, estima que los proyectos de planes presupuestarios de cinco países plantean riesgos de incumplimiento del PEC en su vertiente preventiva (Italia, Luxemburgo y Finlandia) y en su vertiente correctora (España y Malta) (para obtener una visión general, véase cuadro)<sup>2</sup>. El 22 de noviembre, el Eurogrupo respaldó los dictámenes y análisis de la Comisión y acordó tener en cuenta sus consideraciones en los procesos presupuestarios de los distintos países<sup>3</sup>. El Eurogrupo invitó a los Estados miembros cuyos planes presupuestarios corrían el riesgo de incumplir el PEC a «tomar las medidas oportunas en el marco de sus procesos presupuestarios nacionales o, de forma paralela, hacer frente a los riesgos identificados por la Comisión y velar por que los presupuestos de 2014 cumplan plenamente las normas del PEC». Por lo tanto, para que este nuevo ejercicio de supervisión presupuestaria sea totalmente eficaz y contribuya a lograr situaciones presupuestarias saneadas, es esencial que sea objeto de seguimiento de manera estructurada. A este respecto se debe observar que los reglamentos que conforman el denominado «two-pack» asignan nuevas facultades a la Comisión, en particular la posibilidad de formular una recomendación dirigida a un país concreto, en consonancia con el artículo 11, apartado 2, del Reglamento (CE) n° 473/2013, que forma parte del «two-pack», en caso de riesgo de incumplimiento del plazo establecido para corregir el déficit excesivo.

En general, la evolución de las finanzas públicas desde el comienzo de la crisis ha sido bastante heterogénea en los distintos países, reflejando la situación inicial de las finanzas públicas, la existencia de desequilibrios macroeconómicos, la solidez del sector financiero nacional y los diferentes grados de resistencia de la economía nacional a perturbaciones externas. De cara al futuro, sigue siendo imprescindible reducir las ratios de deuda en relación con el PIB, muy elevadas, que lastran el crecimiento económico<sup>4</sup>. Para ello es necesario elaborar ambiciosos planes presupuestarios a medio plazo que combinen la reducción de los desequilibrios presupuestarios excesivos con ambiciosas reformas estructurales.

2 En el caso de Luxemburgo, esto está relacionado principalmente con la falta de un plan presupuestario detallado, ya que el nuevo Gobierno no se había formado cuando se presentó el plan.

3 Véase la declaración del Eurogrupo del 22 de noviembre de 2013 en <http://www.eurozone.europa.eu/newsroom/news/2013/11/eurogroup-statement>.

4 Véase el recuadro titulado «Los efectos de una deuda pública elevada en el crecimiento», *Boletín Mensual*, BCE, marzo de 2013.

En noviembre de 2013, la Comisión Europea también evaluó si los seis países de la zona del euro para los que recientemente se revisaron los plazos fijados en los PDE (esto es, Bélgica, España, Francia, Malta, Países Bajos y Eslovenia) habían adoptado medidas eficaces para corregir sus déficits excesivos en el plazo establecido. Basándose en un proceso con tres fases para evaluar la eficacia de las medidas, esto es, tras examinar los objetivos nominales, la mejora corregida/no corregida del saldo estructural, el método de agregación, la Comisión determinó que todos los países realmente habían tomado medidas eficaces en 2013 para corregir el déficit excesivo en el plazo recomendado. No obstante, de acuerdo con las previsiones económicas de otoño de 2013 de la Comisión Europea, varios países no cumplirán sus objetivos nominales en el plazo recomendado si no adoptan medidas de consolidación adicionales.

A continuación se presenta un breve análisis de la evolución presupuestaria reciente y de los planes presupuestarios elaborados para cumplir los objetivos fiscales en los países más grandes de la zona del euro y en los países acogidos a un programa de la UE y el FMI.



Se espera que Alemania haya alcanzado el equilibrio presupuestario en 2013. Según la evaluación reciente de los proyectos de planes presupuestarios realizada por la Comisión Europea, se prevé que este país cumpla plenamente las exigencias del PEC tanto en 2013 como en 2014. Sin embargo, como los presupuestos para 2014 se basan en un escenario en el que no hay cambios de políticas, las perspectivas fiscales tendrán que volver a evaluarse cuando se forme el nuevo Gobierno y presente un plan presupuestario actualizado.

En Francia se espera que, en 2013, el déficit de las Administraciones Públicas alcance el 4,1 % del PIB, 0,4 puntos porcentuales por encima del objetivo fijado en la actualización del programa de estabilidad de abril de 2013 y 0,2 puntos porcentuales superior al objetivo fijado en la recomendación revisada formulada en el contexto del PDE en junio. Además, la mejora estructural es insuficiente si se compara con el objetivo exigido (el 0,9 % del PIB en lugar del 1,3 %). No obstante, la Comisión Europea considera que Francia ha tomado medidas eficaces porque, a su juicio, el incumplimiento puede explicarse por reducciones inesperadas de los ingresos. Con todo, en la evaluación de la Comisión también se observa que la eficacia de las medidas discrecionales relativas a los ingresos puede haberse sobreestimado y que volvería a evaluar la situación en función de los resultados finales de 2013. El proyecto de plan presupuestario para 2014 pretende cumplir el objetivo de déficit establecido en el PDE, el 3,6 % del PIB. Las medidas basadas en el gasto de la Ley de Presupuestos están concebidas para generar un ahorro de aproximadamente el 0,7 % del PIB. Este ahorro procedería de la moderación de los salarios públicos, de la reducción de la inversión, del aplazamiento de la indexación de las pensiones, de la reforma de las prestaciones familiares y de la disminución del gasto sanitario. No obstante, según las previsiones de la Comisión Europea, Francia incumplirá el objetivo nominal fijado para 2014 (el -3,8 % del PIB, en lugar del -3,6 %). Las desviaciones presupuestarias que podrían registrarse en 2014 pondrían en peligro el cumplimiento del plazo para corregir el déficit excesivo, el año 2015 y la inversión de la tendencia al alza de la deuda en relación con el PIB, que superará el 93 % en 2013.

En Italia se espera que el déficit en relación con el PIB se sitúe en el 3 % en 2013, frente al objetivo del 2,9 % fijado en la actualización del programa de estabilidad de 2013. Esta desviación se debe fundamentalmente al empeoramiento de las condiciones macroeconómicas, aunque en octubre de este año se adoptaron medidas de consolidación adicionales que ascienden al 0,1 % del PIB para asegurar que la ratio de déficit no se sitúe por encima del valor de referencia, el 3 % del PIB. El proyecto de plan presupuestario para 2014 prevé que el déficit en relación con el PIB se sitúe en el 2,5 % ese año (frente al objetivo del 1,8 % fijado en la actualización del programa de estabilidad de 2013). Por el lado de los ingresos, las principales medidas incluyen nuevas normas sobre la deducción de pérdidas y provisiones de los bancos y la reducción de la cuña fiscal de las rentas del trabajo de personas con rentas medias y bajas. En cuanto al gasto, el proyecto de presupuestos incluye medidas relacionadas con un aumento de la inversión y el consumo públicos, la disminución de las transferencias a las Administraciones Locales y Regionales y la menor indexación de las pensiones. Según la evaluación de la Comisión, el esfuerzo estructural previsto en el proyecto de plan presupuestario para 2014 (el 0,1 % del PIB) es insuficiente para lograr el objetivo de medio plazo de alcanzar el equilibrio presupuestario estructural en 2014 y asegurar que se realicen progresos suficientes hacia el cumplimiento del criterio de deuda durante el período de transición. Según la Comisión, serían necesarias medidas de consolidación adicionales del orden del 0,4 % del PIB para asegurar el cumplimiento del componente preventivo del PEC. Entre tanto, el Gobierno ha presentado un plan de revisión del gasto para conseguir reducirlo un total de 23,2 mm de euros (en torno al 1,4 % del PIB) durante el período 2015-2017. El 27 de noviembre, el Gobierno decidió suprimir el pago de la segunda cuota del impuesto de la propiedad sobre la primera residencia. Se estima que la pérdida de ingresos será de unos 2,1 mm de euros (alrededor del 0,1 % del PIB), y el Gobierno ha manifestado que esto se compensará con una subida temporal de los impuestos directos a los bancos y a las empresas de seguros.



En España, hasta finales de septiembre de 2013, las necesidades de financiación de los subsectores Administración Central, Comunidades Autónomas y Seguridad Social (excluido el apoyo al sector bancario) ascendían al 4,8% del PIB anual, ligeramente superiores a las del mismo período de 2012. La consecución del objetivo de déficit para 2013 (el 6,5% del PIB, excluido el apoyo al sector bancario) depende de una ejecución muy estricta de los presupuestos de la Administración Central y de las Comunidades Autónomas, de que las Corporaciones Locales registren un resultado mejor de lo presupuestado (como sucedió en 2012) y de una mejora continuada de la evolución subyacente de los ingresos en los últimos meses del año. La senda de consolidación fiscal fijada para 2014 en el proyecto de plan presupuestario es prácticamente la misma que la que figuraba en la actualización del programa de estabilidad de 2013. El proyecto de plan presupuestario establece como objetivo una reducción de las necesidades de financiación de las Administraciones Públicas del 6,5% en 2013 al 5,8% en 2014, en consonancia con la recomendación del PDE de mayo de 2013. Sin embargo, en su dictamen sobre el proyecto de plan presupuestario, la Comisión consideró optimistas los supuestos macroeconómicos y estimó que el esfuerzo fiscal estructural era insuficiente para asegurar el cumplimiento de los objetivos fijados en el PDE. En consecuencia, la Comisión ha invitado a las autoridades españolas a adoptar medidas adicionales del orden del 0,25% del PIB.

En Grecia, los datos fiscales hasta finales de octubre de 2013 indican que el Gobierno va por la senda adecuada para alcanzar un superávit primario con arreglo a la definición del programa de la UE y el FMI. Esto supondría una mejora superior al objetivo de alcanzar un saldo presupuestario primario equilibrado fijado en el programa de 2013. Aunque, durante 2013, el gasto no discrecional, en particular en pensiones, resultó ser mayor de lo presupuestado, el impacto de las desviaciones ha quedado compensado con creces por varios factores, entre los que se incluyen los ingresos extraordinarios procedentes del sector financiero, las medidas correctoras aplicadas en el sector sanitario, el impacto positivo de una temporada turística extraordinariamente buena y la infraejecución del gasto discrecional, principalmente del gasto en inversión. El 21 de noviembre, el Gobierno presentó ante el Parlamento un proyecto de presupuestos con el objetivo de lograr un superávit primario del 1,6% del PIB en 2014. Actualmente, el FMI y la Comisión, junto con el BCE, están evaluando este proyecto.

En Portugal, el principal resultado de la octava y la novena evaluación trimestral conjunta, que concluyó a principios de octubre, fue que el programa de la UE y el FMI sigue, en general, por la senda adecuada. La ejecución presupuestaria se ha visto respaldada por una sólida evolución de los ingresos impositivos, mientras que se espera que la evolución de los ingresos no tributarios y del gasto haya sido peor de lo previsto, especialmente en el último trimestre de 2013. Las autoridades han abordado estas desviaciones reduciendo los fondos disponibles para los Ministerios y aplicando un programa de liquidación extraordinaria de impuestos y cotizaciones sociales en noviembre y diciembre. En general, parece que el objetivo de déficit fijado para 2013 (el 5,5% del PIB, excluido el apoyo al sector financiero) puede conseguirse, siempre que las medidas acordadas se apliquen rigurosamente y que la ejecución presupuestaria siga bajo estricto control. La Ley de Presupuestos para 2014 fue aprobada por el Parlamento a finales de noviembre y prevé la adopción de medidas de consolidación equivalentes a más del 2% del PIB, principalmente por el lado del gasto. Las medidas de ahorro se centrarán en lo siguiente: i) reducción de los salarios públicos mediante recortes de plantilla y una reforma de las condiciones laborales (complementos, salarios); ii) cambios en los sistemas públicos de pensiones basados en principios de equidad y en la progresividad de la renta (en particular mediante el recorte de las actuales diferencias entre el sistema de los empleados públicos y el sistema general, y elevando la edad legal de jubilación); y iii) recortes específicos del gasto en Ministerios y programas sectoriales. Se espera que si estas medidas se aplican íntegramente, el cumplimiento del objetivo de déficit fijado para 2014, el 4% del PIB, quedará asegurado. En caso de que algunas de las medidas se consideren inconstitucionales, el Gobierno tendría que volver a elaborar los presupuestos para cumplir el objetivo de déficit.

En Irlanda, el programa de la UE y el FMI sigue por la senda adecuada y se espera que se concluya con éxito al final del año. Las autoridades irlandesas han decidido no solicitar una línea de crédito precautorio cuando finalice el programa actual. Con posterioridad al programa, Irlanda estará sujeta a seguimiento, en consonancia con los procedimientos de la UE y el FMI. El Gobierno se ha comprometido a continuar con los esfuerzos de reforma y consolidación después del programa con el fin de abordar los retos pendientes, en particular para asegurar la corrección del déficit excesivo en el plazo fijado, el año 2015. Se espera que el déficit de las Administraciones Públicas cumpla el objetivo del 7,5 % del PIB en 2013. El Gobierno presentó unos presupuestos con miras a que el déficit se sitúe en el 4,8 % del PIB en 2014, un objetivo ligeramente más ambicioso que el límite máximo de déficit del 5,1 % del PIB establecido en el PDE. Por el lado de los ingresos, las medidas incluyen, entre otras, subidas de los impuestos especiales, la imposición de una tasa a las instituciones financieras y el aumento de la tributación de los fondos de pensiones y del impuesto sobre los intereses del ahorro; por el lado del gasto, los presupuestos prevén incrementar el ahorro en una gama más amplia de servicios de asistencia sanitaria y protección social.

En Chipre, la misión integrada por expertos de la UE y el FMI concluyó la segunda evaluación del programa económico de Chipre el 7 de noviembre. El programa continúa por la senda adecuada y se han cumplido todos los objetivos fiscales fijados para 2013. Se prevé que el Gobierno supere su objetivo de saldo primario del -2,3 % del PIB en 2013 (excluidas las transferencias extraordinarias a fondos de pensiones del Cyprus Popular Bank), lo que refleja una ejecución presupuestaria prudente y un deterioro de la actividad económica menos severo de lo previsto originalmente. Habida cuenta de los resultados alcanzados hasta ahora, se espera que, en 2014, el déficit presupuestario se sitúe en torno a 1 punto porcentual del PIB por debajo de lo pronosticado inicialmente. Además de las medidas de consolidación acordadas en el marco de la condicionalidad del programa, los presupuestos para 2014 prevén la adopción de medidas adicionales que ascienden a alrededor del 0,3 % del PIB y que suponen un adelanto de parte de la consolidación planeada inicialmente para años posteriores. Estas medidas incluyen nuevos recortes de las exenciones al sector público, la ampliación de la base del impuesto sobre la renta para determinados planes de pensiones y premios de loterías anteriormente exentos, la introducción de cotizaciones al sistema de pensiones para los trabajadores temporales, la policía y el personal del ejército, así como abordar la cuestión de las pensiones sociales.

#### **RETOS PARA LA POLÍTICA FISCAL**

Pese a los progresos realizados, en general, en materia de saneamiento presupuestario, es indispensable que los países de la zona del euro sigan avanzando en su senda de consolidación, con el fin de lograr reducir los elevados niveles de deuda hacia el umbral del 60 % del PIB. Ciertamente, no existen razones para la complacencia, ya que varios países de la zona siguen registrando déficits presupuestarios y niveles de deuda que se consideran excesivos. Los avances encaminados a corregir los déficits excesivos dentro de plazo corren peligro en varios países, como también se confirmó en las previsiones económicas de otoño de 2013 de la Comisión Europea, aunque los objetivos de los PDE se suavizaron en junio de 2013. Por lo tanto, es conveniente que los países adopten medidas para eliminar los riesgos existentes en torno a las perspectivas presupuestarias.

El énfasis de las estrategias de consolidación fiscal debería ponerse en la composición del ajuste, que tendría que favorecer el crecimiento. Hasta ahora, el ajuste presupuestario se ha basado de manera desproporcionalmente pronunciada en los ingresos, y se ha llevado a cabo mediante medidas como subidas de los tipos impositivos y recortes del gasto productivo potencialmente distorsionantes. De cara al futuro se esperan ciertos progresos, aunque tímidos, en la reducción del gasto primario para 2014 y 2015. Las estrategias de consolidación deben estar integradas por medidas adaptadas en mayor medida a la necesi-

dad de abordar los desequilibrios presupuestarios y estructurales específicos de los distintos países, lo que exigiría una mejora de la calidad de la estructura del gasto, por ejemplo respaldando la inversión pública eficiente que potencie el crecimiento al tiempo que se recortan partidas de gasto distorsionantes, lo que permitiría que los países aumenten adicionalmente la competitividad y el crecimiento a largo plazo.

Para asegurar de manera eficaz la adopción de unas políticas fiscales adecuadas y la credibilidad del PEC reforzado es esencial que las normas fiscales se apliquen con rigurosidad y se implementen a escala nacional y de la UE. Un hito en la reforma de la gobernanza fiscal es el pacto presupuestario, que entró en vigor el 1 de enero de 2013 como parte del Tratado de Estabilidad, Coordinación y Gobernanza en la Unión Económica y Monetaria (TECG)<sup>1</sup>. El plazo para incorporar este pacto a la legislación nacional es de un año, como mucho, tras la ratificación del TECG, es decir, el 1 de enero de 2014 para la mayoría de los países. El proceso concreto de transposición del pacto parece presentar amplias diferencias entre países, ya que algunos todavía no han concluido este proceso. A principios de 2014, la Comisión llevará a cabo una evaluación final para determinar si la transposición se ha efectuado de manera acorde con los requisitos. Además del pacto presupuestario, los países de la zona del euro deben haber implementado íntegramente la Directiva sobre los marcos presupuestarios nacionales para finales de 2013<sup>2</sup>. La Comisión evaluará si los países han mejorado sus marcos presupuestarios nacionales con arreglo a las exigencias a comienzos de 2014.

1 Véase también el artículo titulado «Un pacto presupuestario para una Unión Económica y Monetaria más fuerte», *Boletín Mensual*, BCE, mayo de 2012.

2 Véase también el artículo publicado en la versión en inglés del *Boletín Mensual* titulado «The importance and effectiveness of national fiscal frameworks in the EU», *Boletín Mensual*, BCE, febrero de 2013.