

EVOLUCIÓN ECONÓMICA Y MONETARIA

I ENTORNO EXTERIOR DE LA ZONA DEL EURO

La actividad económica mundial se mantiene en una senda de recuperación gradual, aunque el ritmo de crecimiento se moderó ligeramente en el primer trimestre de 2014 como resultado de factores transitorios que afectaron principalmente a Estados Unidos y China. A medida que vayan desapareciendo los efectos adversos de dichos factores, la actividad económica debería, en adelante, cobrar impulso, respaldada tanto por las economías avanzadas como por las economías emergentes. No obstante, las tendencias subyacentes continúan sugiriendo un cambio en la dinámica de crecimiento a favor de las economías avanzadas, mientras que la recuperación económica mundial sigue siendo débil en general. El comercio internacional ha perdido algo de impulso desde comienzos del año, en consonancia con la desaceleración de la actividad. La inflación a escala mundial repuntó ligeramente en el primer trimestre, pero sigue siendo baja, como consecuencia de la contenida evolución de los precios de la energía y de la persistente debilidad económica.

I.1 ACTIVIDAD ECONÓMICA Y COMERCIO MUNDIALES

La actividad económica mundial continúa recuperándose de forma gradual, pese a la ligera debilidad observada en el primer trimestre de 2014. Las estimaciones provisionales para el primer trimestre sugieren que el crecimiento del PIB en los países del G-20, excluida la zona del euro, se situó en el 0,7%, en tasa intertrimestral, cifra ligeramente inferior a la del segundo semestre de 2013, aunque se mantienen las divergencias entre países (véase cuadro 1). Algunos factores transitorios, especialmente las temperaturas inusualmente frías del pasado invierno en Estados Unidos y el cierre de las instalaciones de industria pesada en China para limitar la contaminación del aire, afectaron negativamente al consumo y a la inversión en estos países, mientras que en Japón el aumento anticipado del impuesto sobre el consumo el 1 de abril de 2014 se tradujo en un adelanto del consumo y en un crecimiento más sólido del PIB en el primer trimestre del año. En el Reino Unido, la actividad económica ha seguido siendo robusta, respaldada por la sólida demanda interna. En lo que respecta a otros países, las tensiones geopolíticas

Cuadro 1 Crecimiento del PIB real en algunas economías

	Tasas de crecimiento interanual					Tasas de crecimiento intertrimestral		
	2012	2013	2013 III	2013 IV	2014 I	2013 III	2013 IV	2014 I
G-20 ¹⁾	2,9	2,8	3,1	3,3	3,4	1,0	0,8	0,6
G-20 excluida la zona del euro ¹⁾	3,6	3,4	3,8	3,9	3,9	1,2	0,9	0,7
Estados Unidos	2,8	1,9	2,0	2,6	2,0	1,0	0,7	-0,2
Japón	1,4	1,6	2,5	2,5	2,7	0,3	0,1	1,5
Reino Unido	0,3	1,7	1,8	2,7	3,1	0,8	0,7	0,8
Dinamarca	-0,4	0,4	0,9	0,5	1,5	0,3	-0,5	0,9
Suecia	1,3	1,6	0,6	3,0	1,8	0,3	1,6	-0,1
Suiza	1,0	2,0	2,1	1,9	1,7	0,5	0,2	0,5
Brasil	1,0	2,5	2,4	2,2	1,9	-0,3	0,4	0,2
China	7,7	7,7	7,8	7,7	7,4	2,3	1,7	1,4
India	4,9	4,7	5,2	4,4	6,1	2,0	1,2	2,0
Rusia ²⁾	3,4	1,3	1,3	2,0	0,9	0,6	0,9	-
Turquía	2,1	4,0	4,3	4,4	-	0,8	0,5	-
Polonia	2,1	1,6	2,0	2,5	3,5	0,8	0,7	1,1
República Checa	-0,9	-0,9	-1,0	1,1	2,5	0,4	1,5	0,4
Hungría	-1,7	1,2	1,8	2,9	3,2	1,1	0,7	1,1

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

1) La cifra del primer trimestre de 2014 es una estimación basada en los últimos datos disponibles.

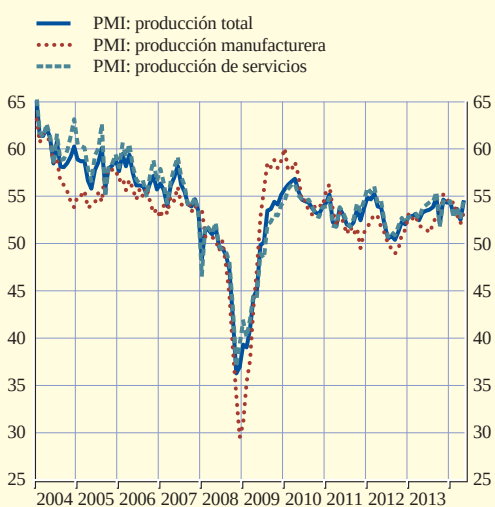
2) Para Rusia, no se dispone de la cifra desestacionalizada correspondiente al primer trimestre de 2014.

entre Rusia y Ucrania han afectado a las perspectivas de crecimiento a corto plazo de la región, aumentando la inquietud respecto a posibles consecuencias de mayor alcance para la economía mundial en el caso de que se produzca una escalada (véase recuadro 3 del artículo que se publica en este número del Boletín Mensual).

Los indicadores de opinión recientes sugieren una mejora de las perspectivas de la economía mundial en lo que resta de año, en un contexto de continua rotación del crecimiento entre regiones. Si bien el crecimiento se está afianzando en las economías avanzadas como consecuencia del aumento de la confianza, la mejora de los balances del sector privado y las políticas acomodaticias, las perspectivas en las economías emergentes siguen siendo más bien contenidas, ya que el debilitamiento de la demanda interna, las condiciones de financiación más restrictivas y, en el caso de algunas economías, la redirección de los flujos de capital y las incertidumbres políticas afectan a la actividad. Las condiciones de financiación a escala mundial se han mantenido, en general, estables y deberían continuar respaldando la recuperación. El índice PMI global de producción de manufacturas y servicios, excluida la zona del euro, aumentó en mayo como resultado de la significativa mejora de los índices correspondientes a Estados Unidos y a Japón. Este aumento refleja, en parte, la progresiva desaparición del impacto que tuvieron las distorsiones temporales antes mencionadas en la actividad económica de Estados Unidos, lo que sugiere un renovado impulso para la economía mundial en su conjunto en el segundo trimestre del año (véase gráfico 1). Al mismo tiempo, el indicador sintético adelantado de la OCDE de marzo de 2014 y el indicador de clima económico mundial del Ifo, correspondiente al segundo trimestre de 2014 son coherentes con la opinión de que la recuperación mundial será muy gradual y desigual (véase gráfico 2).

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

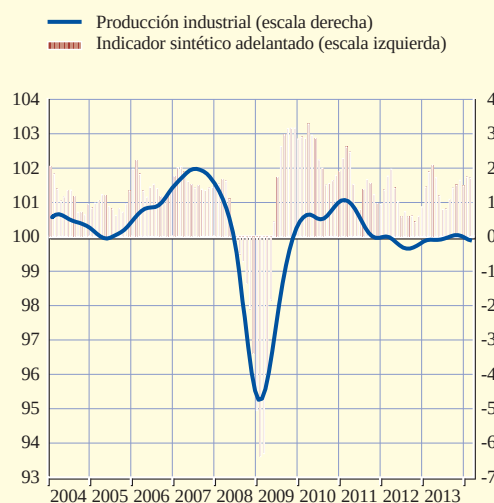
(datos mensuales desestacionalizados)



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.

Tras repuntar en el segundo semestre de 2013, el comercio mundial perdió impulso en el primer trimestre de 2014 en un contexto de desaceleración de la actividad mundial. Según el CPB Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis, el volumen de las importaciones mundiales de bienes se redujo ligeramente (un 0,1% en tasa intertrimestral) en el primer trimestre de 2014, frente al 1,3% registrado en el último trimestre de 2013, cifra muy inferior a las medias de largo plazo. La caída registrada en el primer trimestre de 2014, en línea con el patrón de desaceleración del crecimiento del comercio mundial observado desde diciembre de 2013, se concentró en las economías emergentes y fue desencadenada por las significativas caídas registradas en Asia y en Europa Central y Oriental. En las economías avanzadas, el impulso negativo en Estados Unidos se compensó con un fuerte incremento de las importaciones de Japón, que posiblemente tuvo su origen en el adelanto del consumo en anticipación al aumento del impuesto sobre las ventas a partir del 1 de abril. No obstante, el índice PMI global de nuevos pedidos exteriores del sector manufacturero repuntó en mayo de 2014, mostrando ciertas señales de estabilización del comercio mundial en el segundo trimestre del año.

De cara al futuro, según las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema en junio de 2014 (véase el artículo publicado en este número del Boletín Mensual), se prevé que la actividad mundial se fortalezca gradualmente durante el horizonte de las proyecciones, pero la recuperación probablemente seguirá siendo débil. A las economías avanzadas debería beneficiarles la reducción de los obstáculos, a medida que la progresiva desaparición del desapalancamiento del sector privado y la consolidación fiscal estimulen la confianza y respalden la demanda interna, y los mercados de trabajo mejoren lentamente. El fortalecimiento de la demanda externa en las economías avanzadas debería favorecer las exportaciones en las economías emergentes, compensando, en parte, las restricciones impuestas al crecimiento por los impedimentos estructurales, reequilibrando posiblemente las necesidades y el ajuste a las perspectivas de una normalización de la política monetaria en Estados Unidos. En general, el perfil de crecimiento mundial es ligeramente más débil en el corto plazo, pero no varía a más largo plazo en comparación con las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE en marzo de 2014.

Cuadro 2 Evolución de los precios en algunas economías

(tasas de variación interanual)

	2012	2013	2013 Dic	2014 Ene	2014 Feb	2014 Mar	2014 Abr	2014 May
OCDE	2,3	1,6	1,6	1,7	1,4	1,6	2,0	-
Estados Unidos	2,1	1,5	1,5	1,6	1,1	1,5	2,0	-
Japón	0,0	0,4	1,6	1,4	1,5	1,6	3,4	-
Reino Unido	2,8	2,6	2,0	1,9	1,7	1,6	1,8	-
Dinamarca	2,4	0,5	0,4	0,8	0,3	0,2	0,5	-
Suecia	0,9	0,4	0,4	0,2	0,1	-0,4	0,3	-
Suiza	-0,7	-0,2	0,1	0,1	-0,1	-0,1	0,2	-
Brasil	5,4	6,2	5,9	5,6	5,7	6,2	6,3	-
China	2,6	2,6	2,5	2,5	2,0	2,4	1,8	-
India	9,7	10,1	9,9	8,8	8,0	8,3	8,6	-
Rusia	5,1	6,8	6,5	6,0	6,2	6,9	7,3	7,6
Turquía	8,9	7,5	7,4	7,8	7,9	8,4	9,4	9,7
Polonia	3,7	0,8	0,6	0,6	0,7	0,6	0,3	-
República Checa	3,5	1,4	1,5	0,3	0,3	0,3	0,2	-
Hungría	5,7	1,7	0,6	0,8	0,3	0,2	-0,2	-
Pro memoria:								
OCDE, excluidos energía y alimentos	1,8	1,6	1,6	1,6	1,6	1,7	2,0	-

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

Las perspectivas mundiales siguen estando sujetas a riesgos a la baja. Los riesgos geopolíticos, así como la evolución de las economías emergentes y de los mercados financieros mundiales podrían afectar negativamente a la situación económica.

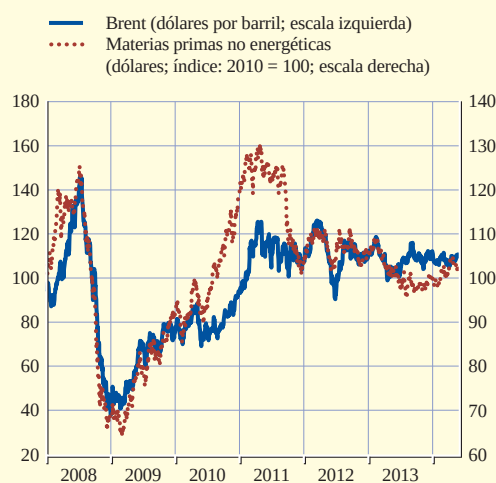
1.2 EVOLUCIÓN MUNDIAL DE LOS PRECIOS

La inflación a escala mundial sigue siendo reducida en comparación con las medias históricas, como consecuencia de la contenida evolución de los precios de la energía y de la abundante capacidad productiva sin utilizar. Tras un descenso en el último trimestre de 2013, la inflación general medida por los precios de consumo repuntó ligeramente en los países de la OCDE en el primer trimestre de 2014. La tendencia alcista continuó al comienzo del segundo trimestre cuando la inflación interanual medida por los precios de consumo se situó en el 2 % en abril, frente al 1,6 % de marzo, como resultado de los aumentos registrados en todos los componentes. Excluidos la energía y los alimentos, la tasa de inflación interanual de la OCDE también aumentó hasta el 2 % en abril. El repunte de la inflación fue evidente en la mayoría de las economías avanzadas y emergentes, salvo en China, probablemente la excepción más notable (véase cuadro 2). De cara al futuro, se prevé que la inflación a escala mundial siga estando contenida, especialmente en las economías avanzadas, en un contexto de moderación de los precios de las materias primas y de persistencia de la capacidad productiva sin utilizar. Aunque la inflación general se sitúa ahora por debajo de los niveles fijados como objetivo por los bancos centrales en la mayoría de las economías avanzadas, a juzgar por los datos de las encuestas de opinión y los indicadores de los mercados financieros, las expectativas de inflación a medio y largo plazo se han mantenido ancladas.

En las expectativas de inflación a nivel mundial influye notablemente la evolución de los precios de las materias primas y, especialmente, la de los precios de la energía. Los precios del Brent se han mantenido relativamente estables en torno a los 106-111 dólares estadounidenses el barril en los dos últimos meses (véase gráfico 3). El 4 de junio, el precio del barril de Brent se situaba en 109 dólares estadounidenses, es decir, alrededor de un 7 % por encima del nivel registrado hace un año. La estabilidad sostenida de los precios del Brent tiene su origen en la interacción de factores de demanda y de oferta. El aumento de la demanda de petróleo sigue siendo lento, según la Agencia Internacional de la Energía, en consonancia con el moderado crecimiento mundial. Por otra parte, los conflictos políticos y los problemas técnicos continúan afectando a la producción de petróleo, tanto en los países de la OPEP como en otros países, aunque la oferta mundial se recuperó en abril con respecto a los bajos niveles observados en marzo. De cara al futuro, los participantes en los mercados de petróleo esperan precios 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 descendieron, en promedio, en mayo, reflejando los precios más bajos de los alimentos. Como resultado de las condiciones meteorológicas más

Gráfico 3 Evolución de los precios de las materias primas



Fuentes: Bloomberg y HWWI.

favorables, la caída de los precios del trigo y del café en particular compensó, en parte, los incrementos de los precios de los alimentos observados en abril. En términos agregados, el índice de precios de las materias primas no energéticas (denominado en dólares estadounidenses) se sitúa actualmente en torno a un 1,3 % por encima del nivel registrado hace un año.

1.3 EVOLUCIÓN EN ALGUNAS ECONOMÍAS

ESTADOS UNIDOS

En Estados Unidos, el PIB real se contrajo en el primer trimestre de 2014, tras un repunte de la actividad en el segundo semestre de 2013. Esta ha sido la primera tasa de crecimiento intertrimestral negativa registrada en tres años y refleja, en gran medida, las condiciones climatológicas inusualmente extremas que deprimieron la actividad económica (véase cuadro 1). La segunda estimación de la Oficina de Análisis Económico (Bureau of Economic Analysis) indica que el PIB real decreció a una tasa anualizada del 1 % (–0,2 % en tasa intertrimestral), tras el crecimiento del 2,6 % (0,7 % en tasa intertrimestral) del cuarto trimestre de 2013. El PIB real se revisó a la baja, con respecto al incremento del 0,1 % presentado en la primera estimación, debido a una mayor contribución negativa de las existencias y de la demanda exterior neta, que se compensó, en parte, con una menor reducción de la inversión privada en capital fijo. La contracción registrada en el primer trimestre de 2014 en comparación con el trimestre anterior refleja, principalmente, una contribución negativa al crecimiento de la acumulación de existencias y una caída de las exportaciones, así como un retroceso de la inversión privada en capital fijo. El hecho de que el gasto en consumo personal haya mostrado una relativa capacidad de resistencia y que el gasto público se haya reducido a un ritmo más lento que en el trimestre anterior añade una nota positiva a la información.

Los indicadores disponibles para el segundo trimestre son coherentes con una aceleración del crecimiento. Se espera que el consumo privado siga siendo robusto, como lo evidencian la solidez de las ventas del comercio al por menor y la mejora de la confianza de los consumidores. La recuperación sostenida del mercado de trabajo es otro factor importante que respalda el consumo privado en el corto plazo. Por el lado de la oferta, los recientes aumentos de la producción industrial y de los pedidos de fábrica también sugieren una recuperación de la actividad en el segundo trimestre, en consonancia con los indicadores de opinión de las empresas correspondientes a mayo. Por otra parte, parecen haberse intensificado los riesgos a la baja para la inversión residencial, asociados a la persistente debilidad de algunos indicadores de la vivienda, a pesar de algunas señales recientes de que podría haberse alcanzado un punto de inflexión. Por ejemplo, los criterios de aprobación de préstamos hipotecarios siguen siendo estrictos y tanto las viviendas iniciadas como las ventas de viviendas, pese a algunas señales de recuperación observadas en abril, han perdido cierto impulso en los últimos meses. De cara al futuro, se espera que la recuperación se acelere en el segundo semestre del año, como consecuencia de una moderación de la presión fiscal, de la favorable situación financiera, del mantenimiento de la política monetaria acomodaticia y de una gradual recuperación de los mercados de trabajo y de la vivienda. Además, la desaparición de la presión a la baja del desapalancamiento de los balances de los hogares, y los incrementos de la riqueza de las familias deberían favorecer la recuperación del consumo privado.

La inflación interanual medida por el IPC aumentó hasta el 2 % en abril de 2014, desde el 1,5 % registrado en marzo, principalmente como resultado de una subida de los precios de la energía y de un incremento sostenido de los precios de los alimentos. La inflación interanual, excluidos la energía y los alimentos, aumentó hasta el 1,8 % en abril, desde el 1,7 % de marzo. Aunque la inflación interanual medida por el IPC se elevó de forma acusada en abril, hay que tener presente que en esta cifra influyeron los fuertes efectos de base interanuales del componente energético que se prevé que desaparezcan en los próximos

meses. De cara al futuro, se espera que la abundante capacidad productiva sin utilizar mantenga las presiones inflacionistas subyacentes en niveles reducidos.

En el contexto de una mejora general de las perspectivas económicas, en su reunión de 30 de abril de 2014, el Comité de Operaciones de Mercado Abierto de la Reserva Federal anunció que reduciría el ritmo de sus compras mensuales de activos en otros 10 mm de dólares, hasta 45 mm de dólares, a partir de mayo. La reducción afecta por igual a las compras de bonos de titulización hipotecaria (que pasarían de 25 mm de dólares a 20 mm de dólares) y a las compras de valores de Tesoro a más largo plazo (de 30 mm dólares a 25 mm de dólares). El Comité reafirmó que, para determinar hasta cuándo mantendría la banda del 0% al 0,25% fijada como objetivo para el tipo de interés de los fondos federales, «tendría en cuenta una amplia gama de indicadores, incluidos los relativos a las condiciones del mercado de trabajo, las presiones inflacionistas y las expectativas de inflación, así como las cifras sobre evolución financiera».

JAPÓN

La desaceleración de la actividad económica en el segundo semestre de 2013 se revirtió en el primer trimestre de 2014, con un crecimiento del PIB del 1,5%, en tasa intertrimestral, según la primera estimación provisional de la Oficina Económica del Gobierno. Esta aceleración sobrepasó las expectativas de los mercados y estuvo determinada por el consumo privado, ya que se produjo un adelanto del gasto anticipándose a la subida del impuesto sobre el consumo prevista a partir del 1 de abril. Las importaciones y las exportaciones también registraron fuertes aumentos en tasa intertrimestral del 6,3% y del 6%, respectivamente, pero ello coincidió con una reclasificación de la forma en que se registran. No obstante, parte del aumento de las importaciones refleja también el adelanto del gasto privado en anticipación a la subida del impuesto sobre el consumo. Tras el incremento del PIB en el primer trimestre, se prevé una contracción del producto en el segundo trimestre, inducida por los niveles más reducidos de consumo privado al reequilibrarse el gasto. Los datos más recientes, tanto cuantitativos como cualitativos, son coherentes con esta perspectiva. Las ventas del comercio al por menor se redujeron de forma acusada en abril, un 4,4% en tasa interanual. Aunque el índice PMI del sector manufacturero aumentó ligeramente en mayo, permanece muy por debajo de las cifras más robustas registradas en los dos trimestres anteriores. Para el segundo semestre de 2014 se espera un retorno a niveles de crecimiento más moderados.

La inflación interanual medida por el IPC registró un fuerte aumento, hasta el 3,4% en abril, desde el 1,6% registrado en marzo, mientras que el IPC excluidos los alimentos, las bebidas y la energía se incrementó 1,6 puntos porcentuales hasta el 2,3% en abril. El repunte de la inflación en abril se debió al aumento del impuesto sobre el consumo, que pasó del 5% al 8% a partir del 1 de abril. El Banco de Japón ha estimado que, una vez tenidas en cuenta las medidas transitorias, la transmisión total de la subida del impuesto sobre el consumo contribuyó 1,9 puntos porcentuales al incremento de la inflación medida por el IPC en abril. Al mismo tiempo, las expectativas de inflación a largo plazo, medidas por la encuesta QUICK, se mantuvieron estables en el 1,5% en mayo.

En su reunión de 21 de mayo de 2014, el Banco de Japón mantuvo sin variación los objetivos establecidos para la base monetaria.

REINO UNIDO

En el Reino Unido, el sólido crecimiento económico observado durante todo 2013 ha continuado en 2014. El PIB real creció a una tasa intertrimestral del 0,8% en el primer trimestre de 2014. El crecimiento se ha visto impulsado por la solidez de la demanda interna que, a su vez, refleja las mejoras en el empleo, las bajas tasas de inflación y el impulso sostenido de la inversión. Varios indicadores de actividad y confianza han seguido mejorando y sugieren que el sólido ritmo de la expansión se mantuvo en el segundo trimestre

del año. No obstante, a medio plazo, la relativa debilidad de las ganancias de productividad, sumada a la necesidad de ajustar los balances del sector público y del sector privado, podría limitar el crecimiento del producto durante algún tiempo. La solidez del crecimiento del producto ha venido acompañada de mejoras en el mercado de trabajo, habiéndose registrado un nuevo descenso del desempleo, hasta el 6,8 %, en los tres meses transcurridos hasta marzo de 2014.

Como consecuencia de efectos estacionales relacionados con las fechas de la Semana Santa, la inflación interanual medida por el IPC se incrementó en 0,2 puntos porcentuales, hasta el 1,8 % en abril de 2014, pero se mantuvo por debajo del objetivo del 2 % establecido por el banco central. De cara al futuro, es probable que las presiones inflacionistas continúen estando contenidas durante algún tiempo, en vista de la capacidad productiva no utilizada existente en la economía y de los efectos retardados de la reciente apreciación de la libra esterlina. En su reunión de 5 de junio de 2014, 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, la actividad económica experimentó una moderada contracción a comienzos de 2014, a una tasa del 0,1 %, tras el crecimiento sorprendentemente alto registrado en el cuarto trimestre del año pasado. En Dinamarca, la actividad económica fue robusta a comienzos de 2014, registrándose un crecimiento del 0,9 %, en tasa intertrimestral, tras los débiles resultados obtenidos a finales del pasado año. Esta dinámica es atribuible, principalmente, a la demanda interna en ambos países. De cara al futuro, en el conjunto de 2014, el crecimiento del PIB real probablemente cobrará fuerza tanto en Suecia como en Dinamarca. Por lo que respecta a la evolución de los precios, la inflación medida por el IAPC ha seguido siendo, en general, moderada en los últimos meses, situándose, en abril, en el 0,5 % en Dinamarca y en el 0,3 % en Suecia.

En los Estados miembros más grandes de Europa Central y Oriental (PECO), ha continuado la recuperación de la actividad económica. Según los datos preliminares, el PIB real registró un fuerte aumento en el primer trimestre de 2014 en Polonia y Hungría, creciendo a una tasa intertrimestral del 1,1 %, mientras que en la República Checa y Rumanía, se mantuvo prácticamente sin variación. De cara al futuro, la recuperación económica en estos países probablemente continuará fortaleciéndose en 2014, respaldada cada vez más por la demanda interna. Pese a los riesgos asociados a las posibles tensiones geopolíticas en la región, es probable que las exportaciones registren unos buenos resultados, como consecuencia del impacto de varios proyectos de inversión extranjera directa que se espera que alcancen su plena capacidad en 2014. En los últimos meses, la inflación interanual medida por el IAPC ha seguido reduciéndose en las economías más grandes de este grupo, registrando mínimos históricos en varios países. La inflación se ha moderado gracias a las reducidas tasas de variación de los precios de la energía y de los alimentos, a la desaparición de los efectos de base de anteriores aumentos (o, más recientemente, de las reducciones) de los impuestos indirectos y los precios administrados, y a la moderación de las presiones de costes internas. De cara al futuro, es probable que la inflación registre una moderada aceleración en un contexto de reducción de las brechas de producción y de aumento de la inflación importada.

En Turquía el crecimiento siguió desacelerándose en el cuarto trimestre de 2013, cayendo hasta el 0,5 % en tasa intertrimestral, pero continuó siendo comparativamente fuerte, a pesar del entorno de financiación, tanto interno como externo, menos favorable. Los indicadores económicos disponibles para 2014 apuntan a un enfriamiento de la actividad, reflejo del endurecimiento de la política monetaria y de las condiciones de los créditos al por menor, así como de la intensificación de las tensiones políticas antes de las elecciones locales; al mismo tiempo, la demanda externa probablemente ha respaldado el producto en el primer trimestre de 2014. Pese a que el banco central elevó el tipo de interés oficial en enero, la

inflación interanual medida por el IPC ha registrado un nuevo aumento y sigue situándose muy por encima del objetivo fijado por el banco central como consecuencia de la transmisión de la depreciación de la lira, las elevadas expectativas de inflación y la negativa evolución de los precios de los alimentos.

En Rusia, el crecimiento en el cuarto trimestre de 2013 fue relativamente sólido (0,9% en tasa intertrimestral), estimulado por una vigorosa expansión de las exportaciones, mientras que las importaciones se contrajeron como resultado de la debilidad de la demanda interna. En el primer trimestre de 2014, las repercusiones de la crisis de Ucrania podrían haber afectado sustancialmente a la actividad, ya que el repetido endurecimiento de la política monetaria por parte del banco central y el repunte de las salidas de capital han elevado el coste de la financiación para los hogares y las empresas. Al mismo tiempo, la intensificación de la incertidumbre y los riesgos políticos podrían haber tenido un impacto negativo en las decisiones de inversión y consumo. En un contexto de significativa depreciación del rublo desde el segundo semestre de 2013, la inflación aumentó en el primer trimestre de 2014 por encima del objetivo establecido por el banco central.

ECONOMÍAS EMERGENTES DE ASIA

En China, el crecimiento continuó la tendencia descendente observada desde finales del año pasado. En el primer trimestre de 2014, el crecimiento del PIB real se redujo hasta el 7,4%, en tasa interanual, desde el 7,7% del trimestre anterior. En tasa intertrimestral, el crecimiento se redujo hasta el 1,4%, desde el 1,7% del trimestre precedente, debido a factores transitorios y a la debilidad de la inversión, en particular, en el sector de la vivienda. De cara al futuro, el ritmo de crecimiento debería afianzarse como consecuencia del fortalecimiento de la demanda externa de las economías avanzadas y de las discretas medidas de estímulo fiscal y monetario. Las autoridades siguieron insistiendo en que China se encamina por una senda de crecimiento más lento pero más sostenible y que las expectativas de crecimiento deben adaptarse en consecuencia.

Las presiones inflacionistas continúan siendo moderadas y la inflación interanual, medida por el IPC, sigue fluctuando en torno al 2%, mientras que, medida por el IPRI, se mantiene en valores negativos. El crecimiento del crédito continúa desacelerándose, en particular por los menores volúmenes de préstamos a corto plazo y de préstamos no bancarios, lo que sugiere que la calidad del crédito podría estar mejorando. El comercio exterior se está estabilizando en cifras interanuales, tras la drástica caída registrada en meses anteriores del año en curso. Como resultado, el superávit comercial se ha recuperado ligeramente, pero sigue siendo reducido desde una perspectiva histórica.

Por lo que respecta a otras economías emergentes de Asia, tras un repunte en el segundo semestre del pasado año, el crecimiento en la región se moderó a comienzos de 2014, ya que el menor crecimiento de la economía china tuvo efectos adversos, especialmente en otras economías asiáticas con las que China mantiene lazos económicos y financieros estrechos. No obstante, las perspectivas están mejorando en India y en otras economías emergentes de Asia que han emprendido reformas y han reducido los desequilibrios. Por consiguiente, la perspectiva de una recuperación económica sigue siendo firme, especialmente para las economías orientadas a la exportación, que se beneficiarán de la gradual aceleración de la demanda en las economías avanzadas.

Examinando con más detalle la evolución de algunas economías se observa que, en India, el crecimiento fue, en general, débil en 2013, pero se recuperó en el primer trimestre de 2014 hasta el 6,1%, impulsado por el gasto. Este incremento del PIB estuvo determinado por un repunte del consumo, aunque las exportaciones también han seguido siendo sólidas, como consecuencia de las ganancias de competitividad y del aumento de la demanda de las economías avanzadas. Al mismo tiempo, las importaciones fueron débiles, debido a las restricciones impuestas a las importaciones de oro, lo que dio lugar a mejoras

significativas de la balanza por cuenta corriente. Los precios descendieron con bastante rapidez y de forma generalizada en el primer trimestre de 2014, pero los precios más altos de los alimentos y un repunte de la actividad podrían dar lugar a presiones al alza. La economía de Indonesia creció un 1 % en el primer trimestre de 2014, cifra significativamente inferior al 1,5 % registrado en el cuarto trimestre de 2013. Esta desaceleración se debió, principalmente, al debilitamiento de las exportaciones y de la demanda interna, ya que los aumentos de los tipos de interés, que ascendieron a 175 puntos básicos en el transcurso de 2013, comenzaron a afectar a la inversión. Los precios más bajos del petróleo y la debilidad de la demanda dieron lugar a una nueva caída de la inflación medida por el IPC, que se redujo hasta el 7,3 % en abril, pero sigue situándose notablemente por encima de la banda establecida como objetivo (3,5 % al 5,5 %). En Corea, la solidez de la inversión y de las exportaciones continuó respaldando el crecimiento del PIB, que se situó en el 0,9 % en el primer trimestre de 2014. El crecimiento más sólido se está traduciendo en una mayor inflación, que aumentó hasta el 1,5 % en abril de 2014, pero sigue situándose por debajo de la banda del 2 % al 4 % fijada como objetivo por el Banco de Corea.

ORIENTE MEDIO Y ÁFRICA

El crecimiento en los países de Oriente Medio continuó siendo dispar hacia finales de 2013 y a principios de 2014. Las economías exportadoras de petróleo siguieron registrando una sólida expansión de la actividad, mientras que, en algunos lugares de la región afectados por la primavera árabe, la producción se vio frenada por la persistencia de las tensiones políticas y la agitación social, que retrasaron la implementación de políticas conducentes a un mayor crecimiento, así como una recuperación más vigorosa del gasto del sector privado. En el África subsahariana el crecimiento ha seguido siendo sólido, respaldado por una moderada recuperación de la actividad en Nigeria y en Sudáfrica y por la inversión en infraestructura y en industrias extractivas.

AMÉRICA LATINA

En América Latina, la actividad económica cobró cierto impulso hacia finales de 2013, pero siguió siendo débil en los primeros meses de 2014, observándose grandes diferencias entre las principales economías de la región. Las restricciones por el lado de la oferta y el limitado margen de maniobra para aplicar medidas de política anticíclicas en un entorno de elevada inflación están frenando el crecimiento del producto en Brasil, mientras que el aumento de los desequilibrios internos y las presiones del tipo de cambio están afectando a la confianza y al desempeño económico en Argentina. Por el contrario, en México la actividad económica se está beneficiando de un repunte de la demanda externa, en particular de Estados Unidos, y de la normalización del gasto público, en la medida en que van desapareciendo los factores transitorios que deprimieron la demanda el pasado año. De cara al futuro, se prevé una gradual recuperación del crecimiento en 2014, respaldada por la mejora de la demanda global, aunque se mantendrá por debajo de la tendencia histórica.

En Brasil, el crecimiento del PIB real experimentó una desaceleración en el primer trimestre de 2014, pasando del 0,4 %, en tasa intertrimestral, de los tres meses anteriores, al 0,2 %. La desaceleración reflejó el descenso de la demanda interna y la contribución negativa de la demanda exterior neta, que se compensaron, en parte, con una elevada acumulación de existencias. Pese a las moderadas tasas de crecimiento, las presiones inflacionistas se han vuelto a intensificar en los últimos meses, como consecuencia, en cierta medida, de una perturbación de oferta de los alimentos motivada por una grave sequía en el sur del país, que afectó a las cosechas y provocó una subida de los precios de los alimentos. Este factor, sumado a las elevadas expectativas de inflación hizo que el banco central incrementase de nuevo el tipo de interés oficial, en 25 puntos básicos hasta el 11 %, en abril. No obstante, la institución decidió en mayo poner fin al ciclo de endurecimiento manteniendo sin variación el tipo de interés oficial tras un aumento acumulado de 375 puntos básicos desde abril de 2013. En México,

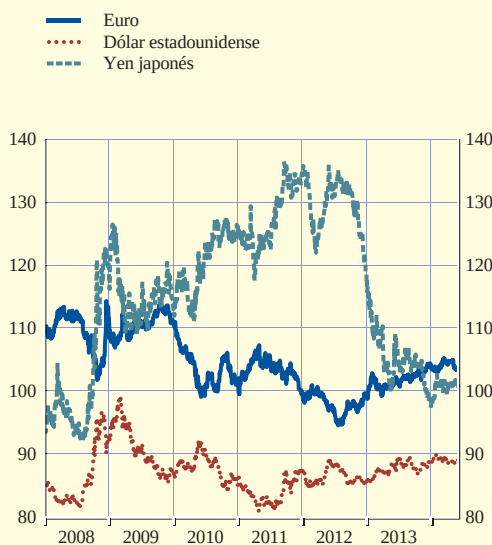
el crecimiento del PIB real registró una aceleración en el primer trimestre de 2014, hasta el 0,3 % en tasa intertrimestral, frente al 0,1 % del trimestre anterior. Por el lado de la oferta, el repunte del crecimiento reflejó algunas mejoras en las actividades de la industria y de los servicios, mientras que en el sector agrícola se produjo un estancamiento. En Argentina, el crecimiento siguió reduciéndose de forma acusada en el primer trimestre de 2014, como lo sugiere el indicador de actividad económica, que se contrajo un 0,7 % en tasa intertrimestral. La elevada inflación está erosionando el poder adquisitivo de los consumidores, mientras que las medidas de ajuste adoptadas para restablecer la estabilidad macroeconómica en el país, sumadas a unos niveles de confianza históricamente bajos, están deprimiendo el crecimiento.

1.4 TIPOS DE CAMBIO

Desde comienzos de marzo hasta el 4 de junio de 2014, el euro se depreció ligeramente frente a las monedas de la mayoría de los principales socios comerciales de la zona del euro. En un entorno de volatilidad reducida en general, los movimientos de los tipos de cambio guardaron relación, en gran medida, con la evolución de las expectativas respecto a la trayectoria de la política monetaria, y 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 4 de junio de 2014, el tipo de cambio efectivo del euro, medido frente a las monedas de 20 de los socios comerciales más importantes de la zona del euro se situaba un 0,6 % por debajo del nivel registrado a comienzos de marzo, aunque un 2,3 % 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)

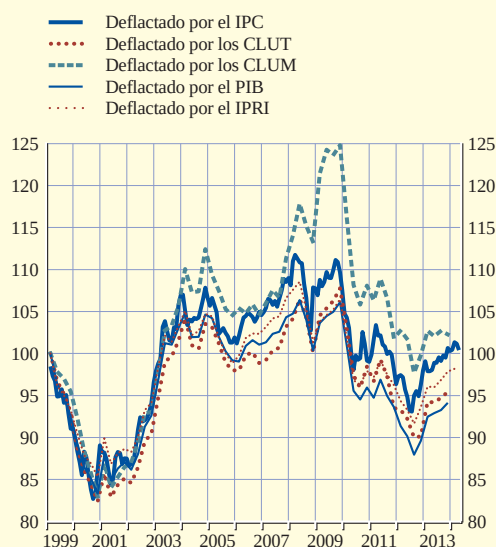


Fuente: BCE.

Nota: El tipo de cambio efectivo nominal del euro se calcula frente a las monedas de 20 de los socios comerciales más importantes de la zona del euro. Los tipos de cambio efectivos nominales del dólar estadounidense y del yen japonés se calculan frente a las monedas de 39 de los socios comerciales más importantes de Estados Unidos y Japón.

Gráfico 5 Tipos de cambio efectivos reales del euro

(datos mensuales/trimestrales; índice: 1 1999 = 100)



Fuente: BCE.

Nota: Los tipos de cambio efectivos reales del euro se calculan frente a las monedas de 20 de los socios comerciales más importantes de la zona del euro.

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-20)	Variación del tipo de cambio efectivo del euro a 4 de junio de 2014 con respecto al	
		3 de marzo de 2014	4 de junio de 2013
TCE-20		-0,6	2,3
Renminbi chino	18,7	0,7	6,2
Dólar estadounidense	16,8	-1,0	4,1
Libra esterlina	14,8	-1,2	-5,0
Yen japonés	7,2	0,2	6,5
Franco suizo	6,4	0,6	-1,6
Esloti polaco	6,2	-1,1	-2,2
Corona checa	5,0	0,4	6,5
Corona sueca	4,7	2,4	5,9
Won coreano	3,9	-5,1	-4,8
Forinto húngaro	3,2	-2,3	4,8
Corona danesa	2,6	0,0	0,1
Leu rumano	2,0	-2,5	0,2
Kuna croata	0,6	-1,1	0,4

Fuente: BCE.

Nota: El tipo de cambio efectivo nominal se calcula frente a las monedas de 20 de los socios comerciales más importantes de la zona del euro.

Los movimientos contenidos del tipo de cambio efectivo reflejan la volatilidad relativamente baja de los tipos de cambio bilaterales del euro durante ese período. En términos bilaterales, en los tres últimos meses el euro se ha debilitado frente al dólar estadounidense (un 1 %) y la libra esterlina (un 1,2 %), y se ha apreciado ligeramente frente al yen japonés (un 0,2 %). Durante el período considerado, el euro se depreció también frente a las monedas de los países exportadores de materias primas, así como frente a las de las economías emergentes de Asia, con la excepción del renminbi chino, frente al que se apreció un 0,7 %.

Por lo que se refiere a las monedas de los restantes Estados miembros de la UE no pertenecientes a la zona del euro, el tipo de cambio del euro se depreció en la mayoría de los casos: frente al leu rumano (un 2,5 %), el forinto húngaro (un 2,3 %), el esloti polaco (un 1,1 %) y la kuna croata (1,1 %). Al mismo tiempo, se apreció frente a la corona sueca (un 2,4 %) y, en menor medida, frente a la corona checa (un 0,4 %). La litas lituana y la corona danesa, 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 niveles próximos 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 mayo de 2014, el tipo de cambio efectivo real del euro basado en los precios de consumo se situaba un 2,4 % por encima del nivel registrado un año antes (véase gráfico 5). Este aumento refleja la apreciación nominal del euro durante el mismo período, 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.

2 EVOLUCIÓN MONETARIA Y FINANCIERA

2.1 DINERO Y CRÉDITO DE LAS IFM

La información disponible para el primer trimestre y abril de 2014 confirma la debilidad subyacente del crecimiento monetario y crediticio. El crecimiento interanual de M3 registró una moderación adicional, reflejando la menor preferencia del sector tenedor de dinero por la liquidez monetaria, con un desplazamiento de fondos hacia activos mejor remunerados no incluidos en el agregado monetario amplio. El crédito al sector privado no financiero mantuvo su debilidad en los cuatro primeros meses de 2014, con un crecimiento estable, aunque contenido, de los préstamos a hogares y nuevas amortizaciones netas de préstamos a sociedades no financieras. La acumulación de activos exteriores netos por parte de las IFM continuó siendo la principal fuente de creación de dinero en la zona del euro en el primer trimestre de 2014, aunque en abril el flujo de entrada mensual fue solo moderado. No hay señales fuertes de que la tendencia general al desapalancamiento haya comenzado a estabilizarse, ya que los principales activos de las IFM siguieron reduciéndose en el primer cuatrimestre de 2014, con un ritmo de caída básicamente igual al de los últimos meses.

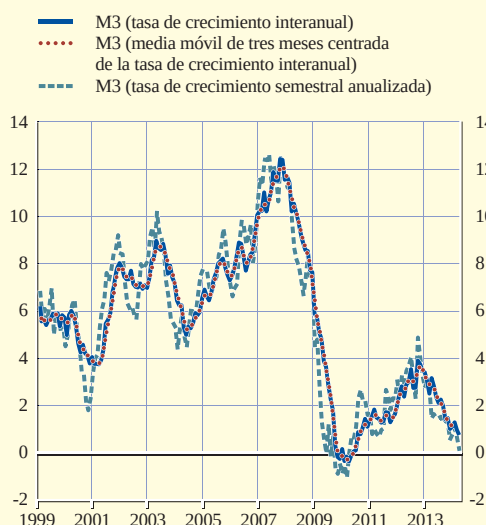
El crecimiento interanual de M3 registró una moderación adicional en marzo y abril de 2014, tras haberse recuperado ligeramente a principios del año. La tasa de crecimiento interanual de M3 se situó en el 0,8% en abril, lo que representa una caída con respecto al 1,5% del cuarto trimestre de 2013 y al 1,1% del primer trimestre de 2014 (véanse gráfico 6 y cuadro 4).

La evolución más reciente de M3 continúa reflejando la menor preferencia del sector tenedor de dinero por la liquidez monetaria en un contexto de búsqueda de rentabilidad. Por una parte, este sector prefiere mantener depósitos a la vista muy líquidos antes que otros depósitos a corto plazo e instrumentos negociables (lo que ha respaldado el sólido, aunque cada vez menor, crecimiento interanual de M1). Por otra parte, consideraciones de rentabilidad/riesgo también han llevado a los inversores a desplazar parte de sus activos hacia instrumentos menos líquidos y mejor remunerados no incluidos en M3, como los fondos de inversión.

Los préstamos a las Administraciones Públicas continuaron disminuyendo en el primer trimestre y en abril de 2014. Los préstamos al sector privado no financiero también volvieron a contraerse en el primer trimestre del año, aunque el ritmo de contracción cayó ligeramente en abril. La amortización neta de préstamos concedidos a las sociedades no financieras y la fragilidad del crecimiento del crédito a los hogares reflejaron una combinación de factores, como la persistente debilidad de la situación económica, la necesidad de desapalancamiento tras los excesos del pasado y las restricciones de crédito en algunos países de la zona del euro. Al mismo tiempo, los resultados de la encuesta sobre préstamos bancarios de abril de 2014 confirmaron la estabilización de las condiciones de concesión del crédito bancario a empresas y hogares de la zona del euro, con señales incipientes de relajación en el caso de algunos sectores prestatarios (véase recuadro 1 del Boletín Mensual de mayo de 2014).

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 ¹⁾	Tasas de crecimiento interanual					
		2013 II	2013 III	2013 IV	2014 I	2014 Mar	2014 Abr
M1	55,7	8,0	6,9	6,4	6,0	5,6	5,2
Efectivo en circulación	9,4	2,7	2,6	4,1	6,0	6,5	5,3
Depósitos a la vista	46,3	9,2	7,8	6,9	6,0	5,4	5,2
M2 - M1 (= otros depósitos a corto plazo)	38,4	0,2	0,3	-1,2	-2,4	-2,3	-2,3
Depósitos a plazo hasta dos años	16,9	-5,8	-5,0	-6,3	-6,8	-6,4	-6,0
Depósitos disponibles con preaviso hasta tres meses	21,5	5,8	5,0	3,3	1,4	1,1	0,7
M2	94,0	4,5	4,0	3,1	2,4	2,2	2,0
M3 - M2 (= instrumentos negociables)	6,0	-14,9	-17,2	-17,1	-13,9	-14,6	-15,2
M3	100,0	2,8	2,2	1,5	1,1	1,0	0,8
Crédito a residentes en la zona del euro		-0,1	-0,5	-1,2	-1,9	-2,2	-2,2
Crédito a las Administraciones Públicas		3,3	2,0	0,1	-0,2	-0,9	-0,9
Préstamos a las Administraciones Públicas		-2,6	-6,0	-6,7	-4,0	-3,1	-3,9
Crédito al sector privado		-1,0	-1,2	-1,6	-2,3	-2,5	-2,5
Préstamos al sector privado		-1,1	-1,9	-2,2	-2,2	-2,2	-1,8
Préstamos al sector privado ajustados de ventas y titulizaciones ²⁾		-0,6	-1,4	-1,8	-2,0	-2,0	-1,5
Pasivos financieros a más largo plazo (excluidos capital y reservas)		-4,6	-4,2	-3,6	-3,4	-3,3	-3,5

Fuente: BCE.

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

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

Dicha encuesta muestra asimismo que la demanda de préstamos puede haber comenzado a recuperarse tras años de contracción.

La acumulación de activos exteriores netos por parte de las IFM continuó siendo la principal fuente de creación de dinero en la zona del euro en el primer trimestre de 2014, aunque en abril el flujo de entrada mensual fue solo moderado. Al mismo tiempo, los pasivos financieros a más largo plazo de las IFM siguieron registrando salidas en los cuatro primeros meses de 2014.

Al continuar las presiones de desapalancamiento en el sistema bancario de la zona del euro, los principales activos de las IFM siguieron disminuyendo básicamente al mismo ritmo y registraron una contracción de 66 mm de euros en el primer cuatrimestre del año.

En conjunto, la evolución monetaria del período transcurrido hasta abril de 2014 confirma la debilidad del crecimiento monetario y crediticio en un entorno caracterizado por baja inflación, crecimiento moderado y tipos de interés extraordinariamente reducidos.

PRINCIPALES COMPONENTES DE M3

La moderación de la tasa de crecimiento interanual de M3 reflejó, principalmente, un descenso adicional de la contribución de los depósitos a la vista y de otros depósitos a corto plazo. El agregado monetario estrecho (M1) continuó siendo el principal motor del crecimiento de M3 en el primer trimestre y en abril (véase gráfico 7). La aportación de los instrumentos negociables (es decir, M3 menos M2) siguió siendo negativa, aunque algo menos que en el cuarto trimestre de 2013.

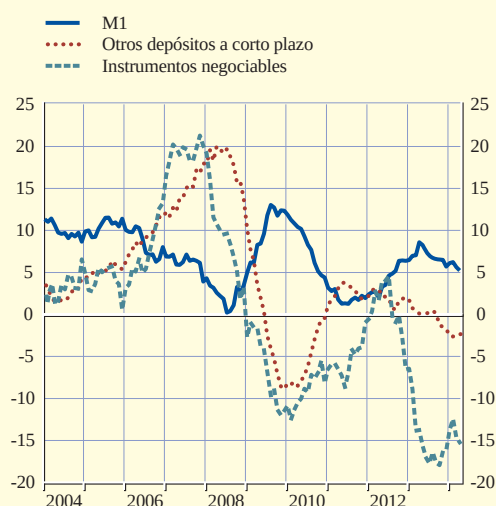
En cuanto a los componentes de M3, la tasa de crecimiento interanual de M1 experimentó una nueva moderación y se situó en el 6% en el primer trimestre de 2014 y en el 5,2% en abril, frente al 6,4% del cuarto trimestre de 2013 (véase cuadro 4). La desaceleración observada en el primer trimestre fue consecuencia de las menores entradas de fondos en depósitos a la vista, debido principalmente a la retirada de depósitos de intermediarios financieros no monetarios distintos de las empresas de seguros y fondos de pensiones (es decir, el sector de OIF), un componente altamente volátil de los depósitos a la vista. La tasa de crecimiento del efectivo en circulación aumentó en el primer trimestre de 2014, pero luego retrocedió en abril.

La tasa de crecimiento interanual de los depósitos a corto plazo distintos de los depósitos a la vista cayó desde el -1,2% en el cuarto trimestre de 2013 hasta el -2,4% en el primer trimestre de 2014, antes de estabilizarse, en general, en abril. Los depósitos a plazo hasta dos años continuaron registrando cuantiosas salidas de fondos en el primer trimestre, con una tasa de crecimiento interanual del -6,8% (frente al -6,3% del cuarto trimestre), mientras que la tasa de crecimiento interanual de los depósitos de ahorro a corto plazo (es decir, depósitos disponibles con preaviso hasta tres meses) se redujo significativamente, situándose en el 1,4% en el primer trimestre (frente al 3,3% del cuarto trimestre). Los depósitos a plazo hasta dos años experimentaron una contracción adicional y su tasa de crecimiento interanual se situó en el -6% en abril, mientras que la de los depósitos de ahorro a corto plazo fue del 0,7% en dicho mes. La evolución de estos tipos de inversión obedece sobre todo a su excepcionalmente baja rentabilidad en relación con otros instrumentos de inversión (véanse secciones 2.4 y 2.5).

La tasa de crecimiento interanual de los instrumentos negociables aumentó en el primer trimestre, aunque continuó situándose en un nivel muy negativo (el -13,9%), antes de seguir cayendo hasta el -15,2% en abril. El sector tenedor de dinero redujo nuevamente 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 se estabilizó en niveles muy bajos (el -33,1% en el primer trimestre, prácticamente sin variación con respecto al cuarto trimestre), antes de registrar un descenso adicional y situarse en el -38,8% en abril. Asimismo, la tasa de crecimiento interanual de las participaciones en fondos del mercado monetario fue del -9,4% en el primer trimestre y del -10,8% en abril, frente al -12,1% del cuarto trimestre. La tasa de crecimiento interanual de las cesiones temporales se situó en el -7,1% en el primer trimestre y en el -7,9% en abril, frente al -11,2% del cuarto trimestre. Las continuas salidas observadas en los fondos del mercado monetario se debieron, probablemente, a la búsqueda de rentabilidad por parte de los inversores, que siguieron reasignando sus fondos hacia otros tipos de inversión con mejores perspectivas de remuneración, ya que los niveles tan reducidos de los tipos de interés están restando atractivo a los instrumentos negociables incluidos en M3. En comparación, desde finales de 2012 las tasas de rentabilidad de los fondos de inversión han sido permanentemente positivas y relativamente elevadas (para más detalles, véase la sección 2.2). En paralelo, los fondos del mercado monetario han afrontado crecientes dificultades para generar rendimientos positivos significativos para los inversores. Además, los incentivos regulatorios que favorecen la financiación de las

Gráfico 7 Principales componentes de M3

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



Fuente: BCE.

entidades de crédito mediante depósitos también han contribuido a la falta de dinamismo de las emisiones de valores distintos de acciones de las IFM (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 todos los depósitos a corto plazo y las cesiones temporales, disminuyó nuevamente y se situó en el 1,8% en el primer trimestre de 2014, frente al 2,9% del cuarto trimestre de 2013, antes de registrar una caída adicional y situarse en el 1,5% en abril (véase gráfico 8). Por sectores, la tasa de crecimiento interanual de los depósitos de M3 de los hogares alcanzó el 1,5% en abril, mientras que la de los depósitos de M3 de las sociedades no financieras fue del 5,8%. La tasa de crecimiento interanual de los depósitos a la vista de las sociedades no financieras se contrajo ligeramente con respecto al cuarto trimestre de 2013, situándose en el 8% en el primer trimestre y en el 7,9% en abril. Es probable que el sólido crecimiento interanual de los depósitos de M3 de las sociedades no financieras refleje la preferencia de estas por mantener un amplio porcentaje de sus beneficios en activos líquidos y que sea una importante contrapartida de las significativas entradas de capital en la zona del euro. Analizando la dispersión geográfica de los flujos de fondos registrados en 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 registrada para el conjunto de la zona del euro.

PRINCIPALES CONTRAPARTIDAS DE M3

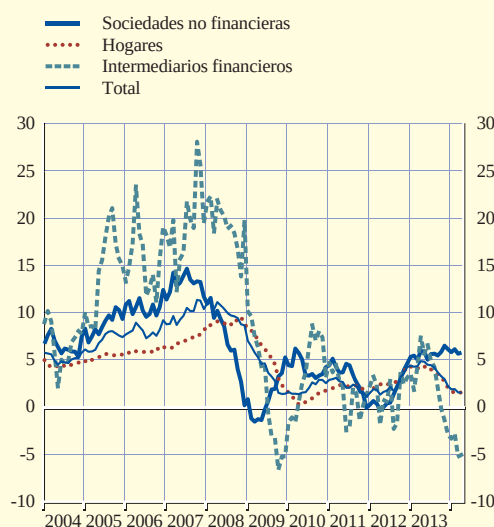
En cuanto a las contrapartidas de M3, la tasa de crecimiento interanual del crédito concedido por las IFM a residentes en la zona del euro continuó contrayéndose en el primer trimestre y en abril. La acumulación de activos exteriores netos por parte de las IFM siguió siendo la principal fuente de creación de dinero en la zona del euro en el primer trimestre, aunque, en abril, el flujo de entrada intermensual fue solo moderado.

La tasa de crecimiento interanual del crédito concedido por las IFM al sector privado volvió a caer y se situó en el -2,3% en el primer trimestre y en el -2,5% en abril, frente al -1,6% del cuarto trimestre de 2013. Entre sus componentes, la tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones también mantuvo su acusado descenso en abril, situándose en el -9,8%, frente al -5% del primer trimestre y el 0,5% del cuarto trimestre. La tasa de crecimiento interanual de las acciones y otras participaciones registró, asimismo, una disminución adicional (aunque continuó siendo positiva) y fue del 1,2% en el primer trimestre y del 0,2% en abril, frente al 3,4% del cuarto trimestre. La tasa de crecimiento interanual de los préstamos al sector privado permaneció sin variación en el -2,2% en el primer trimestre de 2014, antes de aumentar hasta el -1,8% en abril.

La tasa de crecimiento interanual de los préstamos al sector privado (ajustados de ventas y titulaciones) cayó al -2% en el primer trimestre, desde el -1,8% del cuarto trimestre (véase cuadro 4). En abril,

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.

esta tasa pasó a ser menos negativa y se situó en el $-1,5\%$, aunque el incremento observado en dicho mes se debió, principalmente, a operaciones específicas que afectaron a algunas IFM concretas. Desde una perspectiva sectorial, los préstamos a hogares continuaron registrando un crecimiento interanual moderadamente positivo en el primer trimestre, mientras que el crecimiento de los préstamos a las sociedades no financieras y de los préstamos a los intermediarios financieros no monetarios pasó a niveles ligeramente más negativos. En abril, el crecimiento interanual de los préstamos a hogares permaneció estable, mientras que los préstamos concedidos a las sociedades no financieras y a los intermediarios financieros no monetarios se incrementaron.

La tasa de crecimiento interanual de los préstamos concedidos por las IFM a los hogares (ajustados de ventas y titulizaciones) permaneció estable en los últimos meses. Se situó en el $0,4\%$ en abril, una tasa bastante similar a las observadas desde el segundo trimestre de 2012 (para más detalles, véase la sección 2.7). En los cuatro primeros meses de 2014, los flujos de préstamos para adquisición de vivienda continuaron siendo el principal motor del crédito total a los hogares, mientras que los flujos totales de crédito al consumo y otros préstamos a hogares fueron negativos en el primer cuatrimestre de 2014. Los indicios procedentes de la encuesta sobre préstamos bancarios y los precios de la vivienda son coherentes con las expectativas de un fortalecimiento gradual de la actividad en el mercado de préstamos para adquisición de vivienda. De acuerdo con las entidades de crédito participantes en la encuesta sobre préstamos bancarios de abril de 2014, los criterios de aprobación del crédito aplicados a los préstamos para adquisición de vivienda se relajaron en términos netos en el primer trimestre, mientras que la demanda neta de estos préstamos se incrementó sustancialmente (véase recuadro 1 del Boletín Mensual de mayo de 2014). Esta evolución fue generalizada en los grandes países. Las entidades de crédito indicaron que los principales factores determinantes del aumento neto de la demanda de préstamos para adquisición de vivienda fueron la mejora de las perspectivas del mercado de la vivienda y de la confianza de los consumidores.

La tasa de crecimiento interanual de los préstamos concedidos por las IFM a las sociedades no financieras (ajustados de ventas y titulizaciones) se situó en el $-2,7\%$ en abril, ligeramente por encima de las tasas observadas en el cuarto trimestre de 2013 y en el primer trimestre de 2014. Esta evolución fue consecuencia de la mayor contribución de los préstamos con vencimiento a medio y largo plazo, mientras que la aportación de los préstamos a corto plazo volvió a disminuir. Adoptando una perspectiva a más largo plazo, tras la estabilización de la tasa de crecimiento interanual de los préstamos a las sociedades no financieras a partir de mediados de 2013, alcanzar un punto de inflexión en la dinámica de dichos préstamos en los próximos meses sería coherente con la relación histórica adelanto/retardo entre los préstamos a las sociedades no financieras y el PIB real a lo largo del ciclo económico. El recuadro 1 presenta, de forma más desagregada, la evolución reciente de los préstamos de las IFM a las sociedades no financieras, desglosados por sector económico.

Recuadro 1

EVOLUCIÓN RECIENTE DE LOS PRÉSTAMOS DE LAS IFM A LAS SOCIEDADES NO FINANCIERAS, DESGLOSADOS POR SECTOR ECONÓMICO

La tasa de variación interanual de los préstamos concedidos por las IFM a las sociedades no financieras ha sido negativa desde principios de 2012, debido, en gran medida, a las necesidades de desapalancamiento de los sectores financiero y no financiero. El ritmo de contracción se ha estabilizado en los últimos meses, pero todavía no se detectan señales claras de que se haya alcanzado un

punto de inflexión¹. Con este trasfondo, en el presente recuadro se presentan datos actualizados de la evolución sectorial de los préstamos de las IFM a las sociedades no financieras, desglosados por sector económico (según la clasificación NACE), con el fin de analizar la aportación de los sectores más importantes a la dinámica de los préstamos totales concedidos a estas sociedades². Estos datos sectoriales están disponibles hasta el cuarto trimestre de 2013³.

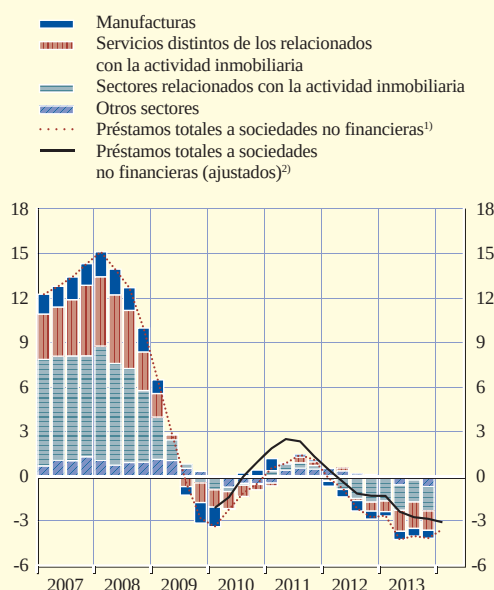
En el segundo semestre de 2013, la tasa de variación interanual del saldo vivo total de los préstamos concedidos por las IFM a las sociedades no financieras se mantuvo estable, en un nivel ligeramente por debajo del -4%. Sin embargo, los datos no están ajustados por reclasificaciones, cambios de valoración o ventas y titulizaciones, factores que han de tenerse en cuenta para medir el flujo efectivo de financiación recibida por las sociedades de la zona del euro. Ajustada por estos factores, la serie agregada continúa mostrando un descenso de la tasa de variación interanual en el primer trimestre de 2014 (véase gráfico A). No obstante, no se dispone de dichos ajustes a nivel sectorial.

La tasa negativa del saldo vivo total (no ajustado) de préstamos a sociedades no financieras en el segundo semestre de 2013 se explica principalmente por la evolución de los préstamos relacionados con la actividad inmobiliaria (es decir, el agregado de los sectores de construcción y de servicios inmobiliarios) y de los préstamos al sector servicios (excluidos los inmobiliarios). La aportación negativa de los préstamos a sociedades que desarrollan su actividad en el sector manufacturero y otros sectores se mantuvo contenida. En conjunto, la aportación de todos estos sectores permaneció básicamente estable en los dos últimos trimestres de 2013.

Aunque no puede detectarse una fuerte divergencia sectorial en la evolución reciente del crecimiento de los préstamos, aún continúa apreciándose una heterogeneidad significativa entre países. Esta heterogeneidad puede ilustrarse agrupando los países de la zona del euro en tres categorías, en función de la tasa de crecimiento media de los préstamos a los sectores relacionados con la actividad inmobiliaria (en los que los préstamos a sociedades registraron la expansión más notable antes de la crisis)

Gráfico A Tasa de crecimiento interanual de los préstamos a sociedades no financieras, por sector económico

(tasas de variación interanual)



Fuente: BCE.

Notas: Observación más reciente: primer trimestre de 2014 para los datos agregados y cuarto trimestre de 2013 para los datos sectoriales. Los datos sectoriales están ajustados por el impacto de la transferencia de activos a la Sareb por parte de las IFM españolas en el cuarto trimestre de 2012 y el primer trimestre de 2013.

1) Tasas de crecimiento obtenidas de los saldos vivos, ajustados únicamente por las transferencias de activos a la Sareb.

2) Tasas de crecimiento obtenidas de las operaciones mensuales, ajustadas por ventas y titulizaciones.

1 Véase el texto principal de la sección 2.1 de este *Boletín Mensual*.

2 Véase un análisis anterior en el recuadro titulado «Evolución reciente de los préstamos de las IFM a las sociedades no financieras, desglosados por sector económico», *Boletín Mensual*, BCE, noviembre de 2013.

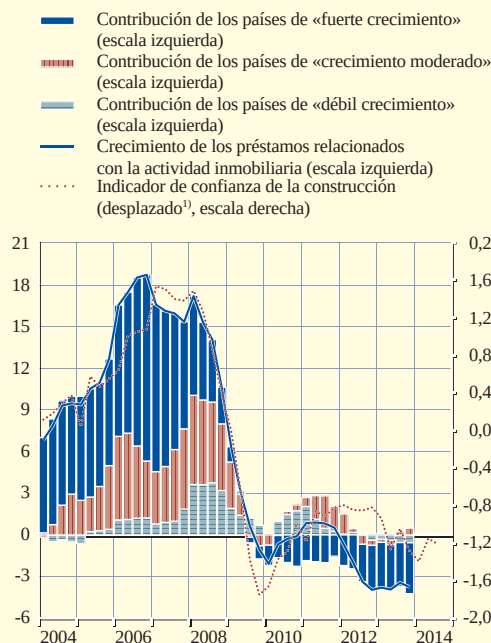
3 Para obtener más información sobre los últimos datos publicados, véase el sitio web del BCE (www.ecb.europa.eu). Los datos correspondientes al desglose sectorial de los préstamos de las IFM a las sociedades no financieras deberían interpretarse con cautela, ya que se basan en datos nacionales que no están completamente armonizados y son, en parte, estimaciones. Por ejemplo, los datos de los últimos años se han visto afectados por diversos factores especiales, como operaciones relacionadas con la reestructuración del sector bancario en algunos países, que deben tenerse debidamente en cuenta.

en 2006, año en el que se registraron máximos históricos. Los países de «fuerte crecimiento», que impulsaron la mayor parte del auge crediticio anterior a 2007, así como la posterior caída, continúan siendo responsables del grueso de la contracción de los préstamos en todos los sectores principales (véanse gráficos B, C y D). Sin embargo, la desaceleración de estos préstamos también puede explicarse por la tímida contribución en todos los sectores de países de «débil crecimiento» y de «crecimiento moderado», con la posible excepción de las aportaciones ligeramente positivas de los préstamos concedidos al sector manufacturero de países clasificados como de «débil crecimiento».

En conjunto, adoptando una perspectiva a medio plazo, la fragilidad del crecimiento de los préstamos concedidos por las IFM a las sociedades no financieras observada hasta el cuarto trimestre de 2013 fue generalizada en todos los sectores, pero tuvo su origen, principalmente, en la evolución experimentada en países concretos que habían registrado tasas de crecimiento de los préstamos muy elevadas antes de la crisis en los sectores relacionados con la actividad inmobiliaria (países de «fuerte crecimiento»).

Gráfico B Préstamos relacionados con la actividad inmobiliaria concedidos a sociedades no financieras y contribución al crecimiento por grupos de países

(tasas de variación interanual; puntos porcentuales)



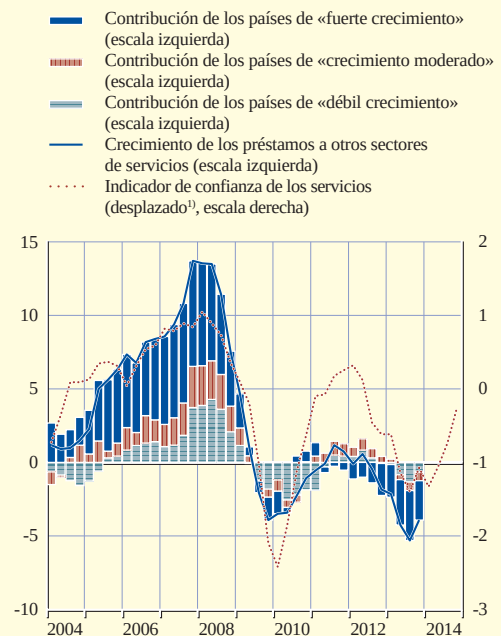
Fuente: BCE.

Notas: Los «préstamos relacionados con la actividad inmobiliaria» incluyen los préstamos a sociedades no financieras que se dedican a la construcción y a los servicios inmobiliarios (basados en los datos de los países que han presentado las series pertinentes a partir de 2003). Se considera que los países son de crecimiento «fuerte» (Italia, España, Irlanda y Grecia), «moderado» (Francia, Bélgica, Finlandia y Luxemburgo) o «débil» (Alemania, Países Bajos, Austria y Portugal) en función de las tasas de crecimiento registradas en 2006 a escala nacional. Los datos están ajustados por el impacto de la transferencia de activos a la Sareb por parte de las IFM españolas en el cuarto trimestre de 2012 y en el primer trimestre de 2013.

1) Indicador de confianza de la construcción desplazado dos trimestres hacia adelante de acuerdo con la correlación máxima.

Gráfico C Préstamos concedidos a sociedades no financieras en sectores de servicios distintos de los servicios inmobiliarios y contribución al crecimiento por grupos de países

(tasas de variación interanual; puntos porcentuales)



Fuente: BCE.

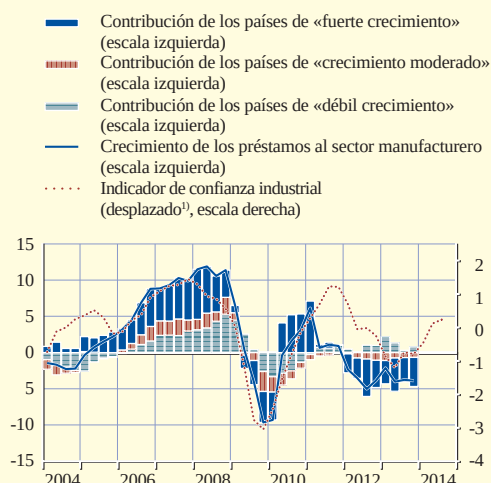
Notas: Préstamos a sectores de servicios excluidos los relacionados con la actividad inmobiliaria. Los datos sectoriales están ajustados por el impacto de la transferencia de activos a la Sareb por parte de las IFM españolas en el cuarto trimestre de 2012 y en el primer trimestre de 2013. Para la clasificación de países, véanse las notas del gráfico B.

1) Indicador de confianza de los servicios desplazado tres trimestres hacia adelante de acuerdo con la correlación máxima.

De cara al futuro, las correlaciones simples sugieren una relación entre los indicadores de confianza y la dinámica de los préstamos (véanse gráficos B, C y D). A este respecto, los indicadores de confianza de la actividad sectorial apuntarían a una evolución diferente de los préstamos en los sectores más importantes en el futuro. Concretamente, si se mantuvieran las relaciones estadísticas observadas en los últimos años, el indicador de confianza de la construcción no señala una recuperación inminente de los préstamos relacionados con la actividad inmobiliaria, mientras que los correspondientes indicadores de confianza de las manufacturas y de otros servicios sugieren que en 2014 podría observarse un descenso del ritmo de contracción de los préstamos concedidos a estos dos sectores. Sin embargo, el período de crisis puede haber afectado a la fiabilidad de las propiedades de indicador adelantado de los indicadores de confianza con respecto a la dinámica de los préstamos, lo que conlleva una incertidumbre significativa acerca de las perspectivas del crédito.

Gráfico D Préstamos concedidos a sociedades no financieras en el sector manufacturero y contribución al crecimiento por grupos de países

(tasas de variación interanual; puntos porcentuales)



Fuente: BCE.

Notas: Para la clasificación de países, véanse las notas del gráfico B.

1) Indicador de confianza industrial desplazado dos trimestres hacia adelante de acuerdo con la correlación máxima.

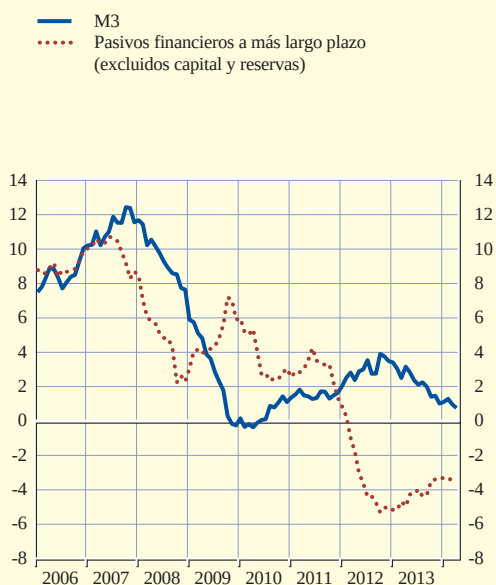
Adoptando una perspectiva más general, la debilidad del crédito bancario sigue reflejando factores de oferta y de demanda, aunque su impacto varía considerablemente de unos países a otros. Además, la fragmentación de los mercados financieros y los elevados costes de financiación de los sectores no financieros de algunos países continuaron afectando negativamente al gasto y a los gastos de capital. El excesivo endeudamiento del sector privado también puede estar frenando la demanda de crédito bancario en determinados países. Asimismo, las empresas han sustituido cada vez más el crédito bancario por fuentes de financiación alternativas, como los recursos generados internamente y, en el caso de empresas no financieras más grandes, el acceso directo a los mercados de capitales (véase sección 2.6). Los resultados de la encuesta sobre préstamos bancarios de abril de 2014 confirmaron la estabilización de las condiciones de concesión de crédito para las empresas de la zona del euro: el porcentaje neto de entidades de crédito que señaló un endurecimiento de dichas condiciones se mantuvo prácticamente sin variación, en el 1 %, mientras que las entidades anticipaban una relajación neta de los criterios de aprobación en el segundo trimestre de 2014. Por el lado de la demanda, el porcentaje neto de bancos que indicó un aumento de la demanda de préstamos fue positivo para todos los sectores por primera vez desde mediados de 2011. Las entidades de crédito también esperaban un incremento de la demanda de todas las categorías de préstamo en el segundo trimestre de 2014.

La tasa de crecimiento interanual del crédito otorgado por las IFM a las Administraciones Públicas pasó a ser negativa y se situó en el -0,2 % en el primer trimestre de 2014, frente al 0,1 % del cuarto trimestre de 2013. Esta tasa continuó siendo negativa en abril, situándose en el -0,9 %.

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 mantuvo estable, en general, y se situó en el -3,5 % en abril, frente al -3,4 % registrado en el primer trimestre y al -3,6 % del cuarto trimestre (véase gráfico 9). La contracción observada en los pasivos financieros a más largo plazo de las IFM sigue

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

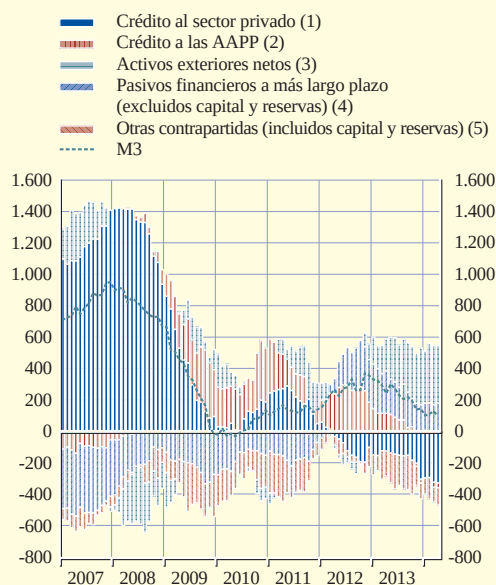
(tasas de variación interanual; datos ajustados de efectos estacionales y de calendario)



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.

reflejando las menores necesidades de financiación de este sector, en un contexto de desapalancamiento continuado y de cambio hacia la financiación mediante depósitos, que incentiva la regulación vigente.

Los activos exteriores netos de las IFM aumentaron en 4 mm de euros en abril, un volumen mucho menor que en meses anteriores. En el primer trimestre se observaron entradas intertrimestrales por valor de 81 mm de euros, frente a las entradas de 155 mm de euros registradas en el cuarto trimestre de 2013 (véase gráfico 10). La posición acreedora neta frente al exterior de las IFM de la zona del euro recoge los flujos de capital del sector tenedor de dinero cuando los fondos se canalizan a través de las IFM, así como las transferencias de activos emitidos por el sector tenedor de dinero (véase 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 de la cuenta financiera de la balanza de pagos de la zona del euro hasta el primer trimestre de 2014. Las salidas netas registradas en el saldo agregado de la cuenta financiera de la zona del euro aumentaron en los doce meses transcurridos hasta marzo de 2014 en comparación con el período de doce meses anterior, como consecuencia del fuerte incremento de las salidas netas generadas por otras inversiones, que se compensó, en parte, con un aumento de las entradas netas en el saldo total de inversiones directas y de cartera (véase cuadro).

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			2014			2013			2014		
	Activos	Pasivos	Saldo	Activos	Pasivos	Saldo	Activos	Pasivos	Saldo	Activos	Pasivos	Saldo
Cuenta financiera¹⁾			-95,6			-41,5			-202,7			-265,2
Total de inversiones												
directas y de cartera	-202,2	247,7	45,5	-24,3	62,2	37,9	-542,9	628,7	85,8	-440,1	581,7	141,6
Inversiones directas	-151,9	142,8	-9,1	21,6	-22,0	-0,4	-363,2	286,4	-76,8	-250,3	250,2	-0,1
Inversiones de cartera	-50,4	104,9	54,6	-45,9	84,2	38,3	-179,7	342,3	162,6	-189,8	331,5	141,7
Acciones y participaciones	-39,4	58,4	19,0	-8,8	54,8	46,0	-102,7	183,6	80,9	-108,3	224,3	116,0
Valores representativos de deuda	-11,0	46,5	35,6	-37,1	29,3	-7,8	-76,9	158,7	81,7	-81,5	107,2	25,7
Bonos y obligaciones	-12,6	90,4	77,7	-26,2	30,4	4,2	-112,5	128,4	15,9	-70,2	110,4	40,2
Instrumentos del mercado monetario	1,7	-43,8	-42,2	-10,9	-1,0	-11,9	35,5	30,3	65,9	-11,3	-3,2	-14,5
Otras inversiones	20,6	-165,7	-145,1	-146,2	67,5	-78,7	72,6	-369,0	-296,4	-41,6	-370,1	-411,8
De las cuales: IFM												
Inversiones directas	-4,5	2,7	-1,8	-4,3	-1,4	-5,7	2,2	9,8	12,0	-12,1	4,0	-8,0
Inversiones de cartera	-1,0	-8,2	-9,2	16,4	8,4	24,8	75,5	-57,0	18,5	12,1	-26,8	-14,7
Acciones y participaciones	-5,7	-7,0	-12,7	17,0	14,4	31,4	-14,5	-34,8	-49,3	-9,0	1,7	-7,3
Valores representativos de deuda	4,7	-1,2	3,5	-0,7	-5,9	-6,6	90,0	-22,2	67,8	21,1	-28,5	-7,5
Otras inversiones	21,1	-144,2	-123,0	-137,7	47,5	-90,1	144,2	-363,8	-219,6	-57,1	-323,1	-380,3

Fuente: BCE.

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

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

Las entradas netas registradas en el agregado de inversiones directas y de cartera aumentaron de 86 mm de euros a 142 mm de euros en los doce meses transcurridos hasta marzo de 2014. Este aumento tuvo su origen en un cambio de signo de las inversiones directas que, tras registrar salidas netas, se situaron en una posición de equilibrio como consecuencia de un descenso de las inversiones directas en el exterior realizadas por residentes de la zona del euro. En consonancia con la mejora en curso de las percepciones de los mercados financieros respecto a la zona del euro, las entradas netas de inversiones de cartera siguieron siendo considerables (142 mm de euros), aunque experimentaron una ligera disminución en comparación con el período de doce meses anterior, en la medida en que los inversores extranjeros continuaron incrementando su exposición a los valores de renta variable y de renta fija de la zona del euro. La composición de las entradas de inversiones de cartera varió ligeramente al aumentar los inversores extranjeros sus compras netas de instrumentos de renta variable, al tiempo que se redujeron las entradas de valores de renta fija. De hecho, los inversores extranjeros se convirtieron en vendedores netos de instrumentos del mercado monetario de la zona del euro en el período de doce meses transcurrido hasta marzo de 2014, mientras que las compras netas de bonos y obligaciones siguieron siendo considerables. Los inversores de la zona del euro incrementaron ligeramente sus adquisiciones netas de valores extranjeros, tanto de renta variable como de renta fija. La composición de las adquisiciones netas de valores distintos de acciones se modificó en la medida en que los inversores de la zona del euro pasaron de ser vendedores netos a compradores netos de instrumentos del mercado monetario, mientras que las compras netas de bonos y obligaciones experimentaron una reducción.

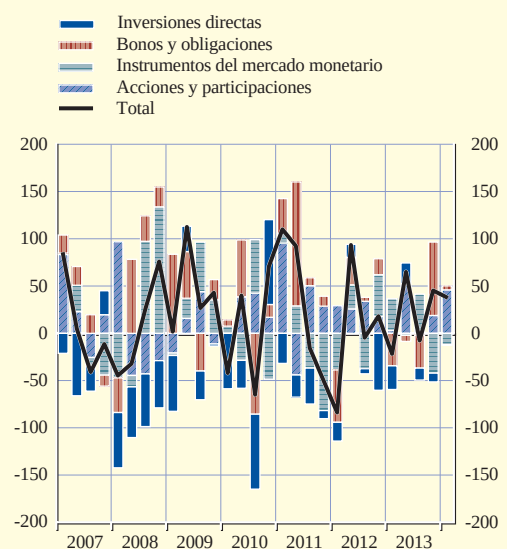
Las salidas netas de la partida de otras inversiones aumentaron de 296 mm de euros a 412 mm de euros en los doce meses transcurridos hasta marzo de 2014, como consecuencia de un cambio en la actividad del sector de las IFM de la zona del euro que, tras reducir el saldo de sus activos exteriores por este concepto, lo incrementaron. Los no residentes continuaron retirando depósitos y préstamos de las IFM de la zona del euro, aunque a un ritmo más lento que en los doce meses anteriores. Se produjo un cambio sustancial en la estructura de vencimientos de los activos de otras inversiones de las IFM de la zona del euro en el exterior en la medida en que las tenencias de activos a largo plazo siguieron reduciéndose, mientras que el sector incrementó sus adquisiciones netas de activos a corto plazo. En los doce meses transcurridos hasta marzo de 2014, 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 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 de fondos en forma de inversiones de cartera.

El agregado de inversiones directas y de cartera registró entradas netas por importe de 38 mm de euros en el primer trimestre de 2014, en comparación con las entradas netas de 46 mm de euros contabilizadas en el cuarto trimestre de 2013 (véase gráfico). El descenso se debió a una reducción de las entradas netas de inversiones de cartera, que solo se compensó en parte con una disminución de las salidas netas de inversiones directas. Al analizar las inversiones de cartera, se observa que los inversores extranjeros compraron menos valores de renta variable y de renta fija de la zona del euro que en el trimestre anterior, mientras que los residentes en la zona redujeron sus compras netas de acciones y participaciones extranjeras, pero incrementaron las de valores distintos de acciones extranjeras. Al mismo tiempo, se produjo una notable caída de las salidas netas de otras inversiones, que puede atribuirse, en parte, a efectos estacionales.

En el primer trimestre de 2014, los no residentes en la zona del euro se convirtieron en compradores netos de acciones y participaciones emitidas por IFM de la zona del euro y, al mismo tiempo, continuaron reduciendo sus tenencias de valores representativos de deuda emitidos por este sector. Por otra parte, las IFM de la zona del euro pasaron de registrar compras netas de valores de renta variable extranjeros a contabilizar ventas netas de este tipo de valores, al tiempo que comenzaron a incrementar sus tenencias de valores de renta fija extranjeros. Los activos exteriores netos de las IFM de la zona del euro siguieron aumentando en el primer trimestre de 2014, como consecuencia de las entradas netas de inversiones de cartera en el sector de instituciones distintas de IFM de la zona del euro y de las transacciones del sector tenedor de dinero asociadas al superávit por cuenta corriente de la zona.

Total de inversiones directas y de cartera

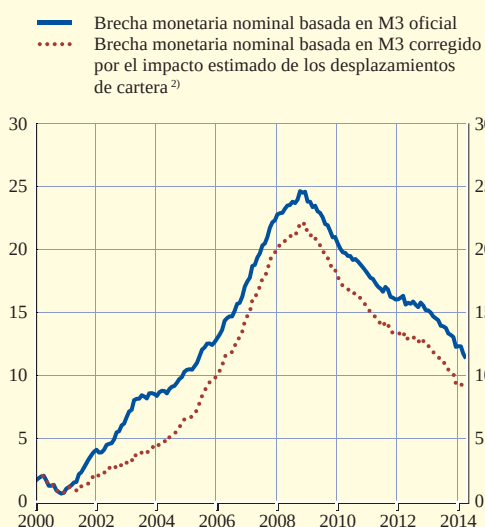
(mm de euros; flujos netos trimestrales)



Fuente: BCE.

Gráfico 11 Estimaciones de la brecha monetaria nominal ¹⁾

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



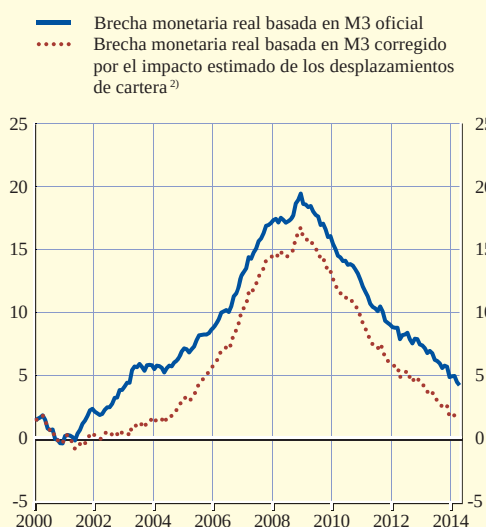
Fuente: BCE.

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

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

Gráfico 12 Estimaciones de la brecha monetaria real ¹⁾

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



Fuente: BCE.

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

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

VALORACIÓN GENERAL DE LA SITUACIÓN DE LIQUIDEZ MONETARIA

La evolución reciente de M3 se ha traducido en nuevas disminuciones de la liquidez monetaria acumulada en la zona del euro con anterioridad a la crisis financiera (véanse gráficos 11 y 12). Algunos indicadores de la liquidez monetaria que son objeto de seguimiento por parte del BCE sugieren que se ha reducido significativamente el exceso de liquidez que se acumuló antes de la crisis. Parece que la situación de liquidez en la zona del euro está ahora más equilibrada que en el pasado. Estos indicadores deben interpretarse con cautela, ya que la evaluación de los saldos monetarios de equilibrio conlleva una incertidumbre considerable.

En conjunto, el crecimiento monetario y crediticio subyacente siguió siendo tenue en el primer trimestre y en abril de 2014. El crecimiento de M3 registró una nueva moderación debido al escaso dinamismo del crédito en la zona del euro y a la menor preferencia por la liquidez monetaria. El frágil crecimiento del crédito al sector privado continuó reflejando factores de demanda de carácter cíclico y estructural, y condiciones de oferta más restrictivas en algunos países, en un contexto de desapalancamiento continuado.

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 ligeramente en el cuarto trimestre de 2013, manteniendo la tendencia a la baja observada desde principios

de 2011, como consecuencia de la frágil situación económica y de la débil evolución de la renta disponible. El aumento que registró la tasa de crecimiento interanual de la inversión financiera de las empresas de seguros y fondos de pensiones en el mismo trimestre estuvo impulsado, fundamentalmente, por la inversión en valores distintos de acciones y en participaciones en fondos de inversión.

SECTORES NO FINANCIEROS

En el cuarto trimestre de 2013 (el más reciente para el que se dispone de datos procedentes de las cuentas integradas de la zona del euro), la tasa de crecimiento interanual de la inversión financiera total de los sectores no financieros disminuyó ligeramente hasta el 1,6%, frente al 1,7% del tercer trimestre (véase cuadro 5). Con esta evolución se mantuvo la tendencia a la baja observada desde principios de 2011, como consecuencia de la frágil situación económica y de la débil evolución de la renta disponible. El detalle por instrumento financiero muestra que las tasas de crecimiento del efectivo y depósitos, de las acciones y otras participaciones (excluidas las participaciones en fondos de inversión) y de las participaciones en fondos de inversión se redujeron en el cuarto trimestre de 2013, reducción que solo se vio compensada parcialmente por una tasa de crecimiento interanual menos negativa de la inversión en valores distintos de acciones (-7,3%, frente al -7,8% del trimestre anterior) y por un avance marginal de la tasa de crecimiento interanual de inversión en reservas técnicas de seguro.

El detalle por sectores (véase gráfico 13) pone de manifiesto que la tasa de crecimiento interanual de la inversión de los hogares en activos financieros permaneció sin variación en el cuarto trimestre de 2013. El principal cambio observado en este sector fue un descenso de las tasas de crecimiento de la inversión en acciones y otras participaciones (excluidos los fondos de inversión) y en fondos de inversión. Esta contracción de las tasas de crecimiento interanual de los activos de más riesgo se vio compensada por una tasa de crecimiento interanual menos negativa de la inversión en valores distintos de acciones (que indica que el ritmo al que los hogares vendieron estos valores disminuyó en el cuarto trimestre de 2013)

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

	Saldo vivo, en porcentaje de los activos financieros ¹⁾	Tasas de crecimiento interanual											
		2011	2011	2011	2012	2012	2012	2012	2013	2013	2013	2013	
		II	III	IV	I	II	III	IV	I	II	III	IV	
Inversión financiera	100	3,4	3,0	2,2	2,4	2,3	2,4	2,5	2,4	1,9	1,7	1,6	
Efectivo y depósitos	23	3,9	3,3	3,1	4,1	3,5	3,6	3,5	2,7	3,0	2,9	2,5	
Valores distintos de acciones, excluidos derivados financieros	5	7,1	8,5	2,1	1,5	1,1	-0,4	-4,5	-6,4	-7,5	-7,8	-7,3	
<i>De los cuales:</i> A corto plazo	0	5,8	1,7	19,6	18,3	21,5	20,5	-3,6	-18,4	-26,4	-31,4	-26,0	
<i>De los cuales:</i> A largo plazo	5	7,2	9,0	0,7	0,2	-0,5	-1,9	-4,6	-5,3	-5,8	-5,7	-5,7	
Acciones y otras participaciones, excluidas participaciones en fondos de inversión	30	3,0	2,6	2,8	3,0	2,6	2,4	2,1	2,5	1,8	1,9	1,6	
<i>De las cuales:</i> Acciones cotizadas	5	0,4	2,4	2,0	2,6	3,1	0,8	0,9	0,9	1,9	1,7	0,7	
<i>De las cuales:</i> Acciones no cotizadas y otras participaciones	25	3,5	2,7	2,9	3,1	2,5	2,8	2,4	2,8	1,8	2,0	1,7	
Participaciones en fondos de inversión	5	-2,9	-4,9	-5,1	-3,9	-3,4	-1,5	0,7	3,2	2,9	2,4	2,0	
Reservas técnicas de seguro	15	3,1	2,6	2,0	1,8	1,9	2,0	2,3	2,6	2,7	2,8	2,9	
Otros ²⁾	21	4,0	3,8	2,5	1,5	2,5	2,9	4,0	4,0	2,6	1,7	1,7	
M3 ³⁾		1,3	1,7	1,6	2,8	3,0	2,8	3,5	2,5	2,4	2,0	1,0	

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.

y por un ligero aumento de la tasa de crecimiento interanual de las reservas técnicas de seguro. La caída de la tasa de crecimiento interanual de la inversión de los hogares en acciones y en fondos de inversión, analizada conjuntamente con el leve incremento de la adquisición de reservas técnicas de seguro (que corresponde a inversión en productos de seguros de vida y de pensiones), sugiere que el apetito por el riesgo de los hogares se moderó en el cuarto trimestre.

En cuanto a las sociedades no financieras, la tasa de crecimiento interanual de la inversión financiera de las sociedades no financieras se incrementó ligeramente en el cuarto trimestre de 2013, hasta el 1,4% (frente al 1,3% del trimestre anterior), impulsada, principalmente, por el avance de las tasas de crecimiento interanual de la inversión en efectivo y depósitos, y en acciones y otras participaciones, que fue contrarrestado solo parcialmente por un descenso de la tasa de crecimiento interanual de la inversión en otros activos financieros. 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.

La tasa de crecimiento interanual de la inversión financiera del sector de Administraciones Públicas retrocedió nuevamente en el cuarto trimestre de 2013. Esta reducción del ritmo de acumulación de activos refleja un descenso adicional de las tasas de crecimiento interanual del efectivo y depósitos, y de las acciones y otras participaciones (excluidos los fondos de inversión). La tasa de crecimiento interanual de la inversión en otros activos financieros, que incluye préstamos y otras cuentas pendientes de cobro, también cayó en el cuarto trimestre.

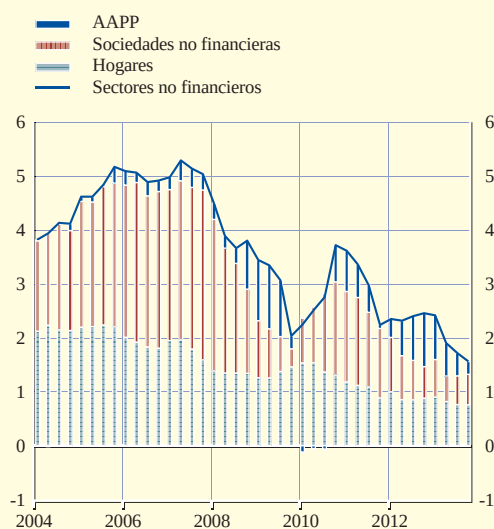
INVERSORES INSTITUCIONALES

La tasa de crecimiento interanual de la inversión financiera de las empresas de seguros y fondos de pensiones aumentó hasta el 3,4% en el cuarto trimestre de 2013, desde el 3% del trimestre anterior (véase gráfico 14). El detalle por instrumento financiero muestra que este incremento de la tasa de crecimiento interanual de los activos financieros totales estuvo impulsado, principalmente, por la inversión en valores distintos de acciones y en participaciones en fondos de inversión.

Los datos sobre fondos de inversión, que ya están disponibles para el primer trimestre de 2014, revelan que los fondos de inversión de la zona del euro distintos de los fondos del mercado monetario registraron una entrada por valor de 170 mm de euros, que fue 59 mm de euros más elevada que la del trimestre anterior. En términos anualizados, la entrada neta en fondos de inversión ascendió a un total de 478 mm de euros. El detalle de las operaciones por tipo de inversión muestra que las entradas en los fondos de renta fija, que fueron casi 50 mm de euros más elevadas que en el trimestre anterior, representaron el grueso de la entrada total en fondos de inversión de la zona del euro distintos de los fondos del mercado monetario. La inversión en fondos mixtos se situó en 60 mm de euros, un aumento con respecto a los 31 mm de euros del cuarto trimestre de 2013, mientras que las entradas en fondos de renta variable disminuyeron 12,5 mm de

Gráfico 13 Inversión financiera de los sectores no financieros

(tasas de variación interanual; contribución en puntos porcentuales)



Fuente: BCE.

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

(tasas de variación interanual; contribución en puntos porcentuales)

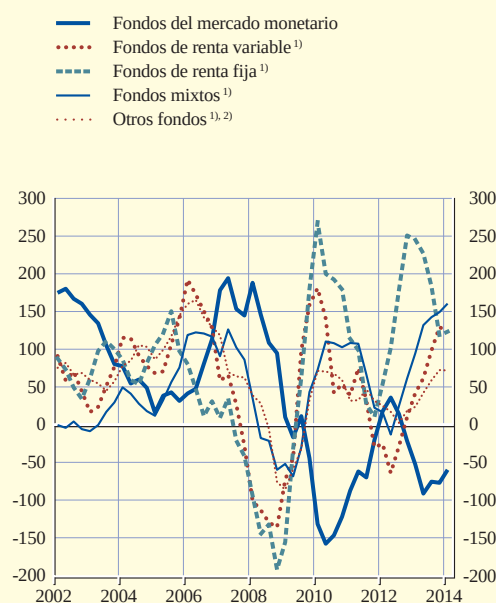


Fuente: BCE.

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.

euros con respecto al cuarto trimestre. Por tanto, las entradas interanuales en fondos de renta variable cayeron por primera vez desde mediados de 2012, situándose en 123 mm de euros en el primer trimestre de 2014, frente a la cifra de 129 mm de euros del cuarto trimestre de 2013. Debido al gran aumento observado en el primer trimestre de 2014, las entradas interanuales en fondos de renta fija se incrementaron ligeramente (véase gráfico 15). En cuanto a los fondos del mercado monetario, la evolución más reciente indica que la reducción de las ventas netas que se inició en el segundo trimestre de 2012 continuó en el primer trimestre de 2014. En términos interanuales, las ventas netas de participaciones en fondos del mercado monetario por parte de inversores institucionales se situaron en 60 mm de euros, lo que representa un descenso con respecto a la cifra de 77 mm de euros del trimestre anterior.

2.3 TIPOS DE INTERÉS DEL MERCADO MONETARIO

Entre finales de febrero y principios de junio de 2014, los tipos de interés del mercado monetario se incrementaron muy ligeramente y mostraron cierta volatilidad, debido principalmente a las fluctuaciones observadas en el exceso de liquidez y a los efectos de fin de mes. Como consecuencia de los reembolsos anticipados, las entidades de contrapartida han devuelto ya 557 mm de euros de la liquidez inyectada originalmente en diciembre de 2011 y febrero de 2012 mediante las dos operaciones de financiación a plazo más largo (OFPML) con vencimiento a tres meses.

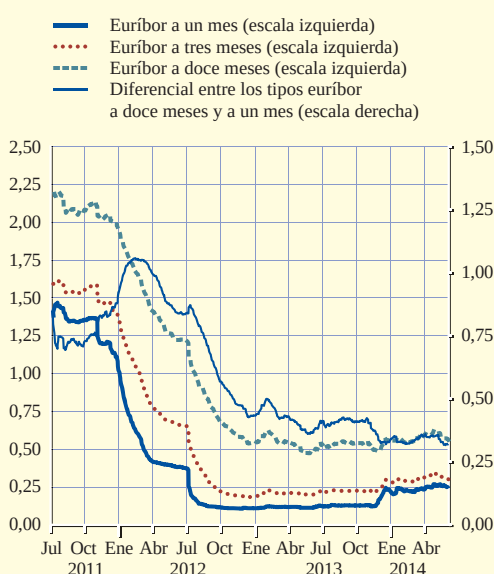
Los tipos de interés del mercado monetario sin garantías aumentaron muy ligeramente entre finales de febrero y principios de junio de 2014, y el 4 de junio los tipos euríbor a un mes, tres meses, seis meses y doce meses se situaron en el 0,24%, el 0,30%, el 0,39% y el 0,56%, respectivamente, lo que supone, en promedio, incrementos próximos a 1 punto básico. Como 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—, permaneció básicamente estable y el 4 de junio se situó en 32 puntos básicos. Los tipos de interés del mercado monetario sin garantías mostraron una volatilidad escasa durante el período analizado, y nunca superaron los 2 puntos básicos diarios en ninguno de los cuatro vencimientos (véase gráfico 16).

Los tipos de interés implícitos en los precios de los futuros del euríbor a tres meses con vencimiento en junio, septiembre y diciembre de 2014 y marzo de 2015 registraron un descenso con respecto a los niveles observados a finales de febrero, y disminuyeron entre 2 y 15 puntos básicos, hasta situarse en el 0,24%, el 0,19%, el 0,17% y el 0,17%, respectivamente, el 4 de junio (véase gráfico 18). La incertidumbre del mercado, medida por la volatilidad implícita que se obtiene de las opciones a corto plazo sobre los futuros del euríbor a tres meses, aumentó marginalmente en los dos meses transcurridos hasta finales de abril, antes de volver a reducirse gradualmente, concluyendo el período analizado en torno a los niveles observados a finales de febrero (véase gráfico 19). El tipo *swap* del eonia a tres meses se situó levemente por debajo del 0,1% el 4 de junio, unos 4 puntos básicos menos que el tipo registrado el 28 de febrero. Así pues, el diferencial entre el euríbor a tres meses y el *swap* del eonia al mismo plazo se amplió 5 puntos básicos, hasta situarse en 20 puntos básicos el 4 de junio (véase gráfico 17).

Entre finales de febrero y principios de junio, el eonia se redujo alrededor de 11 puntos básicos, en un contexto de cierta volatilidad. Dicha volatilidad reflejó, principalmente, unos niveles de exceso de liquidez más bajos y aumentos a fin de mes, que se debieron probablemente a la demanda de liquidez derivada del

Gráfico 16 Tipos de interés del mercado monetario

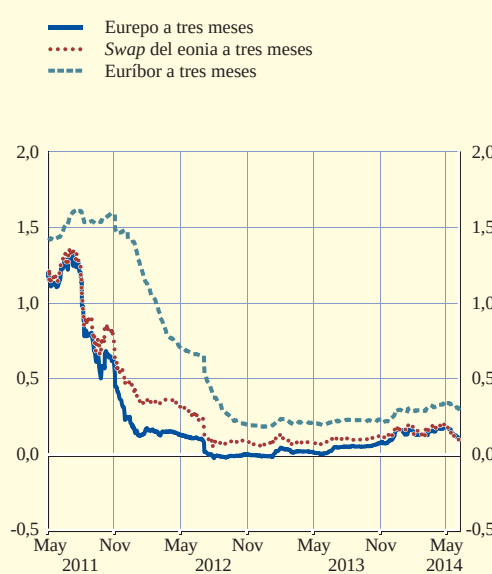
(porcentajes; diferencial en puntos porcentuales; datos diarios)



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.

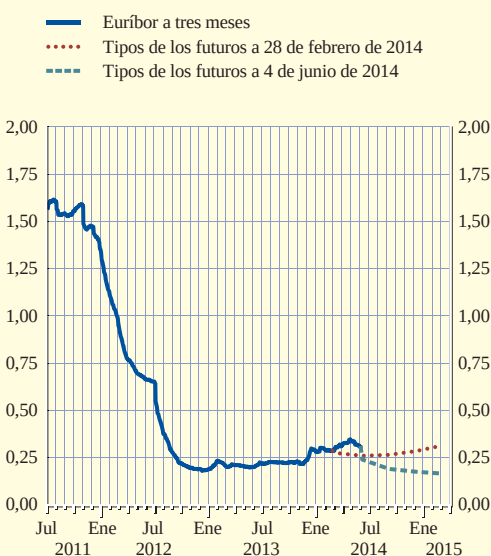
denominado «efecto escaparate» (véase gráfico 20). En particular, a lo largo de marzo, el eonia fluctuó dentro de una banda estrecha en torno a un nivel del 0,17 %, antes de repuntar y situarse justo por debajo del 0,7 % el último día de marzo. A principios de abril, el eonia volvió a fluctuar dentro de una banda estrecha, oscilando entre el 0,20 % y el 0,22 %. No obstante, en la última semana de abril comenzó a aumentar de nuevo, y terminó el mes en el 0,45 %, aproximadamente, antes de retroceder una vez más durante la primera semana de mayo. En torno al 20 de mayo, el eonia inició una nueva subida, y el 27 de mayo alcanzó un máximo del 0,47 %, debido a las expectativas del mercado de un endurecimiento de la liquidez hacia finales de mes. El 29 de mayo, tras la liquidación de las operaciones de liquidez semanales, y como consecuencia de la liquidez adjudicada mediante las OFPML a tres meses, el eonia se redujo hasta situarse en 24 puntos básicos. El tipo se movió adicionalmente a la baja en lo que restaba del período analizado, como reflejo, principalmente, de un aumento de la liquidez derivado del efecto de fin de mes. El 4 de junio, el eonia se situó en 14 puntos básicos.

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 ejecutó asimismo 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 0,25 % en el tercer,

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

(porcentajes; datos diarios)

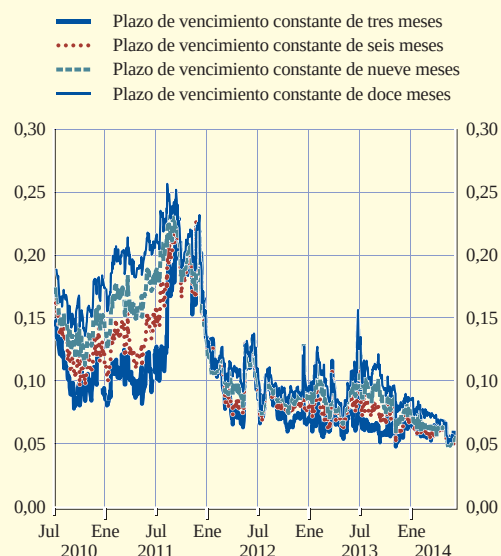


Fuente: Thomson Reuters.

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)



Fuentes: Thomson Reuters y cálculos del BCE.

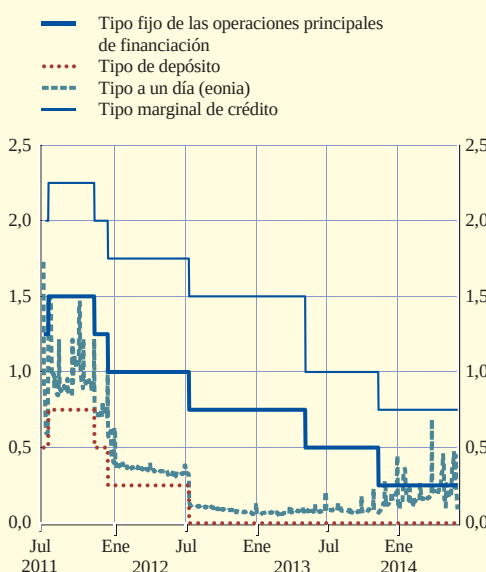
Notas: La medida se obtiene en dos etapas. En primer lugar, las volatilidades implícitas de las opciones sobre futuros del euríbor a tres meses se transforman expresándolas en términos de precios logarítmicos, en lugar de rentabilidades logarítmicas. En segundo lugar, las volatilidades implícitas resultantes,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

cuarto y quinto período de mantenimiento de 2014. En cinco de estas operaciones, el BCE absorbió un importe equivalente al saldo pendiente de las adquisiciones realizadas en el marco del programa para los mercados de valores. Sin embargo, a partir de la segunda semana del cuarto período de mantenimiento, el BCE absorbió un importe inferior a dicho saldo, en un contexto de disminución de los niveles medios de exceso de liquidez.

El período analizado se caracterizó por la continuación de la tendencia a la baja en el nivel de exceso de liquidez, aunque con fluctuaciones considerables en torno a fin de mes. La mayor parte de la volatilidad observada en la liquidez se debió a que las entidades de contrapartida modificaron su recurso a las operaciones del Eurosistema en un entorno de un acusado y, en gran parte, estable flujo de reembolsos de la liquidez obtenida en las dos operaciones de financiación a plazo más largo (OFPML) a tres años y de pronunciadas fluctuaciones de los factores autónomos. Como consecuencia, el exceso de liquidez osciló marcadamente, y se situó en un mínimo de 70 mm de euros y en un máximo de 179,5 mm de euros durante el período mencionado, lo que, en promedio, supone que el exceso de liquidez fue de 115,8 mm de euros en los tres períodos de mantenimiento en cuestión, frente a los 165,4 mm de euros de los tres períodos de mantenimiento anteriores. El 4 de junio, el exceso de liquidez se situó en 125 mm de euros. El recurso medio diario a la facilidad de depósito se cifró en 28 mm de euros, mientras que los saldos en cuenta corriente por encima de las reservas obligatorias se situaron en 88 mm de euros, en promedio, y el recurso medio a la facilidad marginal de crédito, en 0,34 mm de euros. Las entidades de contrapartida han reembolsado voluntariamente hasta ahora 557 mm de euros de los 1.018,7 mm de euros obtenidos en las dos OFPML a tres años.

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

(porcentajes; datos diarios)



Fuentes: BCE y Thomson Reuters.

Recuadro 3

SITUACIÓN DE LIQUIDEZ Y OPERACIONES DE POLÍTICA MONETARIA EN EL PERÍODO COMPRENDIDO ENTRE EL 12 DE FEBRERO Y EL 13 DE MAYO DE 2014

En este recuadro se describen las operaciones de política monetaria del BCE realizadas durante los períodos de mantenimiento de reservas que finalizaron el 11 de marzo, el 8 de abril y el 13 de mayo de 2014, es decir, el segundo, tercero y cuarto períodos de mantenimiento del año.

Durante el período 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 período analizado también se llevaron a cabo mediante procedimientos de subasta a tipo de interés fijo con adjudicación plena. El tipo de interés de cada una de estas operaciones se fijó en la media de los tipos de las OPF ejecutadas durante la vigencia de las respectivas OFPML. Por último, el Consejo de Gobierno decidió mantener los tipos de interés oficiales del BCE sin variación durante el período de referencia.

Necesidades de liquidez

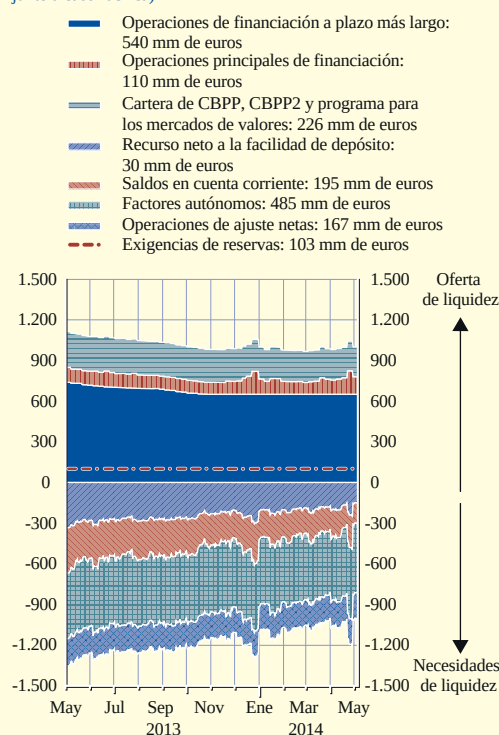
Durante el período considerado, las necesidades diarias de liquidez agregadas del sistema bancario, definidas como la suma de los factores autónomos y las exigencias de reservas, ascendieron en promedio a 588,1 mm de euros, lo que representa un descenso de 17 mm de euros con respecto a la media diaria del período de referencia anterior (del 13 de noviembre de 2013 al 11 de febrero de 2014). Los factores autónomos disminuyeron significativamente, desde una media de 501,8 mm de euros hasta una media de 484,8 mm de euros en el período de referencia. Las exigencias de reservas se mantuvieron básicamente sin variación, en una media de 103,3 mm de euros en el período analizado (véase gráfico A).

Examinando las contribuciones individuales a la variación registrada en la media de los factores autónomos se observa que los activos netos denominados en euros son los que tuvieron el mayor efecto en la liquidez, con un aumento medio de 31 mm de euros, pasando de una media de 447 mm de euros en el período de referencia anterior a una media de 478 mm de euros en el período de referencia actual. El incremento de estos activos netos refleja, entre otros aspectos, una reducción de los depósitos denominados en euros mantenidos en el Euro-sistema por bancos centrales extranjeros.

La provisión de liquidez resultante de este factor fue compensada parcialmente por el aumento de los depósitos de las Administraciones Públicas y de los billetes en circulación. Los depósitos de las Administraciones Públicas se incrementaron en 7,7 mm de euros durante el período analizado, pasando de una media de 73,9 mm de euros a una media de 81,6 mm de euros. Este componente continuó mostrando también una fuerte volatilidad, llegando a fluctuar hasta 59,4 mm de euros durante el período de referencia. Estas fluctuaciones tienen un impacto sustancial en la volatilidad de los factores autónomos; en particular, se observan aumentos significativos de los depósitos de las Administraciones Públicas entre los días 19 y 23 de cada mes durante el ciclo de recaudación de impuestos, y descensos a principios de cada mes coincidiendo con el pago de salarios, pensiones y prestaciones sociales. Sin

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

(mm de euros; las medias diarias del período de referencia se muestran junto a cada rúbrica)



Fuente: BCE.

embargo, el impacto en el nivel medio de los factores autónomos suele ser menos significativo. Los billetes en circulación se incrementaron en 4 mm de euros, en promedio, pasando de una media de 936,1 mm de euros en el período de referencia anterior a una media de 940,1 mm de euros en el período de referencia actual. Más concretamente, este componente aumentó en 6,3 mm de euros en el tercer período de mantenimiento, hasta situarse en un nivel medio de 938,4 mm de euros, y registró su máximo en el cuarto período de mantenimiento, con una media de 947,9 mm de euros, lo que refleja, en gran medida, un patrón de demanda estacional durante el período de Semana Santa.

Por último, los activos exteriores netos y otros factores autónomos prácticamente se compensaron entre sí desde el punto de vista de la liquidez, dado que las principales variaciones de estos componentes se derivaron de las amortizaciones trimestrales que afectan a cada partida de forma contraria. Los activos exteriores netos absorbieron liquidez por importe de 8,4 mm de euros durante el período analizado, habiendo descendido su promedio de 531,4 mm de euros a 523 mm de euros, mientras que otros factores autónomos proporcionaron liquidez adicional como consecuencia de su disminución de 6,1 mm de euros, hasta alcanzar una media de 463,7 mm de euros.

Los saldos diarios en cuenta corriente por encima de las exigencias de reservas alcanzaron un promedio de 92,2 mm de euros durante el período considerado, lo que representa un descenso de 34,1 mm de euros en comparación con el período anterior. Este descenso es coherente con la tendencia a la baja observada en el exceso de reservas desde comienzos de 2013. Los saldos diarios en cuenta corriente por encima de las exigencias de reservas continuaron reduciéndose en términos intermensuales, pasando de un máximo de 98,3 mm de euros en el segundo período de mantenimiento de 2014 a 87,7 mm de euros en el cuarto período de mantenimiento del año.

La disminución de los saldos en cuenta corriente fue gradual durante el segundo y tercer período de mantenimiento. Sin embargo, se observó una mayor volatilidad en el cuarto período de mantenimiento, en el que los saldos en cuenta corriente por encima de las exigencias de reservas fluctuaron entre un máximo de 145,4 mm de euros y un mínimo de 46,5 mm de euros, dado que las entidades de crédito aumentaron su recurso a las operaciones de financiación en un entorno de intensificación de las tensiones en los mercados monetarios a un día, mientras que el exceso de liquidez alcanzó niveles situados por debajo de los 100 mm de euros.

Oferta de liquidez

El volumen medio de liquidez proporcionado a través de las operaciones de mercado abierto siguió reduciéndose, pasando de 782,1 mm de euros durante el período de referencia anterior a 709,4 mm de euros. Esta reducción se explica principalmente por los reembolsos de las OFPML a tres años, mientras que la liquidez inyectada en las otras operaciones de financiación se incrementó, en promedio, compensando ligeramente la disminución del exceso de liquidez. Las operaciones de subasta¹ proporcionaron una media de 483,2 mm en forma de liquidez, lo que supone una disminución de 62 mm de euros en comparación con el período de referencia anterior. La liquidez inyectada a través de las OPF semanales se situó, en promedio, en 109,9 mm de euros, solo 0,4 mm de euros por debajo de la cifra del período de referencia previo. No obstante, los importes adjudicados semanalmente fueron más volátiles que en períodos precedentes y fluctuaron en un rango de entre un mínimo de 87 mm de euros el 5 de marzo de 2014 y un máximo de 172,6 mm de euros el 30 de abril de 2014, ya que las

1 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).

entidades de crédito ajustaron su demanda en consonancia con la evolución de las condiciones de liquidez y con la situación del mercado monetario.

Durante el período analizado, las OFPML con vencimiento a tres meses o con plazo de un período de mantenimiento contribuyeron, en promedio, 43,4 mm de euros a la oferta de liquidez, es decir, 11,8 mm de euros más que en el período anterior. Este elevado recurso medio a estas operaciones no se observaba desde comienzos de 2013. Las OFPML a tres años proporcionaron una media de 496,5 mm de euros, ya que las entidades de contrapartida reembolsaron 82,6 mm de euros durante el período considerado, importe similar al reembolsado en el período previo. El volumen de los reembolsos semanales ascendió a 8,7 mm de euros durante el segundo período de mantenimiento, un importe significativamente menor que el de los reembolsos de los meses anteriores. Sin embargo, los reembolsos semanales se aceleraron en el tercer y cuarto período de mantenimiento, hasta alcanzar un total de 41,9 mm de euros y 32 mm de euros, respectivamente, después de que el vencimiento residual de las dos OFPML a tres años pasara a ser inferior a un año. A finales de marzo, los reembolsos crecieron considerablemente ante la presentación de los estados financieros trimestrales.

El saldo vivo agregado de los valores mantenidos con fines de política monetaria, es decir, los adquiridos en el marco del primer y segundo programa de adquisiciones de bonos garantizados (CBPP y CBPP2) y del programa para los mercados de valores (SMP), se situó, en promedio, en 226,3 mm de euros, lo que representa una reducción de 10,6 mm de euros.

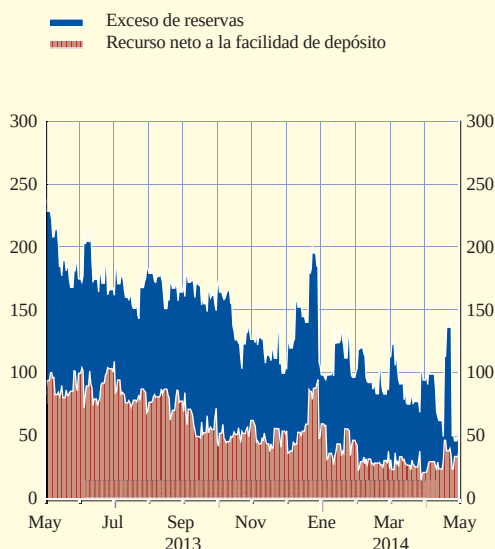
El saldo vivo de los valores adquiridos en el marco del CBPP, programa que finalizó en junio de 2010, ascendía a 37,8 mm de euros al final del período considerado, es decir, 1,9 mm de euros menos que en el período de referencia anterior, como consecuencia de los vencimientos. Los saldos vivos en el marco del programa CBPP2, que finalizó el 31 de octubre de 2012, ascendían a 14,4 mm de euros al término del período analizado, es decir, 0,6 mm de euros menos que en el período de referencia anterior, también como consecuencia de los vencimientos. El saldo vivo de los activos que se adquirieron en el marco del programa para los mercados de valores se redujo en 8,3 mm de euros durante el período de referencia, debido a las amortizaciones de la cartera. El saldo vivo al final de dicho período era de 167,4 mm de euros. Las operaciones de ajuste semanales de absorción de liquidez neutralizaron la liquidez inyectada a través del programa para los mercados de valores, aunque, en las cuatro últimas operaciones del período analizado, las pujas recibidas fueron inferiores al importe que se pretendía absorber. Estos episodios reflejaron el aumento de las tensiones en los tipos del mercado monetario como consecuencia de la reducción del exceso de liquidez, que, en ocasiones, llevó aparejados repuntes de los tipos de interés por encima de los tipos máximos de puja de estas operaciones de ajuste. En el gráfico A se resume la evolución de las necesidades de liquidez del sistema bancario y de la oferta de liquidez.

Exceso de liquidez

El exceso de liquidez siguió reduciéndose y se situó, en promedio, en 121,3 mm de euros en el período considerado, frente a los 176,9 mm de euros registrados en el período de referencia anterior. Al mismo tiempo, continuó siendo volátil, sobre todo durante el último período de mantenimiento, fluctuando durante el período analizado entre 179,5 mm de euros (6 de mayo de 2014) y 74 mm de euros (7 de mayo de 2014). Como se explicaba anteriormente, los principales factores determinantes fueron el incremento y las fluctuaciones de los depósitos de las Administraciones Públicas, el aumento de los billetes en circulación, el significativo importe de los reembolsos efectuados durante el período considerado y la mayor volatilidad de los importes adjudicados a través de OPF. Dado que

Gráfico B Evolución del exceso de liquidez y su distribución entre el exceso de reservas y las facilidades permanentes

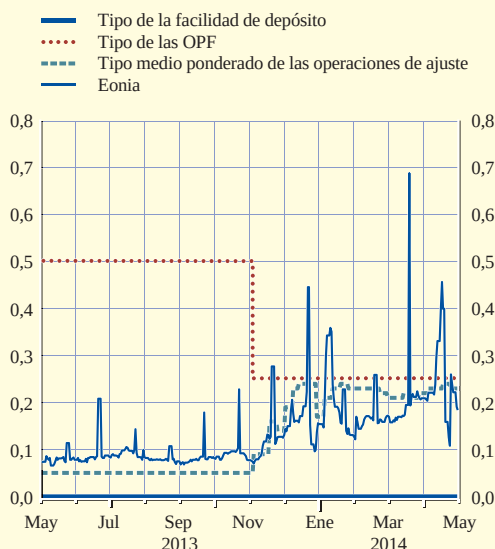
(mm de euros; datos diarios)



Fuente: BCE.

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

(porcentajes; datos diarios)



Fuente: BCE.

el tipo de interés de la facilidad de depósito se situó en el 0 % y, por consiguiente, era igual al de la remuneración del exceso de reservas, a las entidades de contrapartida les resultó, en gran medida, indiferente dónde colocar su exceso de liquidez. En los tres períodos de mantenimiento considerados, el patrón ha sido bastante estable, manteniéndose alrededor del 24 % del exceso de liquidez en la facilidad de depósito y el 76 % en forma de exceso de reservas. Sin embargo, puede observarse que, en la última semana de los períodos de mantenimiento, que es cuando más entidades de contrapartida han cumplido ya las exigencias de reservas, aumenta la proporción de exceso de liquidez en la facilidad de depósito. Este hecho fue especialmente notable en el cuarto período de mantenimiento de 2014, cuando en promedio, un 39 % del exceso de liquidez se mantuvo en la facilidad de depósito durante la última semana (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 variación en el 0,75 %, el 0,25 % y el 0 %, respectivamente. En vista de la reducción del exceso de liquidez, tanto el nivel como la volatilidad del eonia aumentaron en comparación con el período de referencia anterior. El eonia se situó, en promedio, en 20,7 puntos básicos, frente a los 16,9 puntos básicos de los tres períodos de mantenimiento anteriores. Dentro del período de referencia, el eonia fluctuó entre 10,8 y 68,8 puntos básicos, situándose, en promedio, en el segundo período de mantenimiento en 17,2 puntos básicos. Luego aumentó hasta 20,1 puntos básicos en el tercer período de mantenimiento y hasta 24 puntos básicos en el cuarto período de mantenimiento. Los tipos de interés de las operaciones de ajuste semanales de absorción de liquidez también alcanzaron niveles significativamente más elevados que en el período de referencia anterior, fluctuando el tipo medio ponderado de adjudicación entre 21 y 24 puntos básicos en el período considerado (véase gráfico C).

2.4 MERCADOS DE RENTA FIJA

Entre finales de febrero y principios de junio de 2014, los rendimientos de la deuda pública de la zona del euro y de Estados Unidos registraron un descenso que se acentuó en la segunda mitad de mayo y fue seguido por una recuperación parcial a principios de junio. El menor rendimiento de la deuda pública fue consecuencia del impacto de la publicación de datos económicos dispares y de un aumento de las tensiones que estaban experimentando los participantes en el mercado debido a las turbulencias geopolíticas. En la primera parte del periodo analizado, los anuncios del Comité de Operaciones de Mercado Abierto de la Reserva Federal sobre el programa de relajación cuantitativa de Estados Unidos también pueden haber ejercido presiones a la baja sobre los rendimientos. Los diferenciales entre el rendimiento de la deuda soberana de la zona del euro y el tipo swap del eonia se estrecharon en un entorno caracterizado por la recuperación de la confianza y por unas expectativas básicamente estables acerca de la incertidumbre de los mercados de renta fija. Los indicadores financieros de las expectativas de inflación a largo plazo de la zona del euro no experimentaron variaciones significativas y siguieron siendo plenamente acordes con la estabilidad de precios.

En el período comprendido entre finales de febrero y el 4 de junio de 2014, el rendimiento de la deuda pública a diez años con calificación AAA de la zona del euro retrocedió unos 25 puntos básicos, hasta el 1,6% (véase gráfico 21). Durante el mismo período, el rendimiento de la deuda pública a diez años de Estados Unidos descendió 5 puntos básicos, hasta situarse en el 2,6%, mientras que en Japón permaneció básicamente estable en torno al 0,6%. En la zona del euro, la curva de tipos en su conjunto se desplazó a la baja, con los rendimientos de la deuda pública a cinco y dos años con calificación AAA disminuyendo también durante el período analizado. Para estos vencimientos los descensos fueron menos acusados que para la deuda a diez años, siendo de 20 y 10 puntos básicos, respectivamente. Como consecuencia, la pendiente de la curva, medida por la diferencia entre el rendimiento de los bonos a diez y dos años, se redujo en torno a 15 puntos básicos en el período considerado.

A comienzos de marzo, el rendimiento de la deuda pública a largo plazo con calificación AAA de la zona del euro aumentó, aunque de manera menos acusada que el rendimiento de los bonos estadounidenses a largo plazo, a raíz de la publicación de datos positivos sobre el mercado de trabajo de Estados Unidos. Tras algún retroceso, los rendimientos de la zona del euro se incrementaron de nuevo debido, entre otros factores, a la decisión del Comité de Operaciones de Mercado Abierto de la Reserva Federal de reducir adicionalmente el ritmo de las compras de activos, así como a la publicación de los datos del índice de directores de compras tanto de Estados Unidos como de la zona del euro. No obstante, desde aproximadamente el 20 de marzo hasta mediados de abril, el

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.

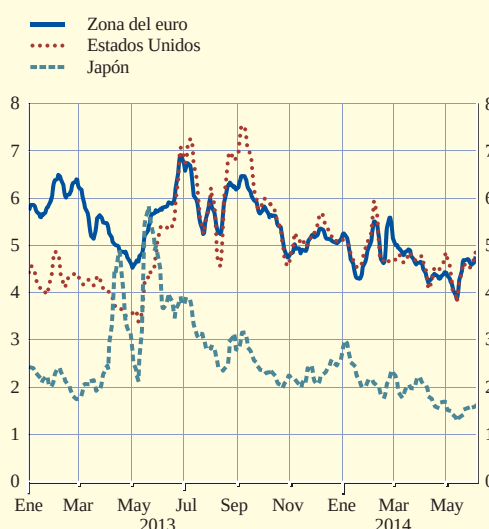
rendimiento de la deuda de la zona del euro experimentó un descenso, como consecuencia principalmente de la publicación de datos económicos dispares, en particular de datos poco favorables sobre el mercado de trabajo de Estados Unidos. Entre mediados de abril y mediados de mayo, los rendimientos de los bonos a largo plazo a ambos lados del Atlántico siguieron siendo ligeramente volátiles, sin seguir una tendencia concreta, al contraponer los mercados la publicación de datos positivos, especialmente sobre la producción industrial en ambas áreas económicas, con la creciente inquietud acerca de los riesgos geopolíticos asociados a la crisis política de Ucrania. Sin embargo, el rendimiento de la deuda pública a largo plazo reanudó su descenso en las dos principales áreas económicas en torno a mediados de mayo, debido fundamentalmente a la publicación de datos del PIB peores de lo esperado tanto para algunos países de la zona del euro como para la zona en su conjunto, así como a una mejora de las expectativas de los mercados sobre la adopción de medidas de política monetaria por parte del BCE. Los resultados electorales de Ucrania, que habían contribuido a relajar las tensiones geopolíticas y a restaurar la confianza, pueden haber influido en el estrechamiento de los diferenciales durante este período. En conjunto, estos factores parecen haber pesado más que los datos económicos positivos publicados durante dicho período en Estados Unidos, que, por el contrario, probablemente tuvieron un efecto favorable en los mercados de renta variable. A comienzos de junio, el rendimiento de la deuda pública a largo plazo se incrementó un total de 10 y 15 puntos básicos en la zona del euro y en Estados Unidos, respectivamente. Este aumento se produjo principalmente como consecuencia de una mejora adicional de la situación económica de Estados Unidos, mientras que la publicación de datos peores de lo esperado relativos a la inflación y a la actividad de la industria manufacturera en la zona del euro parece haber tenido solo un efecto marginal.

La incertidumbre de los inversores sobre la evolución a corto plazo de los mercados de renta fija, medida por la volatilidad implícita obtenida de las opciones sobre bonos a corto plazo, permaneció básicamente estable en la zona del euro durante el período analizado, mientras que aumentó ligeramente en Estados Unidos (véase gráfico 22). En conjunto, en ambas áreas económicas, la volatilidad implícita tendió a disminuir desde comienzos de marzo y alcanzó valores relativamente bajos en torno a mediados de mayo. Durante el resto del mes, retornó a valores ligeramente inferiores a los registrados a finales de febrero, pero aumentó a un ritmo más rápido a principios de junio, también debido al incremento del rendimiento de la deuda pública a largo plazo, que se situó aproximadamente en el 4,9% en las dos áreas económicas el 4 de junio.

En consonancia con la estabilidad general de la volatilidad implícita de los bonos, las tensiones en los mercados de deuda soberana de la zona del euro se mantuvieron, en general, contenidas. Algunos episodios transitorios de volatilidad fueron reflejo, principalmente, de la evolución de los factores geopolíticos durante el período analizado y,

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 de 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.

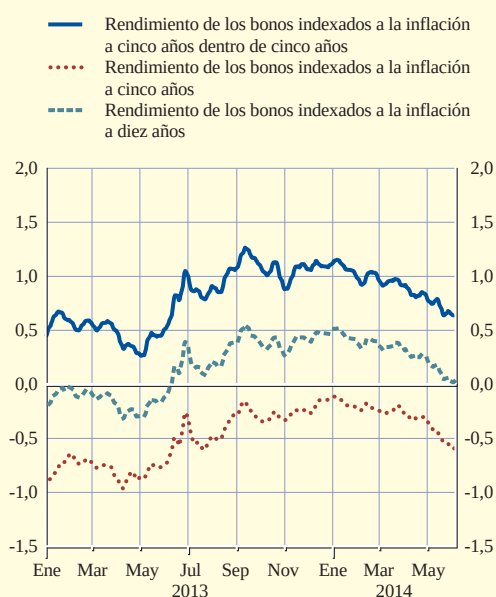
en torno a mediados de mayo, del impacto de la publicación de los datos del PIB anteriormente mencionados. Desde finales de mayo, a medida que los rendimientos de la deuda pública con calificación AAA de la zona del euro aumentaron, también se registraron subidas en muchos mercados de deuda soberana de la zona del euro, de entre 6 y 30 puntos básicos en conjunto. El rendimiento de los bonos a largo plazo disminuyó, en general, en la mayoría de los países de la zona del euro, entre 10 y 120 puntos básicos desde finales de febrero hasta el 4 de junio. Durante el mismo período, los diferenciales de rendimientos de la deuda a largo plazo frente al tipo *swap* del eonia también se redujeron entre 15 y 100 puntos básicos en la mayoría de los países. El estrechamiento de los diferenciales es acorde con el restablecimiento de la confianza de los inversores, sustentada en el éxito de la emisión de deuda pública en una serie de países que, anteriormente, se habían visto notablemente afectados por la crisis, así como en las noticias positivas sobre su calificación crediticia.

En conjunto, el rendimiento real de los bonos de la zona del euro, medido por el rendimiento de la deuda pública indexada a la inflación, disminuyó ligeramente en el período considerado, generalmente en consonancia con la caída de los tipos de interés nominales a largo plazo¹ (véase gráfico 23). Entre finales de febrero y principios de junio, los rendimientos reales de los bonos a cinco y diez años se redujeron entre 30 y 35 puntos básicos, hasta situarse en el -0,57% y el 0,04%, respectivamente. El descenso fue más limitado en marzo, en concreto en torno a 5 puntos básicos para ambos plazos, pero

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.

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 de 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 de Alemania, estimadas por separado.

cobró impulso en abril y en mayo, cuando cayó alrededor de 10 puntos básicos, en promedio, cada mes. A comienzos de junio esta caída revirtió ligeramente. Habida cuenta de la variación observada en los rendimientos reales de los bonos a cinco y diez años, los tipos de interés reales a largo plazo de la zona del euro retrocedieron 30 puntos básicos, situándose por debajo del 0,7% a finales del período analizado.

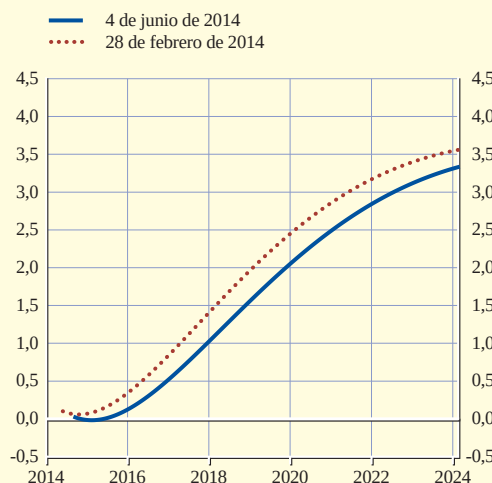
Como el descenso de los rendimientos nominales y reales durante el período considerado fue prácticamente similar, los indicadores de los mercados financieros de las expectativas de inflación a largo plazo en la zona del euro no experimentaron variaciones significativas desde finales de febrero. La tasa de inflación a diez años implícita en los bonos indexados a la inflación aumentó ligeramente, en concreto 6 puntos básicos, hasta situarse en el 1,65%. Por el contrario, la tasa de inflación implícita a cinco años registró un incremento más significativo, de 13 puntos básicos, situándose en torno al 1,15%. En consecuencia, la tasa de inflación implícita a cinco años dentro de cinco años descendió ligeramente, 2 puntos básicos, entre finales de febrero y el 4 de junio, hasta situarse ligeramente por debajo del 2,2% en esta última fecha (véase gráfico 24). Las tasas de inflación implícitas a largo plazo calculadas a partir de los *swap* de inflación, que son algo menos volátiles, también disminuyeron 3 puntos básicos en el período analizado, situándose en el 2,1% a principios de junio. En conjunto, teniendo en cuenta las primas de riesgo de inflación y de liquidez incorporadas en los bonos indexados a la inflación, así como la volatilidad histórica del rendimiento de dichos bonos, los indicadores de mercado sugieren que las expectativas de inflación a largo plazo siguen siendo plenamente acordes con la estabilidad de precios².

La curva de tipos *forward* implícitos a un día de la zona del euro se desplazó a la baja entre 7 y 35 puntos básicos entre finales de febrero y el 4 de junio. El descenso fue poco significativo para los vencimientos de hasta un año, en concreto alrededor de 10 puntos básicos, pero fue más acusado para los plazos más largos, registrándose un máximo de 35 puntos básicos para los vencimientos en torno a seis años y superiores (véase gráfico 25).

En el período analizado, el rendimiento de los bonos con calificación de grado de inversión, emitidos tanto por las sociedades no financieras como por las instituciones financieras de la zona del euro, y en todas las calificaciones crediticias, disminuyó en consonancia con el descenso registrado en el rendimiento de la deuda pública a largo plazo. Si se consideran las emisiones de las sociedades no financieras, los rendimientos se redujeron entre 19 y 30 puntos básicos, en conjunto, y fluctuaron entre el 0,92% para los emisores con calificación AAA y el 2,4% para los emisores con calificación BBB a comienzos de junio. Los diferenciales de estos bonos (en comparación con el índice Merrill Lynch EMU

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.

² 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, noviembre de 2012.

de deuda pública con calificación AAA) también se estrecharon, en general, tanto en el caso de los emitidos por las sociedades no financieras como por las instituciones financieras y en todas las categorías de calificación, en concreto entre 3 y 20 puntos básicos. En conjunto, para la mayoría de las calificaciones, los diferenciales de los valores de renta fija privada siguieron siendo reducidos en comparación con los máximos relativos registrados a comienzos de 2013.

2.5 MERCADOS DE RENTA VARIABLE

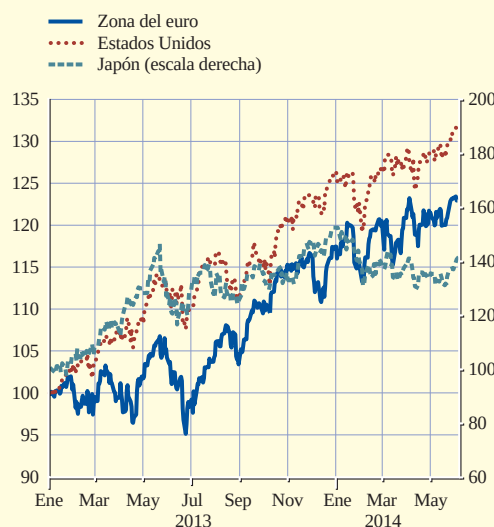
Entre finales de febrero y comienzos de junio de 2014, las cotizaciones bursátiles se incrementaron tanto en la zona del euro como en Estados Unidos como consecuencia de la publicación de datos, en general, positivos sobre beneficios y de algunas señales de un repunte de la actividad económica, aunque los datos publicados fueron bastante dispares durante el período analizado. Sin embargo, especialmente en los dos primeros meses del período considerado, el aumento de las tensiones geopolíticas y la decisión del Comité de Operaciones de Mercado Abierto de la Reserva Federal de Estados Unidos de reducir las compras de activos afectaron de nuevo a las cotizaciones bursátiles.

Durante el período considerado, los precios de las acciones aumentaron en las dos principales áreas económicas. En la zona del euro, el índice Dow Jones EURO STOXX amplio se incrementó un 2% entre finales de febrero y el 4 de junio, mientras que el índice Standard & Poor's 500 de Estados Unidos registró un avance del 3,7%. Las cotizaciones bursátiles de Japón, medidas por el índice Nikkei 225, también experimentaron un alza del 1,5% durante el mismo período (véase gráfico 26).

Durante marzo y abril, las cotizaciones bursátiles de la zona del euro y de Estados Unidos solo aumentaron ligeramente, en torno a un 0,7% y un 1,3%, respectivamente, con una volatilidad limitada reflejo de los efectos relativos de los datos económicos publicados y de las tensiones geopolíticas registradas a raíz de la crisis política en Ucrania. El anuncio del Comité de Operaciones de Mercado Abierto de la Reserva Federal, en marzo, de que reduciría adicionalmente las compras de activos y la revisión de la política de *forward guidance* también podrían haber afectado a la evolución de los precios de las acciones. Sin embargo, la decisión similar que adoptó el Comité el 30 de abril había sido anticipada en gran medida y tuvo, por tanto, un impacto moderado en los mercados bursátiles mundiales. Los precios de las acciones de Japón, medidos por el índice Nikkei 225, cayeron aproximadamente un 4% en marzo y abril. La mayor parte de las ganancias contabilizadas en los mercados de renta variable de la zona del euro y de Estados Unidos durante el período analizado se obtuvieron en el último mes, gracias a los datos positivos publicados en torno a mediados de mayo

Gráfico 26 Índices bursátiles

(índice: 1 de enero de 2013 = 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.

sobre la actividad en el sector manufacturero, el mercado de trabajo y la venta de viviendas en Estados Unidos, y también debido al resultado de las elecciones al Parlamento Europeo. Los resultados electorales de Ucrania también contribuyeron a relajar las tensiones geopolíticas y a restaurar la confianza. La publicación de nuevos datos positivos desde finales de mayo en Estados Unidos favoreció también de nuevo a los mercados bursátiles. En mayo y principios de junio, los precios de las acciones de la zona del euro se incrementaron un 1,2%, mientras que los de Estados Unidos aumentaron un 2,3%. Las cotizaciones experimentaron un alza también en Japón, favorecidas asimismo por factores internos, tales como un índice PMI mejor de lo esperado y un fuerte repunte de los gastos de capital, y por las expectativas de los mercados sobre la posible prolongación de la política de relajación monetaria por parte del banco central.

En consonancia con el aumento del índice general, las cotizaciones bursátiles también se incrementaron en la mayoría de los sectores de la zona del euro (véase cuadro 6). Se registraron, sin embargo, descensos limitados en los precios de las acciones de los sectores financiero y tecnológico, así como en las cotizaciones del sector de servicios de consumo. En relación con el sector financiero más concretamente, las cotizaciones bursátiles de los bancos europeos reaccionaron positivamente a la publicación a finales de abril de 2014, por parte de la Autoridad Bancaria Europea, de la metodología y los escenarios macroeconómicos para la próxima prueba de resistencia de los balances de las entidades de crédito correspondiente a 2014, aunque, no obstante, el índice sectorial retrocedió en su conjunto un 1 % durante el período de referencia. Al mismo tiempo, los valores de renta variable registraron ganancias superiores a la media en los sectores de agua, gas y electricidad, petróleo y energía y telecomunicaciones.

La incertidumbre de los mercados bursátiles, medida por la volatilidad implícita, permaneció prácticamente estable en la zona del euro entre finales de febrero y comienzos de junio, mientras que cayó alrededor de 0,8 puntos porcentuales en Estados Unidos durante el mismo período. En conjunto, la volatilidad implícita no presentó fluctuaciones significativas durante el período analizado, excepto en torno a mediados de marzo, cuando se produjo un repunte transitorio relacionado con la intensificación de las

Cuadro 6 Variación de los precios del índice Dow Jones EURO STOXX, por sectores económicos

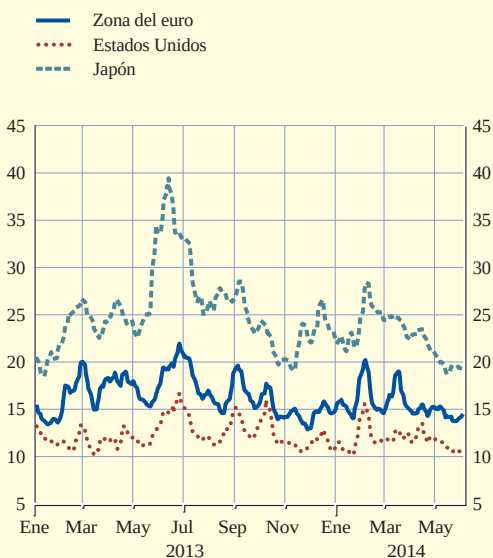
(porcentajes de los precios a fin de período)

	EURO STOXX	Materias primas	Servicios de consumo	Bienes de consumo	Petróleo y gas	Financiero	Sanidad	Industrial	Tecno- logía	Tele- comuni- caciones	Agua, gas, eléctric.
Participación del sector en la capitalización bursátil (datos a fin de período)	100,0	9,9	6,7	16,8	6,6	23,4	5,1	15,6	5,1	4,6	6,2
Variación de los precios (datos a fin de período)											
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	-10,2	-6,4	-8,8	-8,1	-10,7	-14,3	3,9	-12,7	-11,7	-16,0	-10,0
IV 2013	7,3	9,5	7,1	3,4	0,9	12,5	6,0	7,5	7,2	6,8	4,3
I 2014	2,9	-1,2	2,1	1,9	5,1	5,0	-1,4	1,9	-0,8	3,0	13,4
Abr 2014	0,5	1,8	-2,2	1,2	6,2	-0,3	1,8	0,1	-3,4	3,9	-2,5
May 2014	1,5	2,6	1,9	2,4	-0,3	-0,2	0,8	1,3	3,3	2,1	4,2
28 feb. 2014-4 jun. 2014	2,0	2,1	-0,7	3,5	7,0	-0,7	1,9	1,2	-0,4	8,2	6,8

Fuentes: Thomson Reuters y cálculos del BCE.

Gráfico 27 Volatilidad implícita de los mercados de renta variable

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

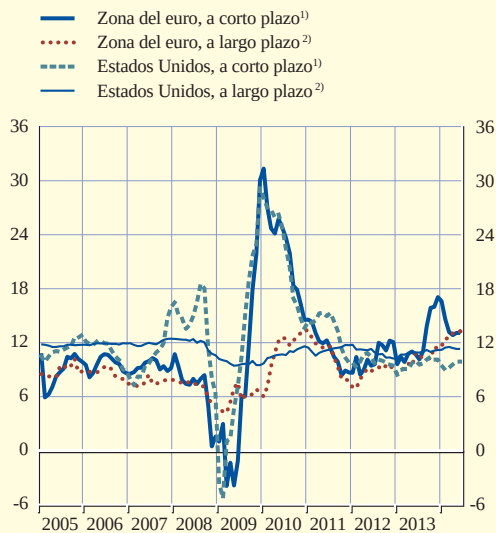


Fuente: Bloomberg.

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.

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).

tensiones geopolíticas y, posiblemente, con la decisión del Comité de Operaciones de Mercado Abierto de la Reserva Federal de reducir las compras de activos, y —en el caso de la zona del euro— a comienzos de junio, en un contexto de aumento del rendimiento de la deuda soberana y de unas expectativas de mayor volatilidad en los mercados de renta fija.

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

En el período comprendido entre diciembre de 2013 y abril de 2014, el coste real de la financiación de las sociedades no financieras de la zona del euro aumentó ligeramente, como consecuencia del incremento del coste real de las acciones y de los préstamos bancarios, que quedó parcialmente compensado por el descenso del coste real de los valores de renta fija. En cuanto a los flujos de financiación, los préstamos bancarios otorgados a las sociedades no financieras continuaron disminuyendo en los cuatro primeros meses de 2014. La persistente fragilidad de la recuperación económica durante el primer trimestre de 2014 siguió ejerciendo cierta presión a la baja sobre la demanda de préstamos. Por lo que respecta a la oferta, la necesidad de las entidades de crédito de mejorar sus ratios de capital limitó su capacidad para conceder crédito a las sociedades no financieras. En este contexto, la evidencia procedente de encuestas correspondientes al primer trimestre de 2014 sugiere que, en términos netos, los bancos mantuvieron las restrictivas condiciones de aprobación del crédito a las sociedades no financieras, en general, sin variación con respecto a los niveles registrados en el trimestre anterior. Sin embargo, las emisiones

de valores de renta fija y, en menor medida, de acciones cotizadas continuaron respaldando los flujos de financiación externa hacia las sociedades no financieras de la zona del euro. En el primer trimestre de 2014, las empresas de la zona siguieron registrando una posición acreedora neta total.

CONDICIONES DE FINANCIACIÓN

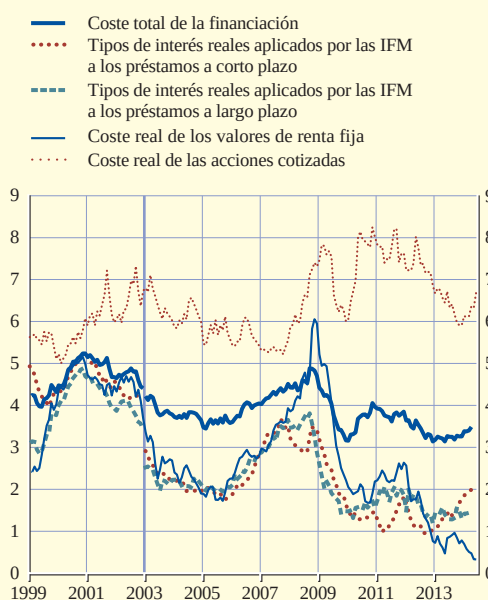
En abril de 2014, el coste real de la financiación externa de las sociedades no financieras de la zona del euro, calculado mediante la ponderación del coste de distintas fuentes de financiación a partir de sus saldos vivos, corregido de efectos de valoración, se incrementó ligeramente, hasta el 3,5%, desde el 3,3% de diciembre de 2013 (véase gráfico 29). En comparación con el último mes del año anterior, la evolución del índice general reflejó una subida de 45 puntos básicos en el coste real de las acciones, mientras que el coste real de los valores de renta fija se redujo 31 puntos básicos. En ese mismo período, el tipo de interés real de los préstamos bancarios a corto y a largo plazo concedidos a las sociedades no financieras se elevó 21 y 7 puntos básicos, respectivamente. Los datos disponibles hasta mayo de 2014 sugieren que el coste real de las acciones ha experimentado un nuevo incremento adicional, mientras que el coste real de los valores de renta fija ha disminuido, situándose en un mínimo histórico desde enero de 1999.

Examinando los componentes de la financiación externa con más detalle, en el período comprendido entre diciembre de 2013 y abril de 2014, los tipos de interés nominales que aplican las IFM a los nuevos préstamos concedidos a las sociedades no financieras prácticamente no se modificaron en el caso de los préstamos de hasta un millón de euros. En ese mismo período, los tipos de interés nominales correspondientes a los nuevos préstamos de más de un millón de euros con períodos más cortos de fijación del tipo inicial disminuyeron ligeramente, mientras que los tipos nominales de los préstamos de más de un millón de euros con períodos más largos de fijación del tipo inicial se mantuvieron sin variación (véase cuadro 7). 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 aumentó levemente, en 5 puntos básicos, en el caso de los préstamos con períodos más cortos de fijación del tipo inicial, y permaneció estable en el caso de los préstamos con período de fijación del tipo inicial de más de cinco años.

En el período comprendido entre diciembre de 2013 y abril de 2014, la percepción de que el riesgo de crédito de los prestatarios era elevado y de que los rendimientos de la deuda soberana de la zona del euro estaban disminuyendo ejerció presiones al alza sobre el diferencial entre los tipos de interés de los préstamos bancarios y los tipos de interés de

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

(porcentajes; datos mensuales)



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

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

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

(porcentajes; puntos básicos)

							Variaciones en puntos básicos hasta abril de 2014 ¹⁾		
	I 2013	II 2013	III 2013	IV 2013	Mar 2013	Abr 2014	Ene 2013	Ene 2014	Mar 2014
Tipos de interés aplicados por las IFM									
Descubiertos en cuenta de las sociedades no financieras	3,94	3,89	3,86	3,79	3,78	3,81	-17	-4	3
Préstamos a las sociedades no financieras hasta un millón de euros									
A tipo flexible y hasta un año de fijación del tipo inicial	3,75	3,73	3,76	3,79	3,79	3,80	1	-5	1
Más de cinco años de fijación del tipo inicial	3,49	3,29	3,26	3,27	3,28	3,27	-12	-1	-1
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	2,12	2,17	2,15	2,29	2,26	2,25	5	0	-1
Más de cinco años de fijación del tipo inicial	2,85	2,93	3,06	2,96	2,98	2,97	1	-6	-1
Pro memoria									
Tipo de interés a tres meses del mercado monetario	0,21	0,22	0,23	0,29	0,31	0,34	11	4	3
Rendimiento de la deuda pública a dos años	0,07	0,30	0,22	0,25	0,17	0,16	-15	5	-1
Rendimiento de la deuda pública a siete años	1,10	1,51	1,42	1,58	1,21	1,13	-30	-12	-8

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.

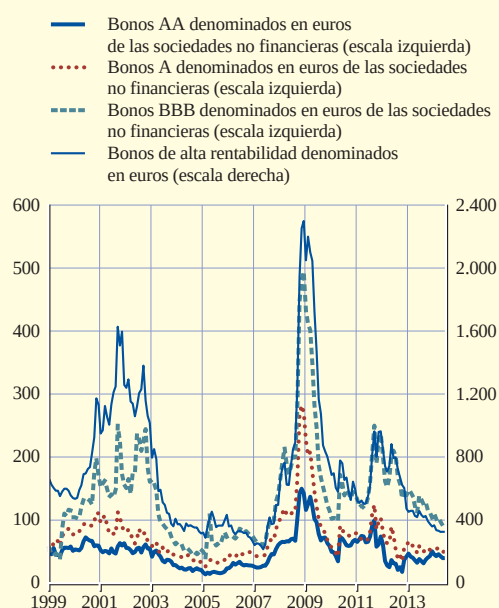
1) Pueden producirse discrepancias, debido al redondeo.

mercado. Por ejemplo, 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 amplió de 137 puntos básicos en diciembre de 2013 a 184 puntos básicos en abril de 2014. Sin embargo, en los plazos cortos, el diferencial entre los tipos de interés de los préstamos bancarios y los tipos de interés de mercado siguió contrayéndose. En abril de 2014, el diferencial entre los tipos de interés de los préstamos bancarios de hasta un millón de euros y el euríbor a tres meses cayó hasta situarse en 346 puntos básicos (frente a 350 puntos básicos en diciembre de 2013). En el caso de los préstamos de más de un millón de euros, la disminución fue similar, y el diferencial entre el tipo de interés bancario y el euríbor a tres meses se redujo a 191 puntos básicos (desde 200 puntos básicos en diciembre de 2013).

En cuanto a la evidencia procedente de las encuestas sobre la oferta y la demanda de préstamos bancarios a sociedades no financieras de la zona del euro, la encuesta sobre préstamos bancarios de abril de 2014 correspondiente al primer trimestre

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

(puntos básicos; medias mensuales)



Fuentes: Thomson Reuters y cálculos del BCE.

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

de 2014 mostró que los criterios de concesión de préstamos a las sociedades no financieras siguieron siendo restrictivos y prácticamente no variaron en comparación con el último trimestre de 2013. Sin embargo, el nivel de endurecimiento neto permanece en el nivel histórico más bajo registrado desde que comenzó a realizarse esta encuesta. La percepción de menor riesgo de crédito de los prestatarios, combinada con una mejora moderada de las perspectivas económicas, se tradujo en una ligera relajación neta de los criterios de concesión de crédito bancario a las empresas. Desde el punto de vista de la oferta de crédito, una cierta disminución de los problemas de disponibilidad de fondos de los bancos y la reducción de los costes de financiación de las entidades de crédito también contribuyeron ligeramente a la relajación neta de los criterios de aprobación de préstamos a las empresas. Para el segundo trimestre de 2014, las entidades de crédito esperan que continúe dicha relajación neta³. En cuanto a las condiciones de financiación en los mercados, en el período comprendido entre diciembre de 2013 y abril de 2014 (el último mes para el que se dispone de datos completos), los diferenciales entre el coste de los valores de renta fija de las sociedades no financieras y el rendimiento de la deuda pública con calificación AAA continuaron reduciéndose. La contracción fue generalizada en las distintas categorías de calificación de los valores de renta fija privada, pero fue más notable en el caso de los bonos con calificación más baja («de alta rentabilidad»), donde fue de 35 puntos básicos (véase gráfico 30).

FLUJOS DE FINANCIACIÓN

Entre diciembre de 2013 y marzo de 2014, la debilidad de la actividad económica y la reducida inflación, combinadas con una actividad de emisión de acciones por parte de las sociedades no financieras relativamente intensa, se tradujeron en un nuevo descenso del beneficio por acción de este sector en la zona del euro. En concreto, la tasa de variación interanual de los beneficios por acción de las sociedades cotizadas de la zona del euro fue del -6,7% en mayo de 2014, frente al -7,7% de diciembre de 2013 (véase gráfico 31). De cara al futuro, basándose en los indicadores de proveedores de mercado, los participantes en el mercado esperan que el ritmo de contracción del beneficio por acción se modere gradualmente hasta recuperar niveles positivos en el cuarto trimestre del año en curso.

La financiación externa de las empresas mantuvo su considerable falta de dinamismo en el primer trimestre de 2014. Esta evolución fue reflejo tanto de factores de demanda, según muestra la todavía frágil recuperación de la inversión empresarial, como de la persistencia de algunas restricciones en la oferta de financiación, sobre todo a las pequeñas y medianas empresas (pymes). Los préstamos concedidos por las IFM (ajustados de ventas y titulizaciones) se contrajeron un 3,1% en comparación con el mismo trimestre del año anterior, es decir, a una tasa que no varió con respecto a la registrada en el cuarto trimestre de 2013. En abril de 2014, el ritmo de contracción se moderó ligeramente y la tasa de crecimiento interanual se situó en el -2,7% (véase también el recuadro 1). La actual disminución de los préstamos concedidos por las IFM a las grandes sociedades no financieras se vio parcialmente

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.

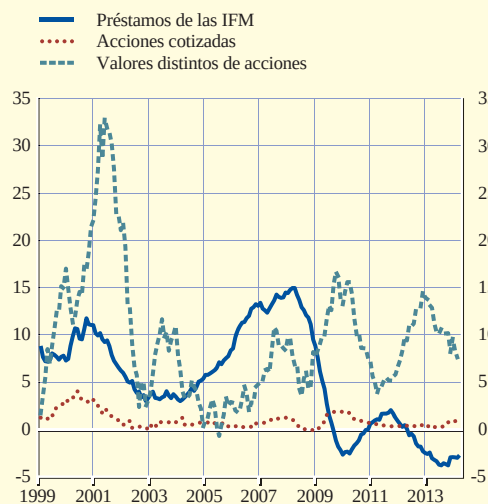
³ Para más información, véase el recuadro titulado «The results of the euro area bank lending survey for the first quarter of 2014», en la versión en inglés del *Boletín Mensual*, BCE, mayo de 2014.

compensada por la capacidad de estas empresas para recurrir a otras fuentes de financiación externa. Pese a que el crecimiento interanual de la emisión neta de valores distintos de acciones por parte de las sociedades no financieras se situó por debajo del 8,1 % registrado en el cuarto trimestre de 2013 (véase gráfico 32), se mantuvo en niveles altos, del 7,6 %, en el primer trimestre de 2014, situándose, por tanto, claramente por encima de la tasa de crecimiento de la emisión de acciones, que fue del 1,2 %, frente al 0,7 % del cuarto trimestre de 2013 (véase cuadro 8).

Tradicionalmente, el mercado de valores de renta fija privada de la zona del euro se ha concentrado en grandes empresas con elevadas calificaciones crediticias ubicadas en unos pocos países. Los datos mensuales sobre emisiones netas de valores distintos de acciones, disponibles hasta marzo de 2014, confirman este patrón, de forma que las pymes se han beneficiado solo de forma indirecta de la intensa actividad de emisión de valores de renta fija privada. Además, desde 2007, las emisiones de valores distintos de acciones por parte de las sociedades no financieras se han inclinado hacia instrumentos a más largo plazo. Esta dinámica se mantenía en marzo de 2014, cuando el porcentaje de instrumentos representativos de deuda a largo plazo emitidos por las sociedades no financieras aumentó hasta el 92 % (desde el 84 % de 2007).

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.

Cuadro 8 Financiación de las sociedades no financieras

	Tasas de crecimiento interanual				
	2013 I	2013 II	2013 III	2013 IV	2014 I
Préstamos de IFM	-2,5	-3,4	-3,6	-3,0	-3,0
Hasta un año	1,5	-2,1	-3,1	-4,0	-4,9
De uno a cinco años	-6,3	-6,2	-5,6	-5,7	-4,7
Más de cinco años	-2,9	-3,0	-3,2	-1,7	-1,7
Valores distintos de acciones	13,1	10,3	10,2	8,2	7,6
A corto plazo	7,9	-9,3	0,6	-8,7	-8,6
A largo plazo, de los cuales ¹⁾	13,7	12,6	11,2	9,7	9,2
A tipo fijo	15,1	13,7	11,3	9,5	8,8
A tipo variable	-0,2	4,9	11,1	11,1	12,9
Acciones cotizadas	0,1	0,4	0,3	0,7	1,2
Pro memoria²⁾					
Total financiación	1,2	0,7	0,7	0,7	-
Préstamos a sociedades no financieras	0,2	-0,7	-1,3	-1,1	-
Reservas técnicas de seguro ³⁾	1,2	1,1	1,0	1,0	-

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.

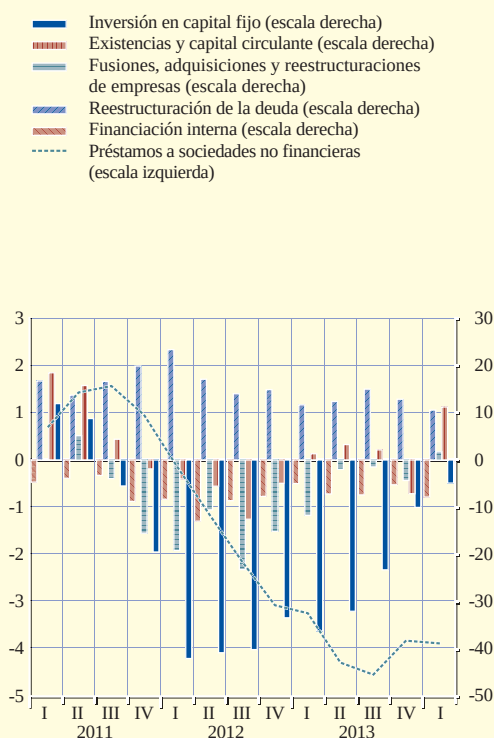
3) Incluye las reservas de los fondos de pensiones.

En el primer trimestre de 2014, los préstamos de las IFM a las sociedades no financieras que registraron la contracción más acusada fueron aquellos con período de fijación del tipo inicial de hasta un año. Sin embargo, el ritmo de contracción se moderó, aunque continuó siendo elevado, en el caso de los préstamos con período de fijación del tipo inicial de entre uno y cinco años (véase cuadro 8).

Los resultados de la encuesta sobre préstamos bancarios de abril de 2014 correspondiente al primer trimestre de 2014 mostraron que la demanda neta de préstamos por parte de las sociedades no financieras (es decir, la diferencia entre la suma de los porcentajes de bancos que indicaron un aumento de la demanda y la de los bancos que señalaron un descenso) recuperó niveles positivos en todas las categorías de préstamo. La demanda neta de préstamos a empresas aumentó hasta el 2% en el primer trimestre de 2014, desde el -11% del trimestre anterior, pasando a ser positiva por primera vez desde el segundo trimestre de 2011, y situándose por encima de su media histórica. Las existencias y el capital circulante, así como la reestructuración de la deuda, fueron los conceptos que más contribuyeron a la demanda de préstamos por parte de las empresas en el primer trimestre de 2014. La inversión en capital fijo continuó lastrando esta demanda, aunque en menor medida que en el trimestre anterior. Como consecuencia de la acumulación de grandes

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)

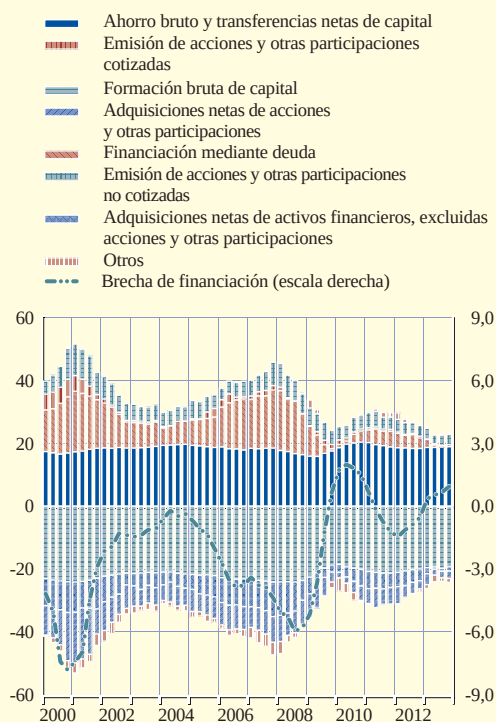


Fuente: BCE.

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 el de las que indican que ha contribuido a una reducción. En la escala derecha, las variables se presentan en porcentajes netos.

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.

colchones de liquidez, la financiación interna contribuyó más negativamente a la demanda de préstamos en el primer trimestre de 2014 que en el trimestre precedente (véase gráfico 33).

La brecha 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, continuó siendo positiva y se incrementó hasta el 0,9 % en el último trimestre de 2013, desde el 0,7 % del trimestre precedente (véase gráfico 34), como consecuencia del ligero aumento de los fondos generados internamente y del leve descenso de la formación bruta de capital. Por el lado de la financiación, las sociedades no financieras incrementaron sus tenencias de depósitos de manera significativa en comparación con el nivel registrado en el tercer trimestre de 2013.

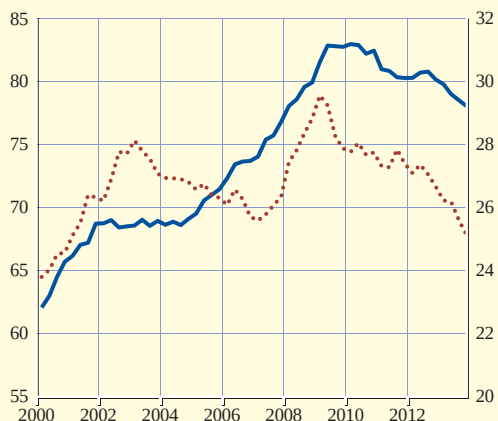
POSICIÓN FINANCIERA

Según datos de las cuentas integradas de la zona del euro, el endeudamiento del sector de sociedades no financieras descendió ligeramente en el cuarto trimestre de 2013. La ratio de deuda en relación con el PIB siguió disminuyendo, desde el 78,5 % en el tercer trimestre de 2013 hasta el 78 % en el último trimestre del mismo año. El ritmo de ajuste de los balances de las sociedades no financieras continuó siendo bastante lento en comparación con los máximos registrados en el momento álgido de la crisis financiera, también debido a la persistente debilidad de la recuperación económica. En el mismo período, la ratio de deuda sobre activos totales también se redujo ligeramente, desde el 25,6 % hasta el 25,1 % (véase gráfico 35). La sostenibilidad de la deuda de las sociedades no financieras continuó mejorando en el cuarto trimestre de 2013. La carga bruta por intereses en relación con el excedente bruto de explotación retrocedió hasta situarse en el 11,7 %, frente al 12,1 % del tercer trimestre de 2013. En términos netos, la carga por intereses de las sociedades no financieras se contrajo hasta el 4,6 % en el último trimestre de 2013, lo que supone una

Gráfico 35 Ratios de deuda del sector de sociedades no financieras

(porcentajes)

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



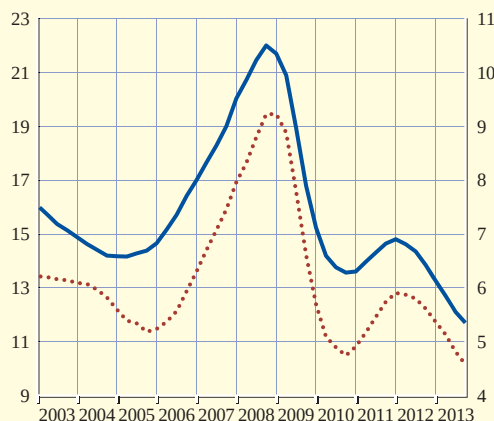
Fuentes: BCE, Eurostat y cálculos del BCE.

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.

Gráfico 36 Carga por intereses de las sociedades no financieras

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

- Carga bruta por intereses (escala izquierda)
- Carga neta por intereses (escala derecha)



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.

reducción de 0,2 puntos porcentuales con respecto al trimestre precedente y la mitad del máximo del 9,2 % registrado en el último trimestre de 2008 (véase gráfico 36).

2.7 FLUJOS DE FINANCIACIÓN Y POSICIÓN FINANCIERA DEL SECTOR HOGARES

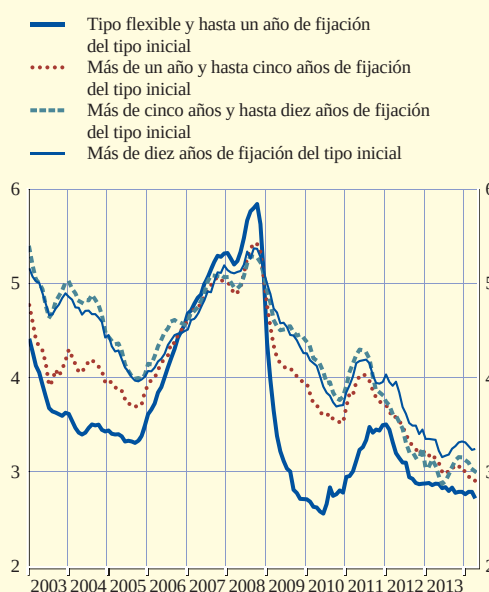
En el primer trimestre de 2014, las condiciones de financiación de los hogares de la zona del euro se caracterizaron por la estabilidad de los tipos de interés de los préstamos bancarios, en un contexto de persistencia de una heterogeneidad significativa entre países e instrumentos. La continuada debilidad de la evolución del endeudamiento de los hogares es resultado de una combinación de factores, entre los que se encuentran la falta de dinamismo de la renta disponible de este sector, los altos niveles de desempleo, la fragilidad de los mercados de la vivienda y la incertidumbre en torno a las perspectivas económicas. Las estimaciones correspondientes al primer trimestre de 2014 sugieren que la tasa de crecimiento interanual del total de préstamos concedidos a los hogares se mantuvo en valores negativos en ese trimestre. Se estima que la deuda de los hogares en relación con la renta bruta disponible descendió ligeramente en el primer trimestre de 2014.

CONDICIONES DE FINANCIACIÓN

Los costes de financiación de los hogares de la zona del euro permanecieron prácticamente sin variación en el primer trimestre de 2014 y continuaron presentando divergencias en función de la categoría, del plazo del vencimiento y del país de origen del préstamo. Si se consideran los componentes individuales, la evidencia más reciente disponible indica que los tipos de interés de los préstamos para adquisición de vivienda disminuyeron marginalmente en abril de 2014. Por lo que respecta al desglose de los costes de financiación de los préstamos hipotecarios según su plazo de vencimiento, mientras que 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) no se modificaron, los tipos de interés de los préstamos a medio plazo (esto es, préstamos con período de fijación del tipo inicial de más de un año y hasta cinco años) y de los préstamos a largo plazo (es decir, préstamos con períodos de fijación del tipo inicial de más de cinco años y hasta diez años, y de más de diez años) se redujeron 10 puntos básicos en comparación con los niveles registrados en el cuarto trimestre (véase gráfico 37). En abril de 2014, los tipos de interés de los préstamos a corto plazo para adquisición de vivienda descendieron 10 puntos básicos con respecto a los niveles registrados en marzo. En cuanto a los nuevos préstamos para consumo, los tipos de interés aplicados tanto a los préstamos a corto plazo (es decir, aquellos con un período de fijación del tipo inicial de hasta un año) como a los préstamos a largo plazo (esto es, aquellos con período de fijación del tipo inicial de

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.

más de cinco años) aumentaron ligeramente en el primer trimestre de 2014. Por el contrario, los tipos de interés de los préstamos a medio plazo (es decir, préstamos con período de fijación del tipo inicial de más de un año y hasta cinco años) disminuyeron levemente en el primer trimestre. La evidencia más reciente disponible indica que los tipos de interés aplicados a los préstamos para consumo a corto plazo retrocedieron ligeramente en abril de 2014 en comparación con el nivel registrado en marzo.

Las entidades de crédito de la zona del euro participantes en la Encuesta sobre Préstamos Bancarios de abril de 2014 señalaron que, en el primer trimestre de 2014, se había producido una relajación neta de los criterios de aprobación aplicados a los préstamos para adquisición de vivienda otorgados a los hogares (el -5%, en comparación con el 0% del trimestre anterior). Las presiones de la competencia favorecieron la relajación neta de los criterios de aprobación, mientras que la percepción de riesgos por parte de las entidades de crédito tuvo un efecto marginal en el endurecimiento neto de dichos criterios.

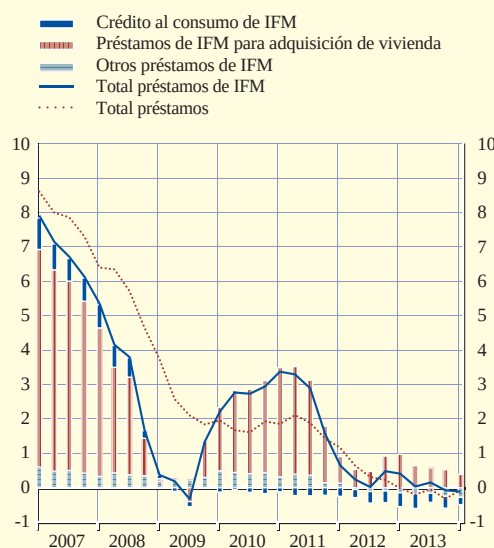
Por lo que se refiere al crédito al consumo y otros préstamos concedidos a los hogares, los resultados de la encuesta de abril de 2014 sugieren que los criterios de aprobación se relajaron ligeramente en términos netos en el primer trimestre de 2014 (el -2%, frente a un endurecimiento neto del 2% en el trimestre precedente). La relajación neta indicada en relación con los criterios de concesión en este sector del mercado crediticio puede atribuirse a la competencia y a una disminución de la percepción de riesgos por parte de las entidades de crédito. Para más detalles, véase el recuadro titulado «Resultados de la encuesta sobre préstamos bancarios en la zona del euro correspondiente al primer trimestre de 2014», en la versión en inglés del Boletín Mensual de mayo de 2014.

FLUJOS DE FINANCIACIÓN

En el cuarto trimestre de 2013 (el último trimestre para el que se dispone de datos procedentes de las cuentas de la zona del euro), la tasa de crecimiento interanual del total de préstamos concedidos a los hogares alcanzó un mínimo histórico. La tasa de crecimiento interanual negativa registrada en ese trimestre (el -0,3%, frente al 0% del trimestre precedente) se debió a una contracción marginal del total de los préstamos concedidos por las IFM (que crecieron a una tasa interanual del -0,1%, en comparación con el 0,1% del trimestre anterior) así como a una nueva reducción de los préstamos concedidos por instituciones distintas de IFM, cuya tasa de crecimiento interanual se situó en el -1,7% frente al -1,1% del trimestre anterior. Estos últimos préstamos suelen reflejar las ventas y titulaciones, lo que hace 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). Las estimaciones para el primer trimestre de 2014 sugieren que la tasa de crecimiento interanual del total de préstamos concedidos a los hogares se mantuvo en valores negativos en ese trimestre (véase gráfico 38).

Gráfico 38 Total de préstamos concedidos a los hogares

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



Fuente: BCE.

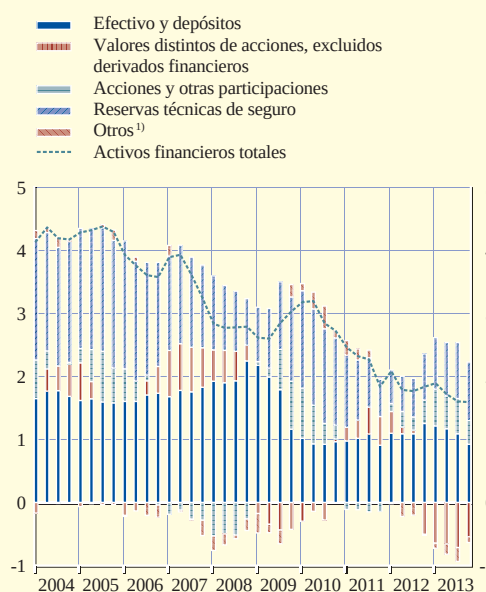
Notas: El total de préstamos comprende los préstamos a hogares concedidos por todos los sectores institucionales, incluido el resto del mundo. El total de préstamos concedidos a los hogares en el primer trimestre de 2014 se ha estimado a partir de las operaciones que figuran en las estadísticas monetarias 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.

La tasa de crecimiento interanual de los préstamos concedidos por las IFM a los hogares, se situó en el $-0,1\%$ en el primer trimestre de 2014 (sin variación con respecto al trimestre precedente). Más concretamente, la tasa de crecimiento interanual del crédito de las IFM a los hogares se situó en el 0% en abril, frente al $-0,1\%$ de marzo. Si se considera el desglose de estos préstamos según su finalidad, la tasa de crecimiento interanual de los préstamos para adquisición de vivienda concedidos por las IFM descendió ligeramente hasta situarse en el $0,6\%$ en el primer trimestre de 2014, frente al $0,7\%$ del trimestre anterior. En abril de 2014, esta tasa se situó en el $0,7\%$, frente al $0,6\%$ de marzo, y la evidencia más reciente disponible indica que los flujos de préstamos para adquisición de vivienda se incrementaron en comparación con el nivel registrado en el mes anterior. El crédito al consumo continuó disminuyendo en el primer trimestre de 2014, aunque a un ritmo más lento (con una tasa de crecimiento interanual situada en el $-1,9\%$, en comparación con el -3% del cuarto trimestre de 2013). La tasa de crecimiento interanual de crédito al consumo siguió siendo negativa en abril de 2014. Los datos sobre operaciones indican que los flujos trimestrales de crédito al consumo siguieron registrando valores negativos en el primer trimestre de 2014 y fueron levemente positivos en abril de 2014. De igual modo, la tasa de crecimiento interanual de otros préstamos, que incluye los préstamos a empresas sin personalidad jurídica, cayó de nuevo hasta situarse en el $-1,9\%$ en el primer trimestre de 2014 (frente al $-1,6\%$ del trimestre anterior), antes de aumentar hasta el $-1,7\%$ en abril de 2014 (frente al $-1,9\%$ del mes anterior). Los flujos trimestrales de préstamos para otros fines siguieron registrando valores negativos en el primer trimestre de 2014 y fueron ligeramente positivos en abril de 2014.

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 $1,6\%$ en el cuarto trimestre de 2013 (sin variación con respecto al trimestre anterior; véase gráfico 39). Esta evolución tuvo su origen en la menor contribución de la inversión en acciones y otras participaciones, que quedó contrarrestada por la contribución menos negativa de la inversión en valores distintos de acciones. Además, la tasa de crecimiento interanual de la inversión en efectivo y depósitos descendió hasta el $2,6\%$, frente al $3,1\%$ del tercer trimestre. Por el contrario, la contribución de la inversión en reservas técnicas de seguro aumentó ligeramente. Considerado en combinación con este incremento marginal de la tasa de crecimiento interanual de las reservas técnicas de seguro, el descenso de la tasa de crecimiento interanual de la inversión en activos de mayor riesgo sugiere que, en comparación con la evolución registrada en el trimestre anterior, el apetito de riesgo del sector hogares se moderó en el cuarto trimestre de 2013. En conjunto, la necesidad de desapalancamiento, el alto nivel de desempleo y la debilidad del ciclo económico (situaciones todas ellas que dificultan el crecimiento de la renta disponible y fuerzan el desahorro de los hogares) son los principales factores que explican la prolongada desaceleración observada en la acumulación de activos financieros por parte de los hogares desde mediados de 2010.

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.

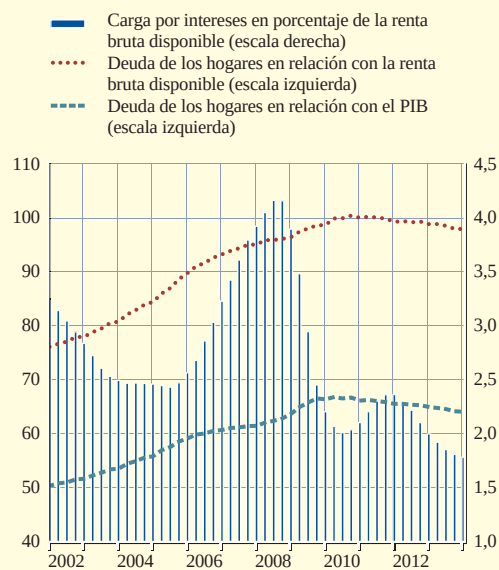
POSICIÓN FINANCIERA

La deuda de los hogares de la zona del euro continúa en niveles elevados, aunque ha seguido reduciéndose gradualmente. Más concretamente, la deuda de los hogares en relación con la renta bruta disponible nominal descendió hasta el 98% en el cuarto trimestre de 2013, frente al 98,5% del tercer trimestre. La deuda de este sector en relación con el PIB también disminuyó ligeramente, situándose en el 64,2% en el cuarto trimestre, frente al 64,6% del trimestre anterior. La carga por intereses de los hogares experimentó asimismo una caída adicional, hasta el 1,8% de la renta total disponible, que es el mínimo histórico.

Las estimaciones para el primer trimestre de 2014 indican que la deuda de los hogares descendió levemente (véase gráfico 40), alcanzando un nivel registrado por última vez a mediados de 2009. De igual modo, se estima que la carga por intereses de los hogares disminuyó de nuevo, aunque solo marginalmente, en el primer trimestre de 2014.

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.

3 PRECIOS Y COSTES

Según la estimación preliminar de Eurostat, la inflación interanual medida por el IAPC de la zona del euro se situó en el 0,5 % en mayo de 2014, frente al 0,7 % de abril, una tasa inferior a la esperada. El descenso de la inflación reflejó las caídas de las tasas de variación interanual de los componentes de servicios, alimentos y bienes industriales no energéticos, que se vieron compensadas, aunque solo en parte, por un aumento de la tasa de crecimiento interanual del componente de energía resultante de un efecto de base al alza. A partir de la información actualmente disponible se espera que la inflación interanual medida por el IAPC se mantenga en niveles reducidos durante los próximos meses y que aumente gradualmente en 2015 y 2016. Mientras tanto, las expectativas de inflación a medio y largo plazo para la zona del euro permanecen firmemente ancladas en niveles compatibles con el objetivo del BCE de mantener las tasas de inflación por debajo del 2 %, aunque próximas a este valor.

Esta valoración también queda reflejada en las proyecciones macroeconómicas de junio de 2014 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 0,7 % en 2014, el 1,1 % en 2015 y el 1,4 % en 2016. Las proyecciones señalan que la inflación interanual medida por el IAPC se situará en el 1,5 % en el último trimestre de 2016. En comparación con las proyecciones macroeconómicas de marzo de 2014 elaboradas por los expertos del BCE, las proyecciones de inflación para 2014, 2015 y 2016 se han revisado a la baja y están condicionadas a una serie de supuestos técnicos, entre los que se incluyen los tipos de cambio y los precios del petróleo, y la incertidumbre que rodea a las proyecciones aumenta con la duración del horizonte de proyección.

Se considera que los riesgos al alza y a la baja para las perspectivas de evolución de los precios son limitados y que están, en general, equilibrados en el medio plazo.

3.1 PRECIOS DE CONSUMO

La inflación medida por el IAPC de la zona del euro experimentó un acusado descenso entre finales de 2011 y octubre del año pasado, y desde entonces ha fluctuado en torno a niveles muy reducidos por debajo del 1 %. Según la estimación preliminar de Eurostat, la inflación se situó en el 0,5 % en mayo de

Cuadro 9 Evolución de los precios

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

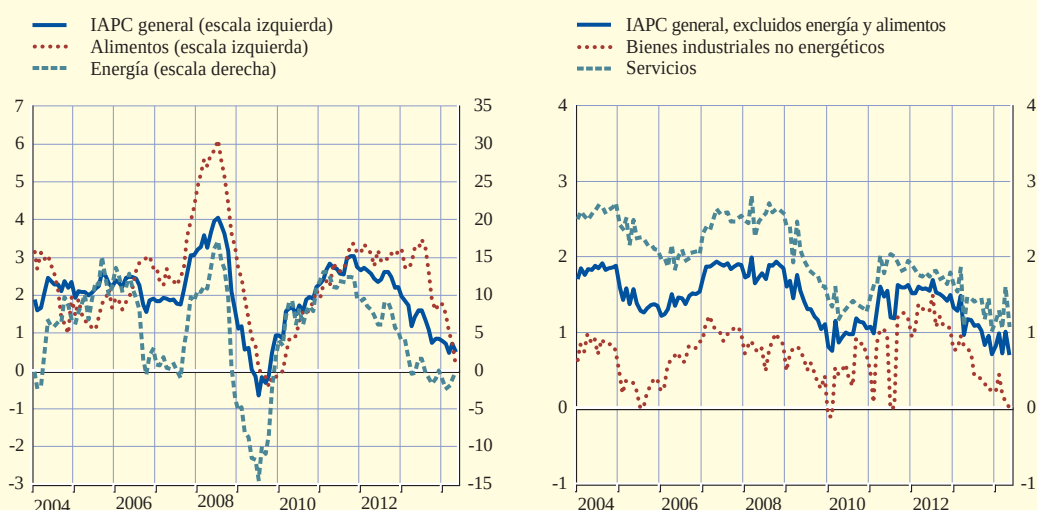
	2012	2013	2013 Dic	2014 Ene	2014 Feb	2014 Mar	2014 Abr	2014 May
IAPC y sus componentes ¹⁾								
Índice general	2,5	1,4	0,8	0,8	0,7	0,5	0,7	0,5
Energía	7,6	0,6	0,0	-1,2	-2,3	-2,1	-1,2	0,0
Alimentos	3,1	2,7	1,8	1,7	1,5	1,0	0,7	0,1
Alimentos no elaborados	3,0	3,5	1,5	1,3	0,9	-0,1	-0,7	.
Alimentos elaborados	3,1	2,2	2,0	2,0	1,8	1,7	1,6	.
Bienes industriales no energéticos	1,2	0,6	0,3	0,2	0,4	0,2	0,1	0,0
Servicios	1,8	1,4	1,0	1,2	1,3	1,1	1,6	1,1
Otros indicadores de precios								
Precios industriales	2,8	-0,2	-0,7	-1,3	-1,7	-1,6	-1,2	.
Precios del petróleo (euros por barril)	86,6	81,7	80,8	78,8	79,4	77,8	78,2	79,4
Precios de las materias primas no energéticas	0,5	-8,2	-11,4	-9,3	-7,8	-8,2	-4,1	-3,2

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 mayo de 2014 corresponde a la estimación preliminar de Eurostat.

Gráfico 4I Desagregación del IAPC por principales componentes

(tasas de variación interanual; datos mensuales)



Fuente: Eurostat.

2014, frente al 0,7 % de abril. Este descenso refleja las caídas de las tasas de variación interanual de los componentes de servicios, alimentos y bienes industriales no energéticos, que se vieron compensadas, aunque solo en parte, por un aumento de la tasa de crecimiento interanual del componente de energía resultante de un efecto de base al alza (véase cuadro 9).

Las reducidas tasas de inflación registradas en la zona del euro desde octubre de 2013, algunas inferiores a lo esperado, se deben a diversos factores, en particular a las contribuciones negativas del componente de energía y a las menores contribuciones del componente de alimentos, cuyos efectos se han visto ampliados por la apreciación del tipo de cambio del euro. Asimismo, parte de las moderadas presiones sobre los precios en la zona del euro reflejan la abundante capacidad productiva sin utilizar. La inflación agregada de la zona del euro también se ha mantenido contenida debido a factores locales relacionados con la crisis de la deuda soberana y con el proceso de ajuste de los precios relativos en los países sometidos a tensiones financieras. Además, efectos de base derivados de la evolución de los precios de la energía han contribuido a que el perfil mensual de la inflación muestre cierta volatilidad. Se estima que, en enero y febrero, estos efectos causaron un impacto a la baja acumulado de unos 0,2 puntos porcentuales en la inflación interanual medida por el IAPC, mientras que los efectos de base positivos observados en abril y mayo la impulsaron al alza en 0,3 puntos porcentuales.

Por lo que se refiere a los principales componentes del IAPC, la contribución de los precios de la energía a la inflación medida por el IAPC ha sido, en general, negativa desde octubre del año pasado, principalmente como consecuencia de la caída de los precios del petróleo en euros.

La tasa de variación de los precios de los alimentos (que incluye los precios de los alimentos elaborados y no elaborados) ha continuado descendiendo de forma acusada, desde aproximadamente el 2 % registrado en octubre de 2013 hasta el 0,1 % en mayo de 2014, según la estimación preliminar de Eurostat. Todavía no se dispone de información oficial sobre el detalle del componente de alimentos para mayo.

La caída de los precios de este componente es resultado, fundamentalmente, de las suaves temperaturas del invierno, en comparación con unas condiciones meteorológicas más adversas el año pasado, que han presionado a la baja la tasa de variación interanual de los precios de los alimentos no elaborados (desde el 1,4% de octubre de 2013 hasta el -0,7% de abril de 2014). Las tasas de crecimiento interanual de todos los componentes de los alimentos no elaborados han descendido, si bien las condiciones meteorológicas parecen haber tenido un impacto especialmente pronunciado en los precios de las frutas y de las verduras y las hortalizas. En abril de 2014, la tasa de variación interanual de los precios de estos alimentos se situaba en el -1% y el -4%, respectivamente, en comparación con el 2,6% y el -0,8% de octubre de 2013. La tasa de variación de los precios de los alimentos elaborados ha disminuido a un ritmo más lento, pasando del 2,2% registrado en octubre de 2013 al 1,6% en abril de 2014. Los alimentos que más contribuyeron al menor aumento de los precios fueron el pan y los cereales y los aceites y las grasas.

La tasa de variación interanual de la inflación medida por el IAPC, excluidos los componentes volátiles —alimentos y energía— también se ha mantenido en niveles reducidos desde octubre del año pasado, y ha fluctuado entre el 0,7% y el 1%. Según la estimación preliminar de Eurostat para mayo de 2014, la tasa de avance interanual se situó en el 0,7%, frente al 1% de abril. La media de largo plazo de esta medida para el período transcurrido desde la introducción del euro en 1999 es del 1,5%.

Los dos componentes de la cesta del IAPC excluidos los alimentos y la energía es decir, los precios de los bienes industriales no energéticos y de los servicios, han registrado tasas de inflación relativamente bajas últimamente. La tasa de avance interanual de los precios de los bienes industriales no energéticos se ha mantenido básicamente estable, en niveles muy reducidos, desde el último trimestre de 2013, y continúa reflejando la debilidad de la demanda de consumo y una evolución salarial contenida en general, así como el impacto moderador de los precios de los bienes importados (asociado a la anterior apreciación del tipo de cambio del euro y a los bajos niveles de inflación mundial).

La tasa de variación interanual de los precios de los servicios, el principal componente del IAPC, también se ha mantenido en niveles reducidos, principalmente como consecuencia de la atonía de la demanda interna. Este componente ha mostrado una volatilidad intermensual considerable en los últimos meses, debido, en cierta medida, a las fechas de las vacaciones de Semana Santa de este año. Es posible que este efecto calendario haya contribuido al descenso de la tasa de crecimiento interanual de los precios de servicios turísticos (como vacaciones organizadas, transporte aéreo y alojamiento) registrado en marzo de 2014, así como al repunte de estos precios observado en abril.

Las reducidas presiones inflacionistas subyacentes también reflejan un tímido impacto de las medidas relativas a los impuestos indirectos. En primer lugar, las medidas aplicadas en años anteriores en varios Estados miembros en relación con las necesidades de consolidación fiscal se han excluido del cálculo de las tasas interanuales. En segundo lugar, en algunos países, la traslación de las recientes subidas de los impuestos indirectos, en un entorno de atonía de la demanda, ha sido menor que anteriormente.

En el recuadro 4 se analiza el fuerte descenso de las tasas de inflación en la zona del euro observado desde finales de 2011, y muestra que este descenso ha sido consecuencia, en gran medida, de la influencia de factores externos, como la moderada evolución de los precios de las materias primas y la apreciación del tipo de cambio. Aparte de estas influencias externas, la trayectoria desinflacionista también refleja la debilidad de la demanda interna en la zona, especialmente en países que han estado sometidos a presiones derivadas de los ajustes macroeconómicos.

Recuadro 4

INFLUENCIA DE LOS FACTORES GLOBALES EN LA EVOLUCIÓN RECIENTE DE LA INFLACIÓN EN LA ZONA DEL EURO

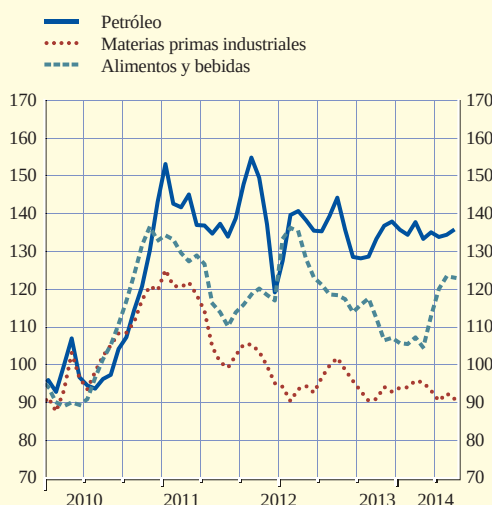
La inflación en la zona del euro se ha reducido más de 2 puntos porcentuales con respecto al último máximo registrado en octubre de 2011, hasta situarse en el 0,5% en mayo de 2014. Este descenso se ha producido en un entorno de moderada actividad económica mundial y de evolución relativamente débil de los precios de las materias primas, mientras que los consiguientes efectos deflacionistas sobre la dinámica de los precios de la zona del euro se han visto aún más exacerbados por una apreciación nominal del euro. En este contexto, se analiza en el presente recuadro la evolución reciente de los determinantes globales de la inflación más relevantes, así como su impacto potencial en la tasa de inflación de la zona del euro.

Evolución reciente de los determinantes globales de la inflación en la zona del euro

El impacto desinflacionista de la evolución de los precios en la zona del euro derivado del entorno exterior observado en los dos últimos años refleja factores diferentes. Los precios del petróleo y de las materias primas alimenticias se han mantenido, en general, relativamente estables en dólares tras la subida de los años anteriores, mientras que los precios de las materias primas industriales incluso han bajado desde finales de 2011 (véase gráfico A). La desaparición de las presiones alcistas generadas por estos factores se ha exacerbado por la apreciación nominal que ha experimentado el euro desde mediados de 2012, tanto frente al dólar estadounidense como en términos efectivos frente a las monedas de los principales socios comerciales (véase gráfico B). Además, la inflación se ha reducido, tanto en las economías emergentes como en las avanzadas desde finales de 2011 (véase gráfico C).

Gráfico A Precios del petróleo y de las materias primas no energéticas

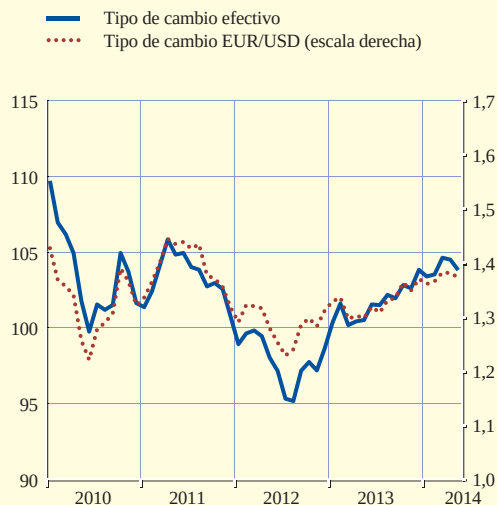
(datos mensuales; en USD, índice 2010 = 100)



Fuentes: DataStream y HWWI.
Nota: Observación más reciente: mayo de 2014.

Gráfico B Tipo de cambio nominal del euro

(datos mensuales; I 1999 = 100)



Fuentes: BCE y Bloomberg.
Notas: Observación más reciente: mayo de 2014. El tipo de cambio efectivo se calcula frente a 19 socios comerciales.

Si bien una gran parte de este descenso en todas las economías guarda relación con el impacto a la baja que ha tenido sobre las tasas de inflación la relativa estabilidad de los precios de las materias primas, la moderación de las presiones inflacionistas a nivel mundial refleja también la existencia de capacidad productiva sin utilizar en diferentes partes del mundo¹. Ello podría haber dado lugar a presiones a la baja sobre los precios tanto de los bienes intermedios como de los bienes finales importados a la zona del euro, más allá de las derivadas de la evolución de los precios de las materias primas y de los tipos de cambio.

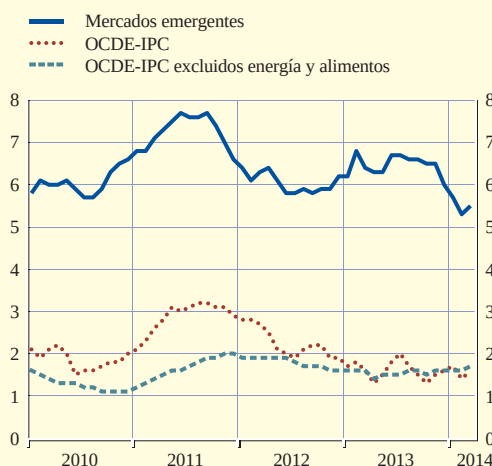
La influencia combinada de diferentes factores externos se refleja, en gran medida, en la evolución de los precios de importación (medidos en euros) de los bienes industriales (véase gráfico D). La tasa de crecimiento interanual de los precios de las importaciones provenientes de fuera de la zona del euro se ha reducido acusadamente desde octubre de 2011, de hecho, en torno a 12 puntos porcentuales. Este descenso estuvo determinado, principalmente, por el componente de energía (que representó alrededor del 70 %), pero, sobre todo más recientemente, también por otros componentes. Por ejemplo, la tasa de crecimiento interanual de los precios de importación de los bienes de consumo descendió alrededor de 5 puntos porcentuales en el período comprendido entre octubre de 2011 y marzo de 2014 y, habida cuenta de su ponderación en las importaciones totales de bienes industriales (aproximadamente un cuarto), este componente registró una notable contribución a la reciente caída de la inflación de los precios de importación.

Impacto de los factores externos sobre la inflación medida por el IAPC de la zona del euro

Es difícil calibrar la importancia de los factores globales en relación con el descenso de la inflación de los precios de consumo de la zona del euro. En primer lugar, los diversos factores pueden estar interrelacionados y afectar a las variables internas a través de múltiples canales. En segundo

Gráfico C Tasas de inflación globales

(datos mensuales; tasas de variación interanual)



Fuentes: OCDE, FMI-IFS y Haver Analytics.

Notas: Observación más reciente: marzo de 2014.

La serie de los mercados emergentes es una media ponderada por el PIB de 23 grandes economías emergentes.

Gráfico D Contribuciones al descenso de la inflación de los precios de importación de los bienes industriales desde octubre de 2011

(datos mensuales; tasas de variación interanual; contribuciones en puntos porcentuales)



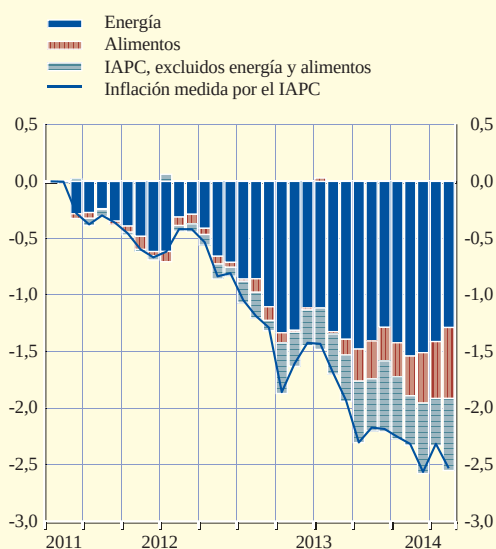
Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Notas: Observación más reciente: marzo de 2014. La cobertura de los productos corresponde a la Clasificación Estadística de Productos por Actividades (CPA) 2008, secciones B, C y D, y se refiere a las importaciones de fuera de la zona del euro.

¹ Para más detalles sobre la inflación global, véase el recuadro titulado «Drivers of recent global inflation developments», *Boletín Mensual*, BCE, febrero de 2014.

Gráfico E Contribuciones al descenso de la inflación medida por el IAPC desde octubre de 2011

(datos mensuales; tasa de variación interanual; contribuciones en puntos porcentuales)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.
Nota: Observación más reciente: mayo de 2014.

ilustra cómo los precios del crudo explican, en gran medida, la caída de la tasa de crecimiento interanual de los precios de los combustibles líquidos, reflejando el paso de una fuerte contribución positiva a finales de 2011 a una contribución insignificante en las cifras más recientes, ya que los precios del crudo se han mantenido más bien estables últimamente. La apreciación nominal del euro frente al dólar estadounidense, el descenso de los márgenes y de los costes de refino y distribución, y la desaparición del impacto de los cambios en los impuestos² también tuvieron efectos desinflacionistas sobre la inflación de los precios de los combustibles.

Por lo que respecta al componente alimenticio del IAPC, ha representado el 25 % de la caída de la inflación de la zona del euro desde octubre de 2011. Esta caída refleja también el impacto a la baja de factores externos como los precios internacionales de las materias primas, en particular de los alimentos elaborados, en el IAPC³. Sin embargo, la pronunciada trayectoria descendente de la inflación de los precios de los alimentos en el IAPC en los últimos meses refleja, más bien, la corrección de las subidas de precios de los alimentos no elaborados relacionadas con las condiciones climatológicas en 2013.

Si bien la desaceleración de la inflación en los dos últimos años ha estado determinada principalmente por la evolución de los precios de la energía y los alimentos, el período más reciente revela, asimismo, una significativa contribución de los componentes correspondientes a los servicios y los

lugar, el impacto de esos factores sobre los precios de consumo de la zona del euro depende de la forma en que los productores y/o los minoristas ajusten sus márgenes como resultado de las variaciones de los costes.

Hasta cierto punto, la relevancia de los factores globales puede determinarse a partir de las contribuciones de cada uno de los componentes del IAPC a la inflación total medida por este índice (véase gráfico E), dado que algunos de ellos, especialmente la energía, son más sensibles que otros a los factores globales. A este respecto, la mayor parte de la caída de la inflación general en la zona del euro desde finales de 2011 ha sido atribuible al componente energético del IAPC (alrededor del 50 %).

Dentro del componente energético, es en particular en los combustibles líquidos en los que más influyen los factores externos a través de los precios del petróleo y del tipo de cambio del euro frente al dólar estadounidense. El gráfico F

2 Véase un análisis más exhaustivo de la desagregación en el recuadro titulado «The evolution of consumer prices for oil products in 2011», *Boletín Mensual*, BCE, enero de 2012.

3 Véase el recuadro titulado «Food commodities and the common agricultural policy» en el artículo «Commodity prices and their role in assessing euro area growth and inflation», *Boletín Mensual*, BCE, octubre de 2013.

bienes industriales no energéticos. En particular, los precios de este último componente son más sensibles a los factores externos, ya que varias partidas se importan directamente o se producen a escala nacional con un elevado contenido importado. Por el contrario, los servicios —aunque con algunas excepciones— tienden a verse más influidos por factores internos, como los costes laborales⁴. Además, los precios internos también pueden verse afectados por factores estructurales de la economía global, como los relacionados con la mayor movilidad de los factores, la mayor integración de los países de bajos costes en los mercados mundiales, las ganancias de eficiencia en función de los costes asociadas a la fragmentación de los procesos de producción y el aumento general de las posibilidades de comercializar y sustituir los bienes y servicios⁵.

Conclusión

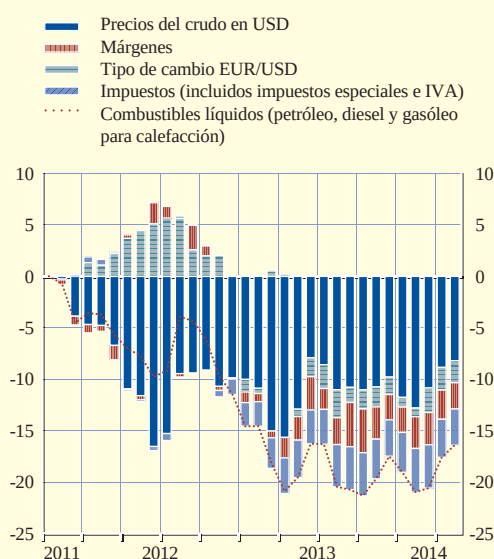
El descenso de la inflación en la zona del euro desde finales de 2011 se ha debido, en gran medida, a la influencia de factores externos, como la moderada evolución de los precios de las materias primas y la apreciación del euro. Es importante entender la naturaleza del proceso de desinflación, ya que un nivel reducido de inflación debido a la caída de los precios de las materias primas puede asociarse a un impacto positivo sobre el poder adquisitivo y la producción en la zona del euro, mientras que si las bajas tasas de inflación son el resultado de una apreciación del tipo de cambio, aunque fortalezcan la renta real disponible a corto plazo, pueden tener un impacto negativo en la competitividad. En cualquier caso, más allá de la influencia de factores externos, la senda desinflacionista iniciada a finales de 2011 refleja también la debilidad de la demanda interna dentro de la zona del euro.

4 Véase el recuadro titulado «Impacto de los servicios y de los bienes industriales no energéticos en el reciente descenso de la inflación medida por el IAPC», *Boletín Mensual*, BCE, marzo de 2014.

5 Cada vez hay más evidencia empírica de que la fuerte interconexión de la economía global ha hecho que los factores globales influyan de forma más pronunciada en la inflación nacional (véase C. Borio y A. Filardo (2007), «Globalisation and inflation: new cross-country evidence on the global determinants of domestic inflation» *Working Papers* n.º 227; BPI; M. Ciccarelli y B. Mojon (2010), «Global inflation», *Review of Economics and Statistics*, vol. 92, n.º 3, pp. 524-535).

Gráfico F Contribuciones al descenso de la inflación de los precios de los combustibles líquidos desde octubre de 2011

(datos mensuales; tasa de variación interanual; contribuciones en puntos porcentuales)



Fuentes: Bloomberg, Boletín semanal del Petróleo de la Comisión Europea y cálculos del BCE.

Notas: Observación más reciente: mayo 2014. Los márgenes incluyen los costes y márgenes derivados de los procesos de refinación y distribución.

3.2 PRECIOS INDUSTRIALES

Las presiones latentes en la cadena de precios siguieron disminuyendo durante los cuatro primeros meses de 2014 (véanse cuadro 9 y gráfico 42). La moderación de las presiones inflacionistas a nivel de los productores refleja la debilidad de la demanda y una evolución contenida de los precios de la energía y de las materias primas no energéticas. Las medidas del exceso de capacidad basadas en encuestas de opinión entre los productores de manufacturas de la zona del euro se han reducido con lentitud en los últimos

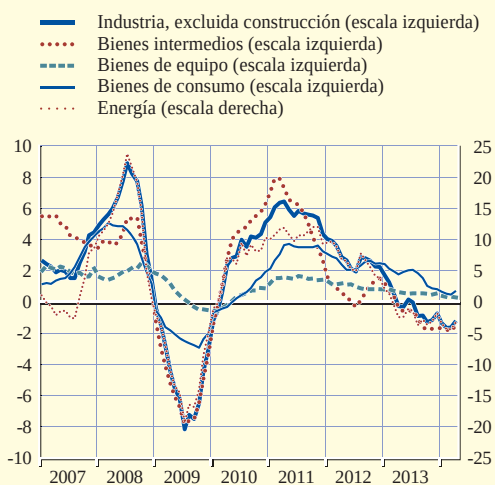
trimestres, aunque siguen siendo considerables. La tímida evolución de los precios industriales observada a principios de 2014 apunta a una respuesta algo retardada de los precios a la menor capacidad productiva sin utilizar, al menos en comparación con regularidades históricas. Además, los esfuerzos de los productores de la zona por mantener sus cuotas de mercado como consecuencia de la apreciación del euro desde mediados de 2012 también pueden haber moderado adicionalmente los precios industriales.

La tasa de variación del índice de precios industriales (excluida la construcción) ha seguido registrando tasas de crecimiento interanual negativas en 2014, y en abril se situó en el $-1,2\%$. Ese mes, la tasa de variación interanual de los precios industriales, excluidas la construcción y la energía, fue del $-0,3\%$, una cifra prácticamente idéntica a la de meses anteriores.

Las presiones latentes sobre la inflación de los precios de los bienes industriales no energéticos medida por el IAPC siguen manteniéndose relativamente estables en niveles moderados. La tasa de crecimiento de los precios industriales de los bienes de consumo no alimenticio siguió una continua tendencia a la baja en 2012 y principios de 2013, pero desde abril del año pasado se ha estabilizado en un nivel reducido, aunque ligeramente positivo. Los datos de encuestas recientes también indican unas presiones latentes contenidas y estables. El índice de directores de compras de comercio al por menor (PMI) relativo a los precios de los bienes intermedios de los establecimientos de venta de productos no alimenticios rondó (en términos de medias móviles de tres meses) su media histórica entre octubre de 2013 y abril de 2014, antes de descender hasta situarse por debajo de la media en mayo. En las primeras fases de la cadena de precios, las presiones latentes también han permanecido básicamente estables en unos niveles reducidos, y las tasas de variación interanual del índice de precios de producción de los bienes intermedios y de las materias primas han seguido oscilando dentro de bandas relativamente estrechas situadas en territorio negativo.

Gráfico 42 Desagregación de los precios industriales

(tasas de variación interanual; datos mensuales)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

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

(índices de difusión; datos mensuales)



Fuente: Markit.

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

Las presiones latentes sobre la inflación de los precios de los alimentos medida por el IAPC han seguido una tendencia a la baja durante largo tiempo. Sin embargo, recientemente han aparecido algunas señales incipientes que indican que estas presiones han dejado de disminuir en las últimas fases de la cadena de precios. La tasa de variación interanual de los precios de producción de bienes alimenticios aumentó hasta situarse en el 0,7 % en abril de 2014, desde el 0,3 % de marzo. Asimismo, los datos basados en encuestas procedentes del PMI relativo a los precios de los bienes intermedios de los comercios minoristas de alimentación, que en general han disminuido en 2014 en comparación con los valores observados a finales de 2013, se recuperaron en mayo. En las primeras fases de la cadena de precios, la tasa de variación interanual de los precios agrícolas en origen de la UE descendió en mayo, interrumpiendo la tendencia al alza observada en los primeros meses de 2014 que, no obstante, había dejado esta tasa en territorio negativo. La tasa de crecimiento interanual de los precios internacionales de las materias primas alimenticias en euros se redujo en mayo, si bien permaneció en niveles positivos después de registrar tasas interanuales negativas durante doce meses, hasta el pasado marzo.

Desde una perspectiva sectorial, los datos más recientes procedentes de encuestas confirman las presiones contenidas sobre los precios de los sectores manufacturero y de servicios. En mayo, tanto los índices PMI de precios de los bienes intermedios como los de precios de venta aumentaron en las manufacturas. En el caso del sector servicios, el índice de precios de los bienes intermedios también se incrementó, mientras que el índice de precios de venta experimentó un ligero descenso. Todos los subíndices continúan fluctuando próximos al umbral de 50 y por debajo de sus medias de largo plazo (véase gráfico 43). Según datos de la encuesta de la Comisión Europea, las expectativas de precios de venta para el conjunto de la industria (excluida la construcción) y de los servicios se incrementaron levemente en mayo y se situaron por debajo de sus medias de largo plazo.

3.3 INDICADORES DE COSTES LABORALES

Los datos más recientes sobre costes laborales confirman que las presiones internas sobre los precios derivadas de los costes laborales se han mantenido contenidas, lo que es acorde con la debilidad del mercado de trabajo en la zona del euro (véanse cuadro 10 y gráfico 44). En el cuarto trimestre de 2013, el crecimiento interanual de los salarios se redujo a escala de la zona del euro, tanto si se mide en términos de la remuneración por asalariado como de la remuneración por hora trabajada. El patrón de crecimiento salarial en los países de la zona continúa ocultando divergencias sustanciales en la evolución de los salarios entre países.

Cuadro 10 Indicadores de costes laborales

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

	2012	2013	2013 I	2013 II	2013 III	2013 IV	2014 I
Salarios negociados	2,2	1,8	2,0	1,7	1,7	1,7	2,0
Remuneración por asalariado	1,9	1,6	1,7	1,7	1,8	1,5	.
Costes laborales por hora	2,6	1,9	3,1	1,6	1,8	1,3	.
<i>Pro memoria:</i>							
Productividad del trabajo	0,0	0,4	0,0	0,5	0,6	1,0	.
Costes laborales unitarios	1,9	1,2	1,8	1,2	1,2	0,5	.

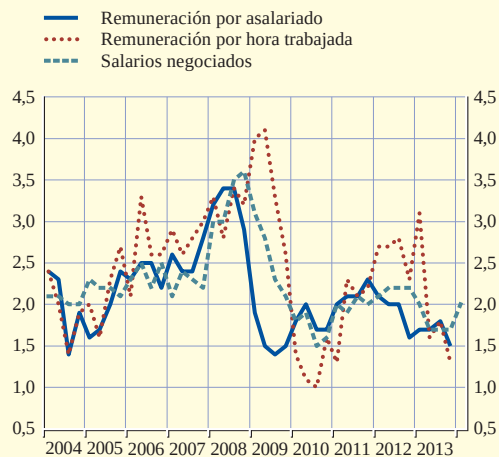
Fuentes: Eurostat, datos nacionales y cálculos del BCE.

Nota: Los datos se refieren al Euro-18.

La remuneración por asalariado creció un 1,5%, en tasa interanual, en el cuarto trimestre de 2013, tras registrar un aumento del 1,8% en el tercer trimestre. Esta desaceleración fue generalizada en todos los sectores, salvo en el de servicios no de mercado (véase gráfico 45). El avance de la tasa de crecimiento de la remuneración por asalariado en el sector de servicios no de mercado se debe fundamentalmente a la supresión de las medidas temporales de reducción de los salarios en los sectores públicos de algunos países de la zona del euro. Dejando a un lado este efecto, el crecimiento de la remuneración por asalariado se ha mantenido relativamente estable en los últimos trimestres, y es básicamente acorde con la de los salarios negociados de la zona, con una tasa de crecimiento que permaneció invariable, en el 1,7%, en el tercer y cuarto trimestre de 2013. La tasa de variación interanual de los salarios negociados fue del 2% en el primer trimestre de 2014, una evolución que es atribuible, en gran parte, a la influencia de factores transitorios en Alemania. El crecimiento de los salarios, medido por la remuneración por hora trabajada, se redujo hasta el 1,3% en el cuarto trimestre de 2013, frente al 1,8% del tercer trimestre.

Gráfico 44 Indicadores de costes laborales

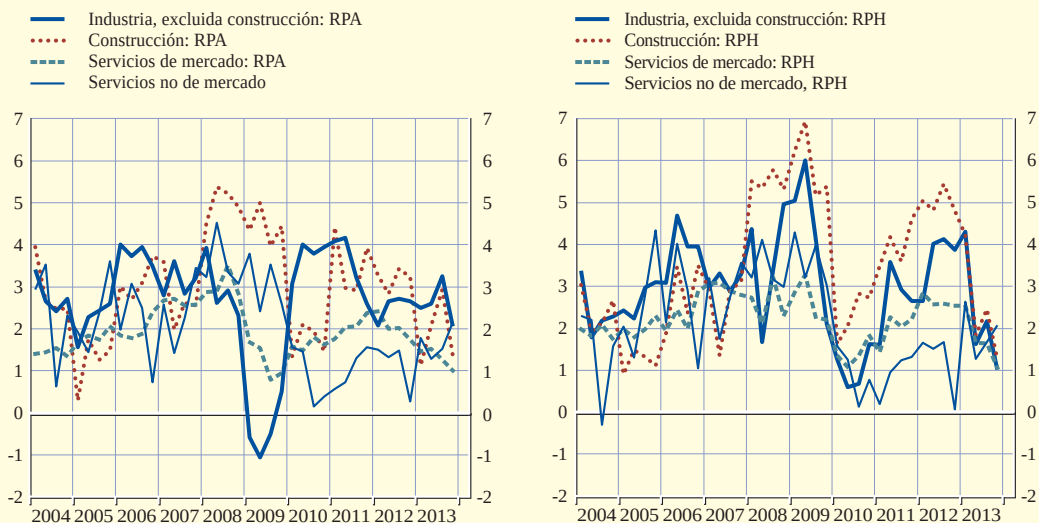
(tasas de variación interanual; datos trimestrales)



Fuentes: Eurostat, datos nacionales y cálculos del BCE.
Nota: Los datos se refieren al Euro-18.

Gráfico 45 Evolución de los costes laborales por sectores

(tasas de variación interanual; datos trimestrales)



Fuentes: Eurostat, datos nacionales y cálculos del BCE.
Nota: Los datos se refieren al Euro-18. RPA = remuneración por asalariado y RPH = remuneración por hora trabajada. Los «servicios no de mercado» incluyen actividades de las Administraciones Públicas y de instituciones privadas sin fines de lucro en áreas como educación o sanidad (aproximados por el agregado de las secciones O a Q de la clasificación NACE Revisión 2). Los «servicios de mercado» se definen como la diferencia con el total de servicios (secciones G a U de la clasificación NACE Revisión 2).

Esta persistente moderación del crecimiento de los salarios, unida al repunte de la productividad, dio como resultado un descenso gradual de la tasa de variación interanual de los costes laborales unitarios durante 2013. En el cuarto trimestre de ese año, la tasa de variación interanual de la productividad del trabajo se situó en el 1 %, frente al 0,6 % del trimestre anterior. El avance del crecimiento de la productividad, junto al menor aumento de la remuneración por asalariado, hizo que la tasa de crecimiento interanual de los costes laborales unitarios se redujera hasta el 0,5 % en el cuarto trimestre de 2013.

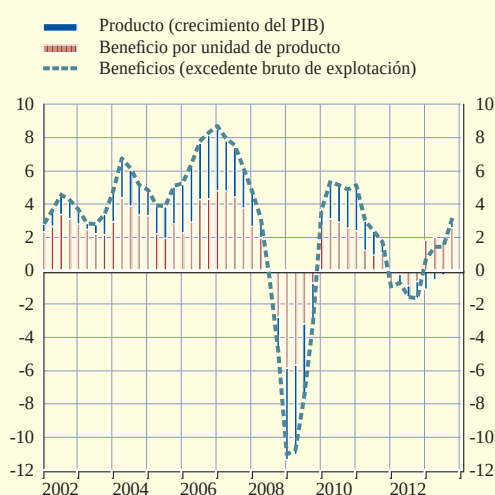
3.4 EVOLUCIÓN DE LOS BENEFICIOS EMPRESARIALES

El crecimiento de los beneficios empresariales (medidos en términos del excedente bruto de explotación) se fortaleció en 2013 tras la caída registrada en 2012 (véase gráfico 46). En términos interanuales, el crecimiento de los beneficios aumentó hasta situarse en el 3,1 % en el cuarto trimestre de 2013, frente a unas tasas del 1,4 % en los dos trimestres precedentes. El mayor avance de los beneficios observado durante el año reflejó un incremento del crecimiento del PIB y, de forma más acusada, de los beneficios unitarios (es decir, los beneficios por unidad de producto).

Por lo que respecta a los principales sectores económicos, el mayor crecimiento de los beneficios en 2013 estuvo impulsado por una mejora paulatina del sector de servicios de mercado y, más recientemente, por un fuerte repunte de la industria. El crecimiento de los beneficios en el sector de servicios de mercado fue del 2,4 % en el cuarto trimestre de 2013, y el nivel de beneficios retornó al máximo alcanzado antes de la recesión, en el primer trimestre de 2008. El avance de los beneficios de la industria aumentó hasta situarse en el 4,8 % en el cuarto trimestre de 2013, aunque si se tiene en cuenta la evolución más moderada y volátil de los beneficios observada en trimestres anteriores, el nivel de beneficios todavía no ha vuelto a situarse en el nivel máximo previo a la recesión.

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

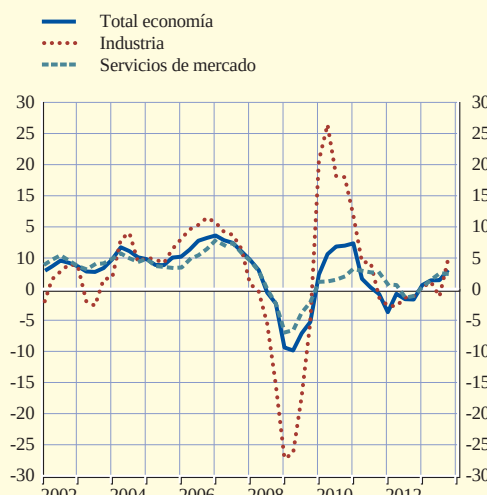
(tasas de variación interanual; datos trimestrales)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.
Nota: Los datos se refieren al Euro-18.

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.
Nota: Los datos se refieren al Euro-18.

3.5 PERSPECTIVAS DE INFLACIÓN

A partir de la información actualmente disponible se prevé que la inflación interanual medida por el IAPC se mantenga en niveles reducidos durante los próximos meses y que aumente gradualmente en 2015 y en 2016.

Estas perspectivas son acordes con la valoración de que el riesgo de deflación en la zona del euro parece remoto en la coyuntura actual. En concreto, no se dispone de evidencia de que los precios hayan experimentado descensos sostenidos y generalizados, y las expectativas de inflación a medio y largo plazo para la zona del euro permanecen firmemente ancladas en niveles compatibles con el objetivo del BCE de mantener las tasas de inflación por debajo del 2 %, aunque próximas a este valor, en el medio plazo (véase recuadro 5).

En cuanto a las perspectivas a corto plazo relativas a los principales componentes del IAPC, las proyecciones indican que la tasa de variación interanual de los precios de la energía se mantendrá próxima a cero o será negativa durante este año, como consecuencia principalmente del descenso previsto de los precios del petróleo en euros. La previsión de caída de los precios de consumo del gas, tras la reducción de los precios en los mercados mayoristas, así como los recortes administrativos o relacionados con los impuestos en varios países, también contribuirán a moderar la inflación en el corto plazo.

La tasa de variación interanual de los precios de los alimentos no elaborados se ha visto considerablemente influida por las condiciones climatológicas recientes y se espera que caiga hasta principios del verano, pero que vuelva a aumentar en los últimos meses del año, favorecida por efectos de base positivos, hasta alcanzar niveles próximos al 2 % en el segundo trimestre del año que viene.

Se prevé que la tasa de variación interanual de los precios de los alimentos elaborados descienda en los próximos meses y que se estabilice en torno al 1,3 % en el segundo semestre de este año. La tendencia inicial a la baja refleja una traslación retardada de la caída de los precios agrícolas en origen de la UE registrada desde mayo de 2013. La estabilidad observada, en líneas generales, en las perspectivas relativas a la inflación de los precios de los alimentos elaborados para el año que viene oculta presiones a la baja tras las recientes reducciones de los precios agrícolas en origen de los productos lácteos, mientras que los precios de los cereales y los precios de importación del café y el cacao constituyen una fuente de presiones al alza.

Se espera que el ritmo de avance de los precios de los bienes industriales no energéticos repunte progresivamente en el segundo semestre de 2014 y alcance niveles próximos a su media de largo plazo en el segundo trimestre de 2015. La reducida inflación de este componente sigue reflejando la debilidad de la demanda de consumo y una evolución salarial contenida, en general, así como el impacto moderador de los precios de los bienes importados (asociado a la reciente apreciación del tipo de cambio del euro y a la reducida inflación mundial). La modesta aceleración prevista a partir del segundo semestre de 2014 refleja la previsión de mejora del consumo privado y del crecimiento de los salarios.

Las proyecciones indican que la tasa de variación interanual de los precios de los servicios se mantendrá en niveles inferiores al 1,5 % en los próximos meses y que experimentará un aumento moderado en el cuarto trimestre de 2014. El ligero avance de la tasa de crecimiento de los precios de los servicios en los últimos meses de 2014 y posteriormente refleja básicamente el moderado aumento de la demanda y mayores subidas salariales en algunos países.

Las proyecciones macroeconómicas de junio de 2014 elaboradas por los expertos del Eurosistema para la zona del euro prevén que la inflación interanual medida por el IAPC se sitúe en el 0,7% en 2014, el 1,1% en 2015 y el 1,4% en 2016. Las proyecciones señalan que la inflación interanual medida por el IAPC se situará en el 1,5% en el último trimestre de 2016. En comparación con las proyecciones macroeconómicas de marzo de 2014 elaboradas por los expertos del BCE, las previsiones de inflación para 2014, 2015 y 2016 se han revisado ligeramente a la baja. Las proyecciones están condicionadas a una serie de supuestos técnicos, entre los que se incluyen los tipos de cambio y los precios del petróleo, y la incertidumbre que rodea a las proyecciones aumenta con la duración del horizonte de proyección (véase el artículo titulado «Proyecciones macroeconómicas de junio de 2014 elaboradas por los expertos del Eurosistema»).

Se considera que los riesgos al alza y a la baja para las perspectivas de evolución de los precios son limitados y están, en general, equilibrados en el medio plazo. En este contexto, las posibles repercusiones de los riesgos geopolíticos y la evolución del tipo de cambio serán objeto de un estrecho seguimiento.

Recuadro 5

¿RIESGO DE DEFLACIÓN?

En general, la inflación interanual medida por el IAPC se ha reducido significativamente en la zona del euro en los últimos años, desde el 3% registrado en noviembre de 2011 hasta el 0,5% de mayo de 2014¹. En un entorno de crecimiento económico reducido y de escasa creación de dinero y crédito, esta caída ha propiciado debates respecto al grado de riesgo de deflación en la zona del euro.

En este contexto, es importante diferenciar entre las distintas definiciones del término deflación. Adoptando una definición muy estricta, algunos observadores hablan de deflación cuando la tasa de inflación interanual ha sido negativa durante un período de un trimestre. Sobre esta base, el FMI estimó recientemente el riesgo de deflación en la zona del euro para finales de 2014 en torno al 20%². No obstante, esas estimaciones son sumamente equívocas, ya que en ellas no se diferencia entre la naturaleza de las perturbaciones que determinan la inflación ni se examina la persistencia de la dinámica de precios.

Desde una perspectiva más amplia y significativa, es preferible tener en cuenta la naturaleza de las perturbaciones que reducen la inflación, el contexto económico más amplio y el comportamiento de las expectativas de inflación. De hecho, unas tasas de inflación negativas y sostenidas solo son preocupantes si dan lugar a efectos de retroalimentación negativos con la economía real. Por ejemplo, una deflación prolongada hace aumentar la carga en concepto de servicio de la deuda, y la reacción de las entidades de crédito, los hogares y las empresas genera, en potencia, efectos de retroalimentación negativos adicionales entre la economía real y el nivel de precios³.

Al evaluar el riesgo de deflación, es esencial identificar la naturaleza y la persistencia de los factores determinantes y, en particular, determinar hasta qué punto la evolución de la inflación puede atribuirse a

1 Basado en la estimación preliminar de Eurostat para mayo de 2014.

2 *Perspectivas de la Economía Mundial*, FMI, abril 2014, p.15.

3 Para más información sobre el canal de deflación de la deuda, véase el recuadro titulado «Financial stability challenges posed by very low rates of consumer price inflation», *Financial Stability Review*, BCE, mayo 2014.

factores de oferta o de demanda. El índice general de precios puede tornarse negativo durante un breve período como resultado de perturbaciones transitorias por el lado de la oferta, como las fluctuaciones de los precios de las materias primas. Es lo que ocurrió en la zona del euro y en otros países, por ejemplo, en 2009. Sin embargo, el hecho de que la tasa de inflación interanual sea negativa durante un período no implica en sí que haya deflación, en un sentido económico significativo, a menos que las caídas de precios se tornen generalizadas y se consoliden en las expectativas de inflación⁴. Por ejemplo, si las expectativas de inflación a más largo plazo se mantienen estables, los altibajos en los precios de las materias primas solo producirán efectos transitorios en la inflación. Además, es crucial separar el impacto de las perturbaciones por el lado de la oferta resultantes de reformas estructurales que pueden tener implicaciones para la evolución de la inflación durante el horizonte temporal relevante para la política económica⁵. Si bien las reformas estructurales pueden dar lugar, inicialmente, a presiones a la baja sobre las tasas de inflación, que reflejan también mejoras de la economía por el lado de la oferta, es de prever que la inflación pueda repuntar con el tiempo a medida que se recupere gradualmente la demanda.

Entre los criterios empíricos que distinguen la deflación propiamente dicha de una evolución débil de los precios, de naturaleza menos preocupante, cabría señalar los siguientes:

- Una tasa de inflación de los precios de consumo interanual negativa durante un período prolongado.
- Una tasa de variación negativa de los precios de un conjunto amplio de componentes de la cesta de bienes y servicios.
- La pérdida de anclaje de las expectativas de inflación a más largo plazo y una caída muy por debajo de los niveles compatibles con la definición de estabilidad de precios del banco central.
- Tasas de crecimiento del PIB persistentemente muy bajas o negativas y/o tasas de desempleo elevadas y en aumento.

En el caso de la zona del euro, no hay que confundir los ajustes de los precios relativos con las variaciones generales del nivel de precios: para hablar con propiedad de deflación, es necesario que la caída generalizada y prolongada del nivel de precios afecte a todos los países. No existe riesgo de deflación propiamente dicha mientras que la inflación de la zona del euro, medida por el IAPC, sea compatible con la estabilidad de precios. La presencia de tasas de inflación negativas en algunos países puede, en ocasiones, ser coherente con el normal funcionamiento de una unión monetaria, en la medida en que contribuyen a recuperar la competitividad, es decir, pueden ser sintomáticas de ajustes de los precios relativos inducidos desde el lado de la oferta.

Episodios históricos de deflación

La perspectiva histórica corrobora la idea de que la deflación debe definirse como una caída generalizada y prolongada del nivel de precios que se consolida en las expectativas de inflación reforzando, por ende, las tendencias negativas de los precios.

4 Una definición similar de deflación se presentó en «La política monetaria del BCE», BCE, Fráncfort del Meno, 2011.

5 La inflación interanual puede tornarse transitoriamente negativa como resultado de una evolución centrada en el ahorro de costes por el lado de la oferta. Entre otros ejemplos, cabe mencionar las fuertes mejoras de la productividad que no encuentren su correspondencia en aumentos proporcionales de los salarios, las rebajas de los aranceles o las variaciones de la relación real de intercambio debidas, por ejemplo, a una caída de los precios del petróleo. Véase también el recuadro titulado «El actual período de desinflación en la zona del euro», *Boletín Mensual*, BCE, marzo de 2009.

Desde la década de los cincuenta, algunas economías avanzadas han atravesado períodos de inflación interanual negativa, entre otras, Canadá, Hong Kong, Israel, Japón, Noruega, Suiza y Estados Unidos. Sin embargo, raras veces se han convertido en episodios de deflación propiamente dicha, ya que muchos de esos períodos fueron muy breves y tuvieron efectos más bien positivos sobre la economía real. En general, los episodios de inflación negativa inducidos por el lado de la oferta tendieron a generar, en el peor de los casos, costes económicos menores que los registrados en episodios inducidos principalmente por el lado de la demanda.

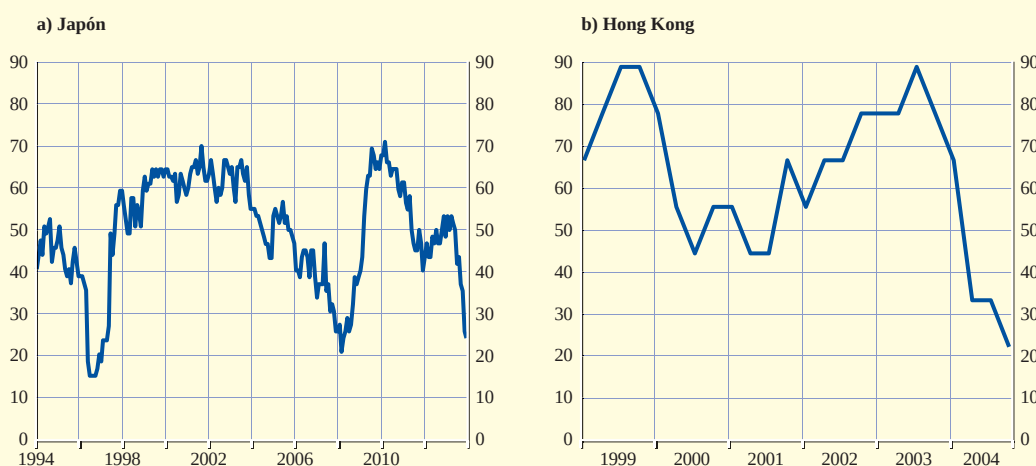
Los períodos de inflación negativa en Estados Unidos, Canadá y Noruega entre finales de los años cuarenta y mediados de los cincuenta, en Israel en 2003 y 2004, y en Suiza en 2009 y entre finales de 2011 y mediados de 2013, pueden considerarse merecedores del calificativo deflacionista solo desde un punto de vista técnico en sentido estricto. La caída de los precios se concentró en un porcentaje reducido de componentes y no tuvo un impacto significativo sobre el crecimiento del PIB o, en los casos en que se dispone de datos, sobre las expectativas de inflación en el medio a largo plazo. Si bien en los últimos años el caso de Suiza destaca como ejemplo de tasas de inflación persistentemente negativas o iguales a cero, los factores determinantes de esta evolución de los precios tuvieron su origen en factores externos más que en la debilidad de la demanda interna. De hecho, la economía suiza creció a un ritmo vigoroso durante este período.

En las economías avanzadas hay muy pocos casos recientes de deflación propiamente dicha. Los dos episodios de deflación más sobresalientes desde el final de la Segunda Guerra Mundial se han dado en Japón (1995-2013) y en Hong Kong (1999-2004). En ambos casos, la deflación fue provocada por una corrección de los precios inflados de los activos. De hecho, tras los auges insostenibles financiados con deuda, las caídas de los precios de los activos —y los consiguientes ajustes de los balances de los sectores público y privado— pueden ser una fuente más importante de persistente deflación que las perturbaciones convencionales de oferta y demanda⁶. En ambos episodios, la deflación fue

6 Véase también M. Bordo y A. Filardo «Deflation in a historical perspective», *Working Papers*, 186, BPI, 2005.

Gráfico A Proporción de componentes con tasa de inflación interanual negativa durante los episodios de deflación de Japón y de Hong Kong

(porcentaje del total de componentes)

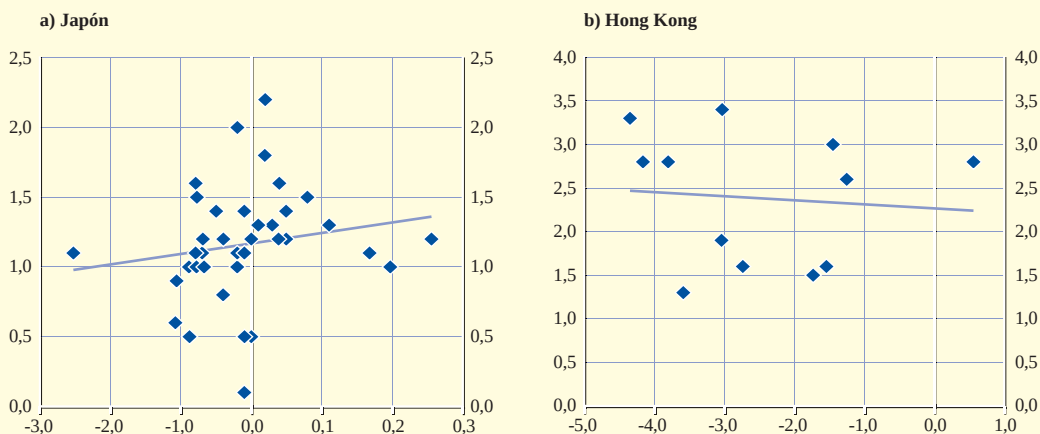


Fuentes: Ministerio de Asuntos Internos y Comunicaciones de Japón y cálculos del BCE.
Nota: El IPC incluye 62 componentes. Datos mensuales.

Fuentes: Departamento de Censo y Estadísticas de Hong Kong y cálculos del BCE.
Nota: El IPC incluye nueve componentes. Datos trimestrales.

Gráfico B Expectativas de inflación a largo plazo e inflación observada en Japón y en Hong Kong

(tasas de variación interanual; datos semestrales; eje de abscisas: inflación observada; eje de ordenadas: expectativas de inflación a largo plazo)



Fuentes: Consensus Economics, Ministerio de Asuntos Exteriores y Comunicaciones de Japón y cálculos del BCE.
Nota: El período al que se refieren los datos comprende entre 1995 y 2013.

Fuentes: Consensus Economics, Departamento de Censo y Estadísticas de Hong Kong y cálculos del BCE.
Nota: El período al que se refieren los datos comprende entre 1999 y 2004.

generalizada, registrándose continuas contribuciones negativas de un gran número de componentes subyacentes de bienes y servicios (véase gráfico A). Al mismo tiempo, estos dos episodios de tasas de inflación negativas y persistentes vinieron acompañados de un estancamiento de la actividad económica. Además, en el caso de Japón, las expectativas de inflación a largo plazo experimentaron un ligero desanclaje, aunque permanecieron en territorio positivo (véase gráfico B). Cabe señalar que Hong Kong es una pequeña economía abierta y que Japón podría servir como punto de referencia más útil para otras economías avanzadas.

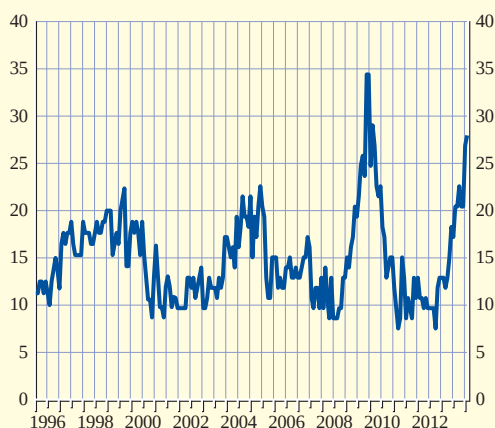
¿Hay riesgo de deflación en la zona del euro?

Las bajas tasas de inflación que registra la zona del euro son el resultado de una confluencia de factores tanto de oferta como de demanda. Los factores de oferta globales, incluida una desaceleración de los precios de la energía y de los alimentos, han desempeñado el papel más importante. La apreciación del tipo de cambio efectivo del euro también ha contribuido al descenso de la inflación, ampliando el efecto de los precios de las materias primas. Asimismo, factores de ámbito local, como el impacto de las reformas estructurales en los mercados de trabajo y de productos, han coadyuvado al debilitamiento de las presiones inflacionistas. Al mismo tiempo, la inflación se ha visto afectada por factores de demanda, especialmente en los países en los que continúa la corrección de los excesos cometidos antes de la crisis. No obstante, a nivel agregado de la zona del euro, la situación actual no sugiere la inminencia de un episodio de deflación propiamente dicha por las siguientes razones:

- la proporción de componentes con tasas de crecimiento interanual negativas no es excepcionalmente elevada en comparación con anteriores episodios de desinflación (véase gráfico C);
- no existe evidencia de desanclaje de las expectativas de inflación a medio y largo plazo. Tanto los indicadores basados en las encuestas como los del mercado —ya se trate de contratos de bonos

Gráfico C Proporción de componentes del IAPC con tasa de variación interanual negativa

(porcentaje del total de componentes)

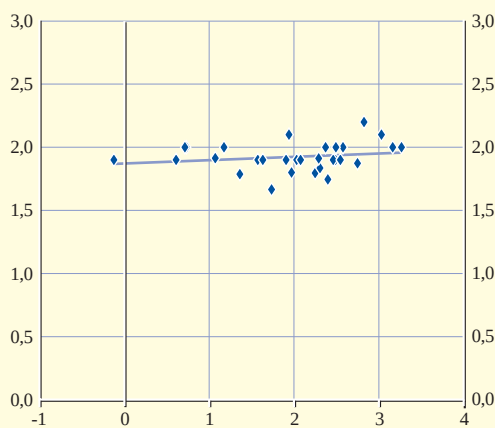


Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Notas: Proporciones de 85 componentes con tasas de variación interanual inferiores a cero (sin ponderar). Datos mensuales que abarcan hasta abril de 2014.

Gráfico D Expectativas de inflación a largo plazo e inflación observada en la zona del euro

(tasas de variación interanual)



Fuentes: Consensus Economics, Eurostat y cálculos del BCE.

Notas: El eje de abscisas corresponde a la inflación interanual observada, y el eje de ordenadas a las expectativas de inflación a plazo de seis a diez años elaboradas por Consensus Economics. El período de la muestra comprende desde abril de 1999 hasta abril de 2014. Datos semestrales.

o de *swaps*— se han mantenido en niveles compatibles con el objetivo de inflación del BCE (véase gráfico D)⁷;

- las últimas proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema para la zona del euro sugieren que, aunque las presiones inflacionistas seguirán siendo moderadas durante un período prolongado, se prevé que la inflación medida por el IAPC aumentará gradualmente;
- además, se prevé una recuperación gradual del crecimiento económico, mientras que el desempleo se está reduciendo lentamente desde niveles elevados⁸.

Aunque en algunos países de la zona del euro se están produciendo ajustes significativos de los precios relativos, es muy improbable que esos procesos den lugar a una espiral deflacionista, dado que ya puede observarse que las ganancias de competitividad están respaldando las exportaciones.

Conclusión

El término deflación hace referencia a una caída generalizada y duradera de los precios, con efectos negativos sobre el crecimiento económico. En el contexto de la zona del euro, los riesgos de deflación deben analizarse para la zona en su conjunto, teniendo en cuenta que, en el seno de una unión monetaria, la inflación negativa en algunos países puede reflejar variaciones de los precios relativos para recuperar competitividad.

⁷ Véase también el recuadro titulado «Results of the ECB Survey of Professional Forecasters for the second quarter of 2014», *Boletín Mensual*, BCE, mayo de 2014.

⁸ Véase el artículo titulado «Proyecciones macroeconómicas de junio de 2014 elaboradas por los expertos del Eurosistema para la zona del euro», *Boletín Mensual*, BCE, junio de 2014.

Si se compara con episodios históricos de deflación propiamente dicha en economías avanzadas, el riesgo de deflación en la zona del euro parece remoto en la coyuntura actual. En particular, no hay evidencia de que vayan a producirse descensos sostenidos y generalizados de los precios, y las expectativas a medio y largo plazo siguen estando bien ancladas. Además, la recuperación económica sigue su curso en la zona del euro, contribuyendo a una gradual absorción de la capacidad productiva sin utilizar. Así pues, aunque el riesgo de deflación propiamente dicha en la zona del euro puede considerarse actualmente remoto, los períodos demasiado prolongados de tasas de inflación positivas, pero bajas, podrían ser también, en determinadas circunstancias, una fuente de preocupación que requeriría una respuesta apropiada.

4 PRODUCTO, DEMANDA Y MERCADO DE TRABAJO

El PIB real de la zona del euro aumentó un 0,2 %, en tasa intertrimestral, en el primer trimestre de este año. Este aumento confirmó la recuperación gradual en curso, aunque fue algo más débil de lo esperado. Los resultados más recientes de las encuestas señalan un crecimiento moderado también en el segundo trimestre de 2014. De cara al futuro, varios factores deberían seguir respaldando la demanda interna, entre ellos la orientación acomodaticia de la política monetaria, las mejoras observadas en las condiciones de financiación que se están trasladando a la economía real, los avances en la consolidación fiscal y en las reformas estructurales, y el incremento de la renta real disponible atribuible al descenso de los precios de la energía. Al mismo tiempo, aunque los mercados de trabajo han mostrado algunas señales adicionales de mejora, el desempleo en la zona del euro sigue siendo elevado y, en general, la capacidad productiva sin utilizar continúa siendo considerable. Por otra parte, la tasa de variación interanual de los préstamos concedidos por las IFM al sector privado siguió siendo negativa en abril, y es probable que los necesarios ajustes de los balances de los sectores público y privado sigan afectando al ritmo de la recuperación económica.

La valoración de que se está registrando una moderada recuperación también se ve reflejada en las proyecciones macroeconómicas de junio de 2014 elaboradas por los expertos del Eurosistema para la zona del euro, que prevén que el PIB real aumente un 1 % en 2014, un 1,7 % en 2015 y un 1,8 % en 2016. Si se comparan con las proyecciones macroeconómicas de marzo de 2014 elaboradas por los expertos del BCE, la previsión de crecimiento del PIB real para 2014 se ha revisado a la baja, mientras que la correspondiente a 2015 se ha revisado al alza. Los riesgos en torno a las perspectivas económicas de la zona del euro siguen siendo a la baja.

4.1 PIB REAL Y COMPONENTES QUE LA DEMANDA

El PIB real volvió a aumentar un 0,2 %, en tasa intertrimestral, en el primer trimestre de 2014, tras un crecimiento positivo en los tres trimestres anteriores (véase gráfico 48). Este aumento tuvo su origen en las contribuciones positivas de la demanda interna y de la variación de existencias, posteriores a la aportación negativa de esta última variable en el último trimestre del año pasado. Si bien la demanda interna contribuyó positivamente al crecimiento a escala de la zona del euro, su evolución fue más débil en algunos países, como consecuencia principalmente de un comportamiento peor de lo esperado del consumo privado y de la inversión. Sin embargo, se considera que parte de esta debilidad es transitoria y que se debe a un bajo consumo de energía (atribuible a las suaves temperaturas del invierno) y a la adopción de medidas fiscales (que afectan al perfil del crecimiento del consumo privado). La demanda exterior neta contribuyó negativamente al crecimiento en el primer trimestre, dado que el crecimiento de las importaciones superó el de las exportaciones.

A pesar de que el crecimiento en el primer trimestre fue algo menor de lo previsto, los últimos indicadores económicos apuntan a un mantenimiento de la moderada recuperación actual. En particular, los factores determinantes del prolongado período de crecimiento negativo observado entre finales de 2011 y principios de 2013 están invirtiendo su efecto y empezando a sostener en mayor medida el crecimiento. La confianza empresarial ha ido en aumento desde finales de 2012, mientras que la de los consumidores ha mostrado subidas incluso mayores, situándose ahora en niveles anteriores a la crisis. Esta evolución se ha producido en un entorno caracterizado por una menor incertidumbre macroeconómica, una mejora de las condiciones de financiación y un mayor crecimiento de la renta real. La recuperación económica también se ha visto favorecida por la orientación acomodaticia de la política monetaria y por los avances realizados hasta la fecha en materia de consolidación fiscal y de reformas estructurales.

Los datos más recientes procedentes de encuestas son coherentes con el mantenimiento de un crecimiento moderado en el segundo trimestre de 2014. Tanto el indicador de sentimiento económico de la Comisión Europea como el índice PMI compuesto de producción se situaron, en promedio, en abril y mayo en niveles superiores a las medias del primer trimestre de este año. Se prevé que el crecimiento siga siendo moderado a lo largo de 2014, antes de registrar un ligero avance en 2015 (véase el artículo titulado «Proyecciones macroeconómicas de junio de 2014 elaboradas por los expertos del Eurosistema para la zona del euro»).

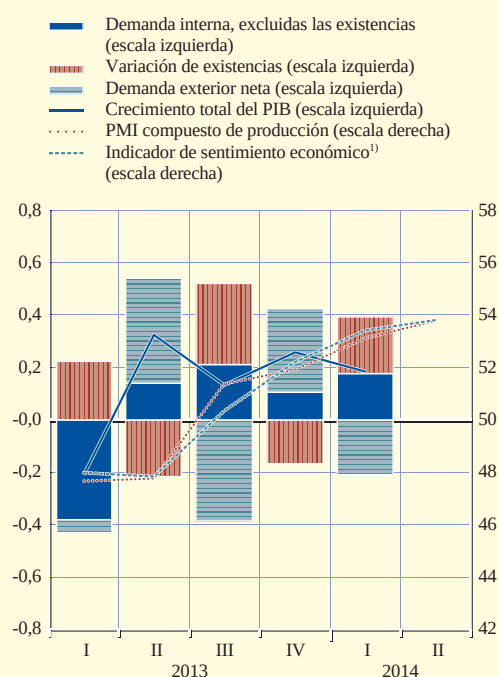
CONSUMO PRIVADO

El consumo privado se incrementó un 0,1 % en el primer trimestre de 2014, tras tres trimestres de crecimiento moderado. Este incremento refleja plenamente el aumento registrado en el consumo de bienes al por menor, que se vio contrarrestado en cierta medida por el descenso observado en el consumo de servicios y en la adquisición de automóviles. Parece que parte de la debilidad del gasto en consumo durante el primer trimestre tuvo un carácter transitorio. En primer lugar, el consumo de servicios se vio afectado negativamente por el bajo consumo de energía, que fue resultado del invierno tan benigno registrado en Europa. En segundo lugar, la subida del tipo del IVA en un país, junto con estímulos fiscales a la venta de automóviles en un par de países, también influyó en el crecimiento del consumo en el primer trimestre y, por lo tanto, en su perfil. Efectivamente, la evolución reciente de los indicadores de corto plazo y de la encuestas apuntan, en general, a una ligera recuperación del consumo, que sería compatible con un crecimiento moderado del gasto de los hogares en el segundo trimestre de este año.

Si se considera un período más largo, el fortalecimiento de la dinámica subyacente del consumo privado que se inició en el segundo trimestre de 2013 ha reflejado principalmente la evolución de la renta real disponible. La renta agregada, que durante un largo período se ha visto mermada por la caída del empleo, está viéndose favorecida cada vez más por unos mercados de trabajo más estables y por una moderación de la carga fiscal. Además, la baja inflación, que, a su vez, se debe fundamentalmente al descenso de los precios de la energía, ha beneficiado a las rentas reales (véase recuadro 6). De hecho, en el último trimestre de 2013 la renta real disponible se situó un 0,6 % por encima del nivel de un año antes. Este es el primer incremento interanual desde el segundo trimestre de 2011, y representa una clara mejora con respecto al segundo trimestre de 2012 y principios de 2013, cuando la renta se redujo, en promedio, casi un 2 %, en tasa interanual. Como resultado de la evolución reciente, la tasa de ahorro de los hogares aumentó, aunque se mantuvo próxima a sus mínimos históricos.

Gráfico 48 Crecimiento del PIB real y contribuciones, PMI compuesto de producción e indicador de sentimiento económico de la Comisión Europea

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



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

1) El indicador de sentimiento económico está normalizado con la media y la desviación típica del PMI durante el período que se muestra en el gráfico.

Recuadro 6

TENDENCIAS RECIENTES DE LA RENTA REAL DISPONIBLE DE LOS HOGARES

Tras un prolongado período de descenso, la renta real disponible de los hogares de la zona del euro registró su primer crecimiento interanual positivo en el cuarto trimestre de 2013, aumentando un 0,6%, frente a la caída del 0,3% observada en el tercer trimestre. Entre los principales factores que contribuyeron a esta mejora se encuentran el incremento de la remuneración de los asalariados y de las rentas de la propiedad netas obtenidas. La reciente desaceleración de la tasa de variación de los precios de consumo ha tenido también un efecto positivo en la evolución reciente de la renta real disponible de los hogares.

La renta disponible de los hogares ha aumentado recientemente

Después de un largo período de evolución negativa o nula tanto de la renta nominal como de la renta real disponible de los hogares, la primera retornó a un crecimiento positivo a lo largo de 2013. La tasa de crecimiento interanual de la renta nominal disponible de los hogares de la zona del euro se situó en el 1,5% en el cuarto trimestre de 2013, frente al 1% registrado en el tercero, como consecuencia de la recuperación del PIB real (véase gráfico A).

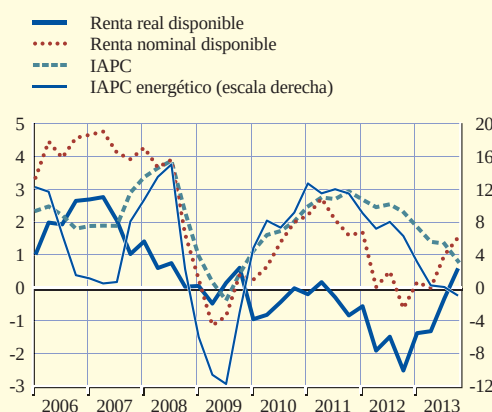
Debido a la prolongada caída del empleo y a la negativa o débil evolución de los salarios reales, la renta real disponible de los hogares de la zona del euro siguió una tendencia a la baja desde el primer trimestre de 2010 hasta el tercer trimestre de 2013, cuando se situó un 2,5% por debajo del valor registrado en el tercer trimestre de 2009. Sin embargo, respaldada por la positiva evolución de los principales componentes de la renta bruta y de los efectos menos negativos de los impuestos indirectos, así como por la desaceleración de la inflación de los precios de consumo, la tasa de crecimiento interanual de la renta real disponible de los hogares ha pasado a ser positiva recientemente, aumentando un 0,6% en el cuarto trimestre de 2013.

El fortalecimiento del crecimiento de la renta nominal disponible bruta en el cuarto trimestre de 2013 benefició principalmente al sector hogares a través de la aceleración de la remuneración de los asalariados (cuya contribución positiva al crecimiento de la renta disponible aumentó 0,4 puntos porcentuales), una contribución más elevada derivada de las rentas de la propiedad obtenidas y de las prestaciones sociales netas (incrementándose la contribución respectiva 0,1 puntos porcentuales). Lo anterior, sumado a un efecto menos negativo de los impuestos directos (0,2 puntos porcentuales), compensó con creces la menor contribución positiva del excedente bruto de explotación y de la renta mixta¹

1 Los principales componentes del excedente bruto de explotación y de la renta mixta son las ganancias de los trabajadores autónomos y la renta real imputada de las viviendas en propiedad.

Gráfico A Renta disponible de los hogares, IAPC e IAPC energético en la zona del euro

(tasas de variación interanual)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

(0,2 puntos porcentuales) y los ligeramente inferiores ingresos netos por intereses en el contexto de tipos de interés, en general, reducidos (véase gráfico B).

Además, la desaceleración de la tasa de variación de los precios de consumo supuso aproximadamente un 40 % de la recuperación de la renta real disponible de los hogares. La inflación de la zona del euro medida por el IAPC ha caído gradualmente desde los elevados niveles observados a finales de 2011. La reducción de la inflación en la zona del euro se ha debido, en gran medida, a factores externos tales como el descenso de los precios de la energía y de las materias primas y la evolución del tipo de cambio. El poder adquisitivo de los hogares también se ha visto fortalecido por estos factores que, en igualdad de condiciones, deberían sostener el consumo.

Patrones heterogéneos en los distintos países

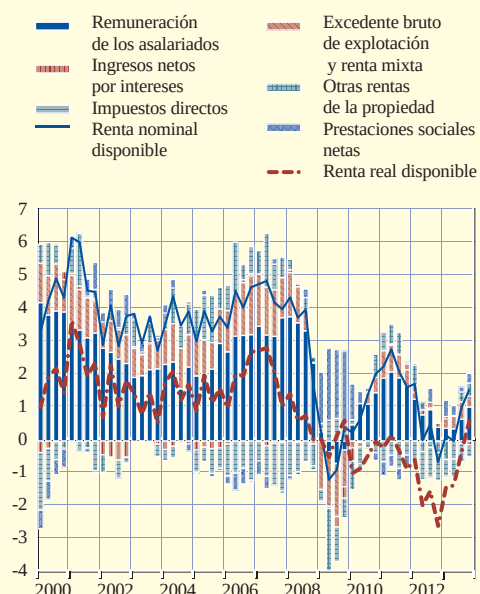
Los patrones han sido marcadamente diferentes entre los distintos países. Los países no sometidos a tensiones (a saber, Alemania, Francia, Países Bajos, Austria y Finlandia²) han experimentado un sólido crecimiento de la renta disponible de los hogares desde 2010, mientras que los países sometidos a tensiones (es decir, Italia, España, Grecia, Irlanda, Portugal y Eslovenia) registraron una prolongada reducción de la renta desde 2009 hasta el tercer trimestre de 2013. Esta reducción solo se vio interrumpida brevemente por los aumentos del excedente bruto de explotación y de la renta mixta entre el segundo y el cuarto trimestre de 2011 (véase gráfico C). En estos últimos países, el reequilibrio de los costes nominales estuvo respaldado por un ajuste a la baja de los salarios en 2012 y por un incremento moderado a finales de 2013.

Recientemente, la renta disponible de los hogares en los países sometidos a tensiones ha mostrado señales de estabilización, con el crecimiento de la renta nominal pasando a ser positivo en el cuarto trimestre de 2013 por primera vez desde finales de 2011, debido a la desaparición de las importantes contribuciones negativas de la remuneración de los asalariados y de las rentas de la propiedad. Aunque el ritmo de descenso de la renta real disponible de los hogares en dichos países se ha ralentizado de forma acusada desde mediados de 2013, su crecimiento fue todavía ligeramente negativo en el cuarto trimestre de 2013 (-0,4 %, en términos interanuales).

Si se desagregan la evolución de las rentas del trabajo en contribuciones del empleo y de los salarios (remuneración por asalariado), se observa que la estabilización de las rentas en los países sometidos a tensiones observada a finales de 2013 tuvo su origen en una significativa desaceleración de la caída del

Gráfico B Renta disponible de los hogares y sus componentes

(tasa de crecimiento interanual; contribuciones en puntos porcentuales)

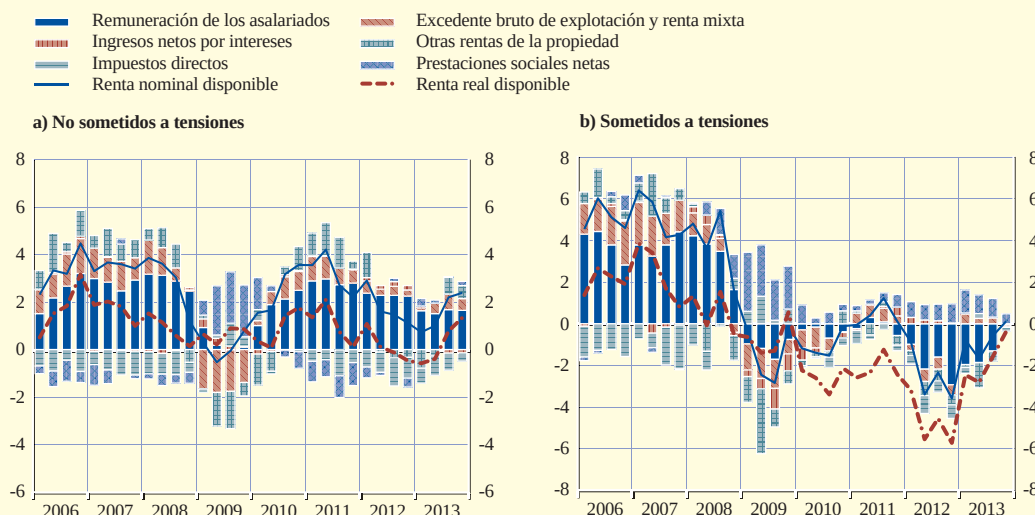


Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

2 Obsérvese que los datos de las cuentas trimestrales sectoriales no están disponibles para todos los países de la zona del euro.

Gráfico C Renta disponible de los hogares y componentes en países no sometidos y sometidos a tensiones

(tasa de crecimiento interanual; contribuciones en puntos porcentuales)

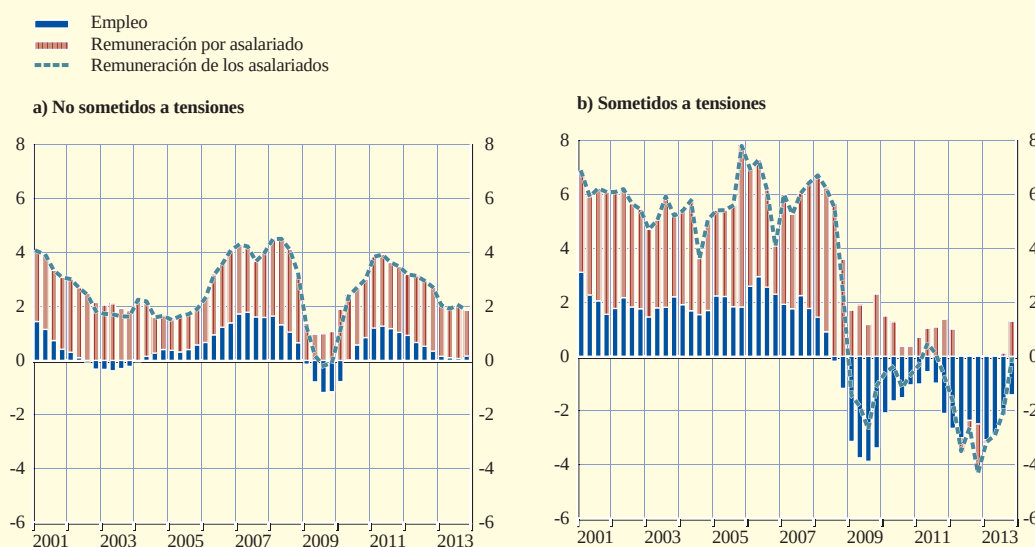


Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Notas: Los datos de las cuentas trimestrales sectoriales no están disponibles para todos los países de la zona del euro. Así pues, el agregado de las economías no sometidas a tensiones se refiere a Alemania, Francia, Países Bajos, Austria y Finlandia; y el de las economías sometidas a tensiones a Italia, España, Grecia, Irlanda, Portugal y Eslovenia.

Gráfico D Empleo y remuneración nominal en países no sometidos y sometidos a tensiones

(tasas de crecimiento interanual)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Notas: Los datos de las cuentas trimestrales sectoriales no están disponibles para todos los países de la zona del euro. Así pues, el agregado de las economías no sometidas a tensiones se refiere a Alemania, Francia, Países Bajos, Austria y Finlandia; y el de las economías sometidas a tensiones a Italia, España, Grecia, Irlanda, Portugal y Eslovenia.

empleo y en un incremento de los salarios nominales (véase gráfico D). No obstante, el incremento de la remuneración por asalariado en las economías sometidas a tensiones, en términos anuales, también es consecuencia de un efecto de base que refleja la desaparición de las medidas adoptadas en algunos países en 2012. Por lo tanto, el reequilibrio en la zona del euro, es decir, las necesidades pendientes de llevar a cabo ajustes en la competitividad, puede que aún no haya acabado. Esto también se sugiere en un reciente análisis del reequilibrio actual de la balanza por cuenta corriente en la zona del euro efectuado desde una perspectiva sectorial³.

El ajuste de los costes laborales en los países sometidos a tensiones mejoró la competitividad

El patrón de un prolongado descenso de los costes laborales en los países sometidos a tensiones observado desde 2009 a 2013 podría, de hecho, haber respaldado la evolución de la renta total en el medio plazo. A pesar del negativo impacto directo del ajuste a la baja de los precios sobre la renta de los hogares entre el segundo trimestre de 2012 y el segundo trimestre de 2013, esta reducción puede haber contribuido a evitar una caída aún mayor del empleo. Además, al ayudar a los países a recuperar competitividad, es probable que el ajuste haya evitado una disminución más duradera de la renta disponible de los hogares. Del mismo modo, dicho ajuste nominal podría también haber sostenido el proceso de desapalancamiento al mitigar las pérdidas de empleo. La evidencia disponible muestra que se está produciendo un desapalancamiento en el sector privado no financiero⁴. Especialmente, parece haberse desarrollado de manera más rápida en aquellos países en los que la acumulación de deuda fue mayor en el período previo a la crisis y el impacto de la crisis fue más severo.

Conclusiones

Tras cuatro años de descensos, la renta real disponible de los hogares de la zona del euro aumentó en el cuarto trimestre de 2012. La debilidad de la tendencia de la renta disponible de los hogares en la zona del euro durante los últimos años refleja patrones heterogéneos en los distintos países. La positiva evolución de los principales componentes de la renta a finales de 2013, que se vio favorecida por la recuperación del PIB real, se sumó a una desaceleración de la tasa de variación de los precios de consumo. En particular, los bajos precios de la energía y de las materias primas están fortaleciendo el poder adquisitivo de los hogares y, en igualdad de condiciones, deberían respaldar el avance del consumo. Una recuperación sostenida del crecimiento de la renta real disponible debería ayudar a reforzar el balance de los hogares (es decir, permitiría a los hogares reducir aún más su endeudamiento) y podría proporcionar un impulso adicional al consumo privado. Estas señales podrían verse reflejadas ya en la reciente subida de la confianza de los consumidores y de las ventas del comercio al por menor.

3 Véase la versión en inglés de los recuadros titulados, «Sectoral contributions to rebalancing within the euro area», *Boletín Mensual*, BCE, diciembre de 2013, y «To what extent has the current account adjustment in the stressed euro area countries been cyclical or structural?», *Boletín Mensual*, BCE, enero de 2014.

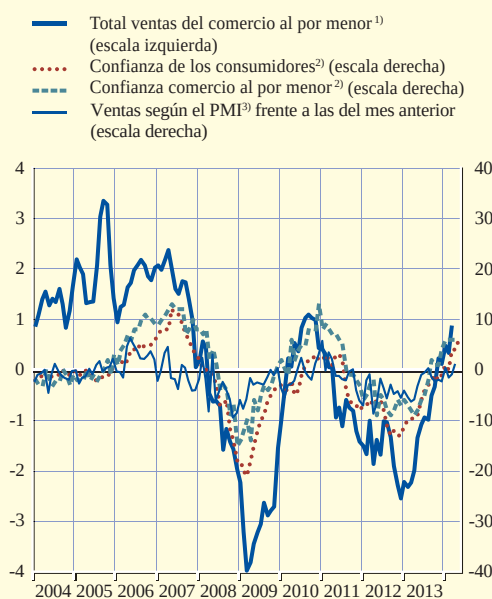
4 Véanse la versión en inglés de los recuadros titulados, «Integrated euro area accounts for the fourth quarter of 2013», *Boletín Mensual*, BCE, mayo de 2014, y «Deleveraging patterns in the euro area corporate sector», *Boletín Mensual*, BCE, febrero de 2014.

Por lo que respecta a la dinámica a corto plazo en el segundo trimestre de 2014, los indicadores tanto cuantitativos como cualitativos sugieren, en promedio, un crecimiento moderado del gasto en consumo. Las ventas del comercio al por menor aumentaron de nuevo un 0,3%, en tasa intermensual, en marzo, lo que generó un efecto arrastre positivo sobre el crecimiento del 0,2% en el segundo trimestre. Además, el PMI del comercio al por menor se elevó en abril de 2014 hasta alcanzar un nivel compatible

con el crecimiento, lo que constituye su mejor dato desde abril de 2011. Esta evolución representa una clara mejora con respecto al primer trimestre, cuando el índice aún indicaba una contracción de las ventas. Durante los dos primeros meses del segundo trimestre, el indicador de confianza del comercio al por menor de la Comisión Europea se mantuvo, en promedio, prácticamente sin cambios en relación con el trimestre anterior y por encima de su media de largo plazo. Además, en abril las matriculaciones de automóviles registraron un avance superior al 2 % intermensual, lo que supone un inicio positivo para el segundo trimestre. Este moderado repunte se produce después de un primer trimestre débil y de un cuarto trimestre del año pasado fuerte, y se debe principalmente a diversas medidas de carácter fiscal adoptadas en algunos países de la zona del euro. Las encuestas indican que es probable que las adquisiciones de automóviles y de otros bienes de precio elevado mantengan su debilidad en los próximos meses. En abril y mayo, el indicador de la Comisión Europea de grandes compras esperadas se situó, en promedio, solo ligeramente por encima del valor correspondiente al primer trimestre, permaneciendo así muy por debajo de su media de largo plazo. Sin embargo, conviene ser cautos a la hora de interpretar la evolución de este indicador, pues parece que su correlación con el consumo de bienes duraderos ha descendido desde el inicio de la crisis. Finalmente, el indicador de confianza de los consumidores de la zona del euro de la Comisión Europea, que ofrece una guía razonablemente buena de la evolución tendencial del gasto en vivienda, mejoró nuevamente en mayo. El índice, que ha seguido una tendencia al alza desde comienzos de 2013, se sitúa actualmente en su nivel más alto desde octubre de 2007, lo que sugiere una moderada mejora adicional de la dinámica subyacente del consumo (véase gráfico 49).

Gráfico 49 Ventas del comercio al por menor, PMI del comercio al por menor e indicadores de confianza

(datos mensuales)



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.

INVERSIÓN

La formación bruta de capital fijo de la zona del euro siguió recuperándose en el primer trimestre de 2014 y aumentó un 0,3 % en términos intertrimestrales, lo que supone que ha venido creciendo por cuarto trimestre consecutivo. La gradual recuperación de la inversión es atribuible a la mejora de la demanda, de los beneficios y de las condiciones de financiación, así como de la confianza. Sin embargo, al igual que en las recuperaciones que se produjeron después de crisis financieras anteriores, el repunte es bastante contenido; el nivel de inversión en el primer trimestre se mantuvo casi un 20 % por debajo del máximo alcanzado en el primer trimestre de 2008.

Todavía no se dispone de la desagregación de la formación de capital para el primer trimestre de 2004. No obstante, los indicadores de corto plazo sugieren un leve crecimiento de la inversión, excluida la construcción, que representa la mitad de la inversión total, ya que la producción de bienes de equipo se incrementó y la utilización de la capacidad productiva volvió a aumentar en el primer trimestre. Los datos procedentes

de encuestas, como el índice PMI de las manufacturas y el indicador de confianza de la Comisión Europea relativo a los bienes de equipo, mejoraron, en general, entre enero y marzo de 2014. Sin embargo, el probable aumento total oculta una evolución divergente entre los países más grandes de la zona del euro, de modo que la inversión en construcción creció en Alemania, pero se redujo en Francia y en los Países Bajos.

Por lo que se refiere a la inversión en construcción, tanto residencial como no residencial, es probable que haya registrado un avance significativo en la zona del euro en su conjunto, como prueba el acusado avance intertrimestral de la producción de la construcción en el primer trimestre, especialmente debido a la construcción de edificios. El crecimiento de la inversión en construcción en el primer trimestre del año se vio respaldado, no obstante, por las suaves temperaturas registradas en algunos países de la zona del euro. La evolución de la inversión en construcción siguió siendo muy diferente entre los distintos países, como consecuencia de las diversas condiciones existentes en los mercados inmobiliarios.

En cuanto al segundo trimestre de 2014, los pocos indicadores adelantados disponibles para la zona del euro apuntan a un moderado crecimiento de la formación de capital, excluida la construcción. La tasa de utilización de la capacidad productiva se redujo marginalmente en el segundo trimestre. Los valores de mayo correspondientes al PMI de las manufacturas y a su componente de nuevos pedidos registraron un ligero descenso, aunque se mantuvieron por encima de sus medias de largo plazo, y los datos procedentes de las encuestas de la Comisión Europea sobre la valoración que realizan las empresas de sus Carteras de pedidos y sus expectativas de producción mostraron una mejora adicional hasta mayo. Por otra parte, la encuesta sobre préstamos bancarios en la zona del euro llevada a cabo en el segundo trimestre de 2014 señala un nuevo relajamiento de las condiciones de financiación del crédito concedido con fines de inversión. Para 2014 en su conjunto, la encuesta semestral de inversiones industriales de la Comisión Europea sugiere que las empresas prevén que, en la zona del euro, la inversión industrial crezca un 5 %, mejorando las expectativas tanto para las grandes como para las pequeñas y medianas empresas, si bien se mantiene la heterogeneidad entre los distintos países (véase recuadro 7).

Recuadro 7

EVIDENCIA SOBRE LA EVOLUCIÓN DE LA INVERSIÓN EN LAS PYMES Y EN LAS GRANDES EMPRESAS PROCEDENTE DE ENCUESTAS

Este recuadro informa de la evolución de la inversión en la zona del euro y en los distintos países que la integran, basándose en encuestas, sobre todo en la última encuesta semestral de inversiones industriales de la Comisión Europea. También se examinan los factores determinantes de la inversión en las pymes y en las grandes empresas de la zona del euro, basándose en los resultados de la encuesta del BCE sobre el acceso a la financiación. Si bien la situación económica y financiera de la zona del euro ha mejorado, lo que debería allanar el camino para una recuperación de la inversión industrial en términos reales, las condiciones para las pymes siguen siendo menos favorables que para las grandes empresas.

Evolución actual de la inversión en la zona del euro y en los países que la integran

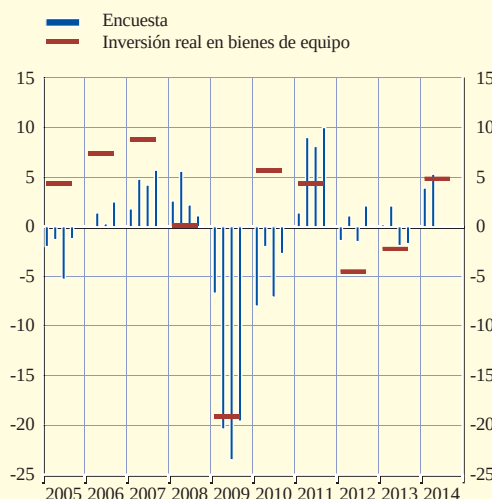
Según la reciente encuesta semestral de inversiones industriales de la Comisión Europea, la inversión real del sector manufacturero de la zona del euro se redujo aproximadamente un 3 % en 2013,

y se espera que aumente en torno a un 5% en 2014 (véase gráfico A). Los resultados de la encuesta, publicada a finales de abril de 2014, apuntan a una valoración ligeramente más optimista para 2014 que los de la encuesta anterior, que se publicó en noviembre de 2013 y sugería un incremento del 4%¹. Esta última valoración está básicamente en línea con la proyección relativa a la inversión real en bienes de equipo de las previsiones de primavera de 2014 de la Comisión Europea para este año y ligeramente por encima de la previsión de la inversión total, en términos reales, que figura en el ejercicio de proyecciones macroeconómicas amplio llevado a cabo por el Eurosistema de junio de 2014 (véase el artículo titulado «Proyecciones macroeconómicas de junio de 2014 elaboradas por los expertos del Eurosistema para la zona del euro»).

Si se consideran los países concretos de la zona del euro se observa que, si bien la encuesta de inversiones de la Comisión Europea sugiere que en la mayoría de los países se prevé un aumento de la inversión en 2014, en comparación con 2013, sigue existiendo una importante heterogeneidad entre ellos (véase gráfico B). Para la mayoría de los países, existen similitudes sobre todo entre los

Gráfico A Planes de inversión industrial en la zona del euro e inversión real en bienes de equipo

(tasas de variación interanual, volumen)



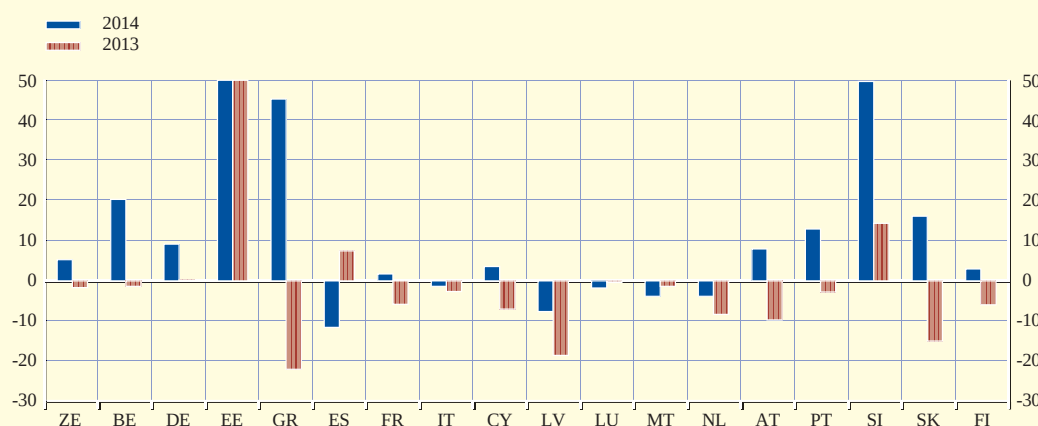
Fuentes: Comisión Europea y encuesta de inversiones de la Comisión Europea.

Notas: Para cada año, las cuatro encuestas de la Comisión Europea se representan en barras de color azul claro. Los datos correspondientes a la inversión real en bienes de equipo se refieren a los resultados registrados hasta 2013 y una proyección para 2014.

1 Para un análisis de la anterior encuesta semestral de inversiones industriales de la Comisión Europea, véase el recuadro titulado «Business investment – signs of a modest recovery ahead», en la versión en inglés del *Boletín Mensual*, BCE, enero de 2014.

Gráfico B Planes de inversión industrial en los países de la zona del euro

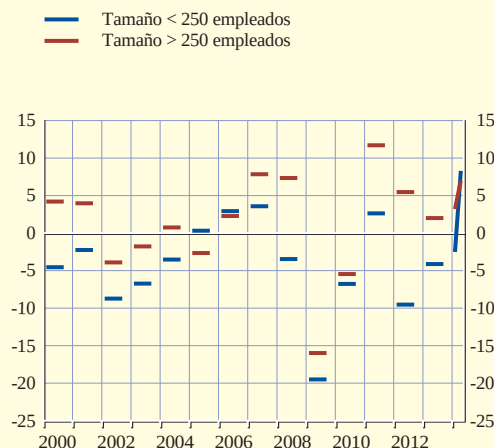
(tasas de variación interanual; volumen)



Fuente: Encuesta de Inversiones de la Comisión Europea, abril de 2014.
Notas: EE: 378 (2014) y 168 (2013); SI: 68 (2014).

Gráfico C Planes de inversión industrial en la zona del euro por tamaño de las empresas

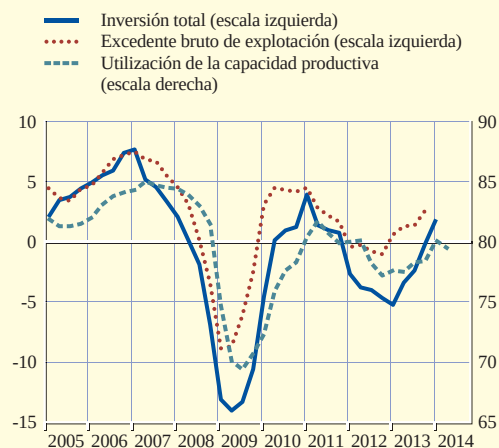
(tasas de variación interanual, volumen)



Fuente: Encuesta de inversiones de la Comisión Europea.
Nota: Las líneas horizontales representan medias de los resultados de las cuatro encuestas para cada año. Solo en el caso de 2014 se muestran los resultados individuales de las encuestas correspondientes a noviembre de 2013 y abril de 2014.

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

(tasas de variación interanual, volumen, porcentaje)



Fuentes: Eurostat y Comisión Europea.

planes de inversión industrial y la proyección sobre la inversión real en bienes de equipo de la Comisión Europea en cuanto a la evolución esperada de la inversión.

La encuesta de la Comisión Europea también muestra que, en comparación con la encuesta anterior correspondiente a noviembre de 2013, se produjo una fuerte revisión al alza (del -3 % al 8 %) en la cifra relativa a las expectativas de inversión para 2014 de las pymes de la zona del euro, es decir, de las empresas que emplean a menos de 250 trabajadores (véase gráfico C). La cifra correspondiente a los planes de inversión de las grandes empresas también ha seguido aumentando, aunque a un ritmo más moderado, situándose en el entorno del 7 % en el año 2014 en su conjunto. Esta cifra parece indicar que la situación está retornando gradualmente a la normalidad en las dos categorías de empresas en términos de recuperación de beneficios, de señales de que se está reduciendo la capacidad productiva sin utilizar, de menor incertidumbre y de mejora del acceso a la financiación².

Efectivamente, el excedente bruto de explotación está creciendo en la zona del euro a un ritmo ligeramente más rápido que las tasas medias de crecimiento a largo plazo (véase gráfico D), lo que apunta a una disponibilidad creciente de financiación interna para los proyectos de inversión. Además, la capacidad ociosa del sector industrial está disminuyendo a medida que la utilización de la capacidad productiva en las manufacturas aumenta gradualmente hacia las medias de largo plazo.

Este incremento de la capacidad productiva indica la necesidad creciente de las empresas de ampliar su *stock* de capital³. Según la encuesta sobre préstamos bancarios de abril de 2014 llevada a cabo por el BCE, las condiciones de financiación también han mejorado progresivamente, relajándose los criterios de aprobación del crédito establecidos por las entidades de crédito y registrando un aumento

² Para un análisis detallado de los factores determinantes de la debilidad de la inversión, véase el recuadro titulado «Factors behind the fall and recovery in business investment», en la versión en inglés del *Boletín Mensual*, BCE, abril de 2014.

³ Véase el recuadro titulado «Inversión empresarial, utilización de la capacidad productiva y demanda», *Boletín Mensual*, BCE, abril de 2010.

significativo la demanda de préstamos con fines de inversión durante los últimos trimestres (véase gráfico E).

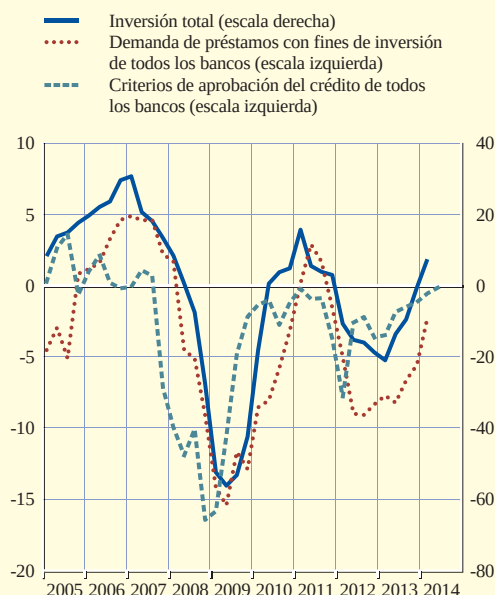
Evolución previa de la inversión en las pymes y las grandes empresas

Si se analizan más detenidamente los planes de inversión industrial, en términos reales, de las pymes y de las grandes empresas durante un período más largo, la encuesta de inversiones de la Comisión Europea sugiere que los planes de inversión de las pymes de la zona del euro han sido, en general, más contenidos que los de las grandes empresas (véase gráfico C). En 2009, la contracción de los planes de inversión estuvo asociada a que todas las empresas, independientemente del tamaño, los recortaron. Por el contrario, en 2011 y 2012 la debilidad de la inversión parece haber coincidido principalmente con que las empresas más pequeñas decidieran reducir sus inversiones, mientras que, en general, los planes de inversión de las empresas más grandes mantuvieron su dinamismo.

La encuesta semestral sobre el acceso a la financiación (SAFE, en su siglas en inglés)⁴ realizada por el BCE con datos disponibles hasta el segundo semestre de 2013 arroja alguna luz sobre los factores determinantes de las diferencias existentes en los planes de inversión durante los últimos años. Las diferencias entre el crecimiento de la inversión prevista en las grandes empresas (es decir, aquellas que emplean a más de 250 trabajadores) y en las pequeñas y medianas empresas a lo largo de 2011 y 2012 pueden estar asociadas, en parte, al hecho de que la evolución de los beneficios como fuente de generación de ingresos fue mucho más débil en las pymes que en las empresas más grandes de la zona del euro. Mientras que, en general, las grandes empresas esperaban que la importancia de los beneficios como fuente de ingresos aumentara considerablemente después de 2009 y que solo cayera ligeramente en

Gráfico E Inversión total, criterios de aprobación del crédito y demanda de préstamos con fines de inversión

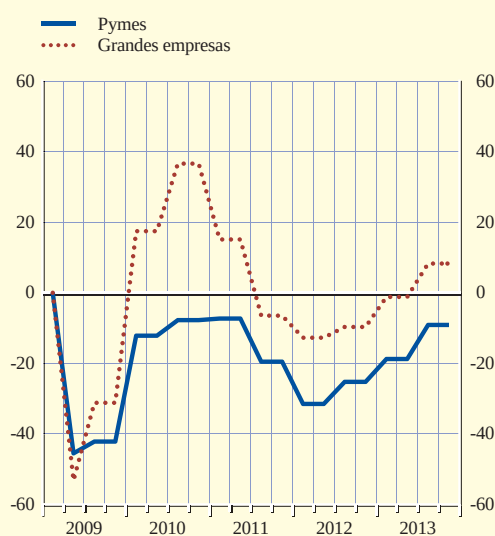
(tasas de variación interanual; porcentaje neto de encuestados)



Fuentes: Eurostat y BCE (encuesta sobre préstamos bancarios).

Gráfico F Beneficios como factor relevante de la generación de ingresos para las empresas del sector industrial

(durante los seis meses anteriores; porcentaje neto de encuestados)

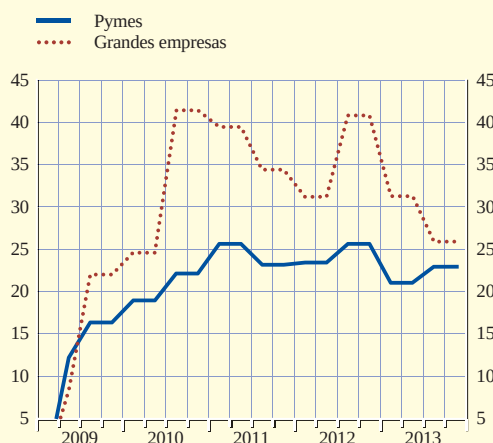


Fuente: SAFE del BCE.

⁴ Véanse la encuesta sobre el acceso a la financiación de las pequeñas y medianas empresas de la zona del euro: octubre de 2013 a marzo de 2014 en: <http://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/accesstofinancesmallmediumsizedenterprises201404en.pdf?da920468528300ff549d8cc95522eb81> y el recuadro titulado «Survey on the access to finance of small and medium-sized enterprises in the euro area: October 2013 to March 2014», en la versión en inglés del *Boletín Mensual*, BCE, mayo de 2014.

Gráfico G Necesidades de financiación externa con fines de inversión de empresas del sector industrial

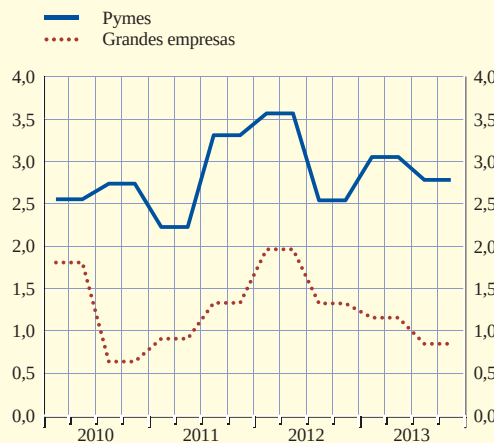
(durante los seis meses anteriores; porcentaje neto de encuestados)



Fuente: SAFE del BCE.

Gráfico H Préstamos bancarios denegados, solicitados por empresas de todos los sectores

(durante los seis meses anteriores; porcentaje neto de encuestados)



Fuente: SAFE del BCE.

2012, las pymes continuaron considerando que la situación de los beneficios desempeñaba un papel limitado a lo largo de ese período (véase gráfico F).

El porcentaje neto de encuestados en la SAFE que indicaron que entre las pymes existía la necesidad de obtener financiación externa con fines de inversión solo mejoró moderadamente a raíz de la crisis financiera (véase gráfico G). Mientras tanto, para las empresas más grandes de la zona del euro, la necesidad de financiación externa para realizar inversiones se incrementó considerablemente después de 2009 y, desde entonces, ha continuado siendo más elevada que la de las pymes.

Además, las pymes de la zona del euro parecen haber estado expuestas a restricciones crediticias en los años posteriores al comienzo de la crisis financiera en mayor medida que las empresas más grandes. La existencia de tales restricciones al tratar de obtener financiación externa puede haber impedido la inversión en capital fijo, especialmente en caso de debilidad de los beneficios y de la financiación interna. La SAFE muestra que, de conformidad con las respuestas ponderadas, las entidades de crédito han rechazado más solicitudes de préstamos de las pymes que de las empresas más grandes (véase gráfico H). Desde el primer semestre de 2012, las tasas de solicitudes denegadas por los bancos han caído, fundamentalmente las correspondientes a la grandes empresas.

Conclusiones

La encuesta semestral sobre inversiones industriales de la Comisión Europea muestra las expectativas de un aumento de la inversión industrial, en términos reales, en la zona del euro en 2014 para todas las empresas, respaldado por una vuelta a la normalidad de los factores que la favorecen —tales como beneficios, utilización de la capacidad productiva y acceso a la financiación—. La encuesta de inversiones industriales más reciente de la Comisión Europea sugiere que las pequeñas empresas esperan incrementar la inversión significativamente en 2014. Sin embargo, recientemente, una serie de factores fundamentales que determinan la inversión —como los beneficios y las condiciones

crediticias— parecen haber seguido siendo más débiles para las pymes que para las empresas más grandes, como muestra la encuesta sobre el acceso a la financiación. Por lo tanto, la recuperación de la inversión en las pymes de la zona del euro puede ser relativamente limitada, teniendo en cuenta también que parte de niveles reducidos tras la falta de dinamismo de la inversión en los últimos años.

Se prevé que la inversión en construcción sea débil en el segundo trimestre de 2014, debido en parte al prolongado ajuste observado en algunos mercados de la vivienda de la zona del euro y a la reducida demanda que aún persiste en el sector. El impulso de la actividad derivado de las condiciones meteorológicas tan favorables existentes en el primer trimestre del año también ha desaparecido. Esta frágil evolución se refleja, asimismo, en los valores de abril de los indicadores PMI relativos a la producción de la construcción, a la actividad inmobiliaria y a los nuevos pedidos, y en el valor medio de abril y mayo correspondiente a la encuesta de la Comisión Europea sobre los nuevos pedidos de la construcción. Todos estos indicadores experimentaron un descenso en comparación con los valores medios del primer trimestre y siguieron situándose significativamente por debajo de sus respectivas medias de largo plazo. La necesidad de una nueva corrección de los desequilibrios en los sectores inmobiliario y de la construcción de determinados países de la zona sugiere una evolución relativamente débil de la inversión en construcción también durante el resto del año.

CONSUMO PÚBLICO

El crecimiento del consumo público se tornó positivo, en términos reales, en el primer trimestre de 2014 (y avanza un 0,3%, en tasa intertrimestral). Si se consideran las tendencias subyacentes de los principales componentes individuales, parece que todos ellos han aumentado con respecto al trimestre anterior. En particular, el gasto en consumo intermedio, que supone ligeramente menos de un cuarto del gasto total, se incrementó de forma acusada, revertiendo así, en gran medida, la fuerte contracción observada en el mes anterior. Además, las transferencias sociales en especie, que incluyen partidas como el gasto en sanidad, continuaron creciendo a un ritmo estable, mientras que la remuneración de los empleados públicos, que representa casi la mitad del consumo público total, solo aumentó marginalmente. De cara al futuro, la contribución del consumo público a la demanda interna se prevé que continúe siendo limitada en los próximos trimestres, pues sigue siendo necesario adoptar nuevas medidas de consolidación fiscal en algunos países (véase sección 5).

EXISTENCIAS

En el primer trimestre de 2014, la variación de existencias contribuyó en 0,2 puntos porcentuales al crecimiento intertrimestral del PIB, tras una aportación negativa de la misma magnitud en el cuarto trimestre de 2013. Los últimos datos confirman la falta de dirección clara de la contribución de la variación de existencias al crecimiento del PIB durante el último año aproximadamente, en contraposición con la tendencia principalmente negativa observada entre el tercer trimestre de 2011 y el cuarto trimestre de 2012 (–1 punto porcentual, en términos acumulados). Las encuestas más recientes de la Comisión Europea indican que, en las manufacturas (productos terminados) y en el comercio al por menor, las empresas consideran que las existencias son bastante reducidas (no se sitúan muy por encima de los recientes mínimos de 2010 y 2011), a pesar de los incrementos registrados en abril y mayo de 2014 (véase gráfico 50, panel a). Así pues, en el contexto de la actual recuperación económica, resulta bastante probable que se produzca una reposición de existencias neutral o moderada más adelante en el año. Además, la evidencia de la última encuesta PMI correspondiente a abril y mayo de 2014, en particular en relación con los productos intermedios o terminados de las manufacturas, sugiere que

Gráfico 50 Existencias de la zona del euro

a) Percepción de los niveles de existencias

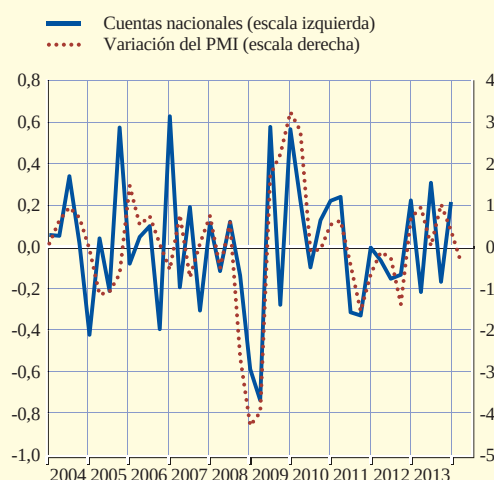
(saldos netos, datos desestacionalizados y no ajustados por días laborables)



Fuentes: Encuestas de opinión de la Comisión Europea.

b) Variación de existencias: percepción y contribuciones al crecimiento del PIB

(variación de los índices de difusión; puntos porcentuales)



Fuentes: Markit y Eurostat.

Notas: Cuentas nacionales: contribución de la variación de existencias al crecimiento intertrimestral del PIB real. PMI: media de la variación absoluta de las existencias de productos intermedios y terminados en las manufacturas.

las existencias podrían hacer una contribución prácticamente neutral al crecimiento del PIB real en los próximos meses (véase gráfico 50, panel b).

COMERCIO EXTERIOR

Las exportaciones de bienes y servicios de la zona del euro registraron un moderado avance en el primer trimestre de 2014, aumentando un 0,3%, en tasa intertrimestral (véase gráfico 51). Este incremento siguió al acusado repunte observado en el cuarto trimestre, que se debió a la solidez de la demanda exterior. Las exportaciones a Estados Unidos, Japón y China han continuado fortaleciéndose, mientras que las exportaciones a países europeos no pertenecientes a la zona del euro, a otras economías asiáticas y a América Latina han sido muy moderadas.

Las importaciones de la zona del euro registraron un incremento intertrimestral relativamente marcado (del 0,8%) en el primer trimestre, tras un repunte en los tres trimestres anteriores que reflejó la mejora progresiva de la demanda interna de la zona. A excepción de China, las importaciones de la mayoría de los socios comerciales (especialmente de Estados Unidos) han sido moderadas. Como el crecimiento de las importaciones fue mayor que el de las exportaciones, la contribución de la demanda exterior neta al crecimiento del PIB pasó a ser negativo en el primer trimestre (-0,2 puntos porcentuales).

Los indicadores de opinión disponibles apuntan un crecimiento de las exportaciones de la zona del euro en el corto plazo. El PMI de nuevos pedidos exteriores mejoró, en promedio, en el primer trimestre, manteniéndose muy por encima de 50, el umbral de expansión. Sin embargo, el descenso que se inició en febrero de 2014 continuó en los meses siguientes; en mayo, el PMI de nuevos pedidos exteriores se

situó en 52,6, algo por debajo de la cifra de abril (53,3). Tras alcanzar en febrero de 2014 su nivel más elevado desde comienzos de 2012, el indicador de la Comisión Europea relativo a la cartera de pedidos exteriores se redujo ligeramente en los tres meses posteriores, pero se mantiene por encima de su media de largo plazo. Ambos indicadores se sitúan en niveles compatibles con un crecimiento moderado de las exportaciones en el corto plazo, lo que también se ve respaldado por el gradual fortalecimiento de la demanda exterior. Es probable que las importaciones de la zona del euro también crezcan en el corto plazo, aunque a un ritmo lento, prácticamente en línea con la recuperación de la demanda interna.

4.2 PRODUCTO POR RAMAS DE ACTIVIDAD

Si se considera el lado de las cuentas nacionales correspondiente a la producción, el valor añadido total siguió aumentando en el primer trimestre de 2014, en un 0,1 %, en tasa intertrimestral. Los principales sectores económicos, salvo la industria, excluida la construcción, contribuyeron a este último incremento.

En lo que se refiere al nivel de actividad, se mantienen las diferencias entre las ramas. El valor añadido real de los servicios alcanzó su máximo histórico en el primer trimestre de 2014, mientras que el valor añadido real de la construcción se situó en torno a los tres cuartos de su máximo anterior, alcanzado en 2008. Al mismo tiempo, el valor añadido de la industria, excluida la construcción, fue un 6 % inferior al máximo registrado antes de la crisis. Los indicadores de corto plazo apuntan a un nuevo aumento del valor añadido total en el segundo trimestre de 2014, algo superior a la tasa de crecimiento del primer trimestre.

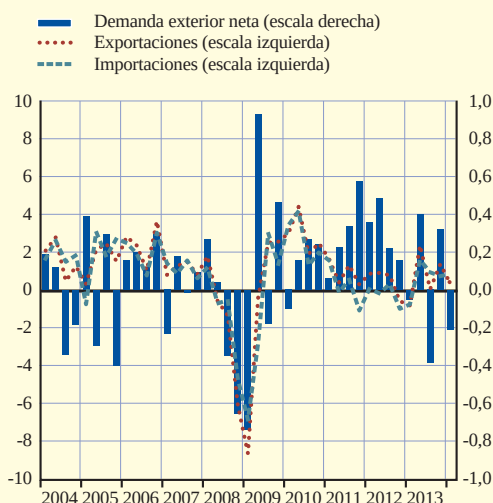
INDUSTRIA EXCLUIDA LA CONSTRUCCIÓN

El valor añadido de la industria, excluida la construcción, se contrajo un 0,2 %, en tasa intertrimestral, en el primer trimestre de 2014, tras un importante avance en el trimestre anterior. En cambio, la producción creció de forma moderada, tras incrementarse un 0,5 %, en tasa intertrimestral, en el trimestre precedente (véase gráfico 52). Este incremento intertrimestral de la producción tuvo su origen en los bienes de equipo, los bienes intermedios y los bienes de consumo —en este último caso, consecuencia del rápido crecimiento del componente de bienes de consumo duradero—. La producción de la energía cayó de forma acusada, debido a las suaves temperaturas del invierno. La evolución más reciente observada en la industria ha coincidido con una ligera mejora de la demanda, como indican las encuestas de opinión de la Comisión Europea.

De cara al futuro, los indicadores de corto plazo señalan una expansión moderada de la actividad en la industria en el segundo trimestre de 2014. 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, registró un avance del 1 %, en tasa intertrimestral, en el primer trimestre de 2014. Los datos de las encuestas de la

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

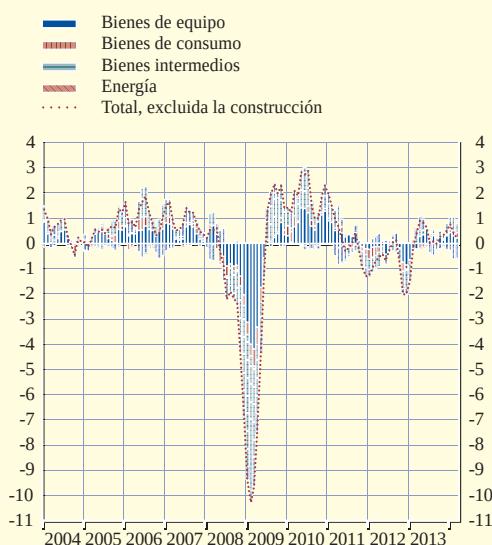
(tasas de variación intertrimestral; puntos porcentuales)



Fuentes: Eurostat y BCE.

Gráfico 52 Crecimiento de la producción industrial y contribuciones

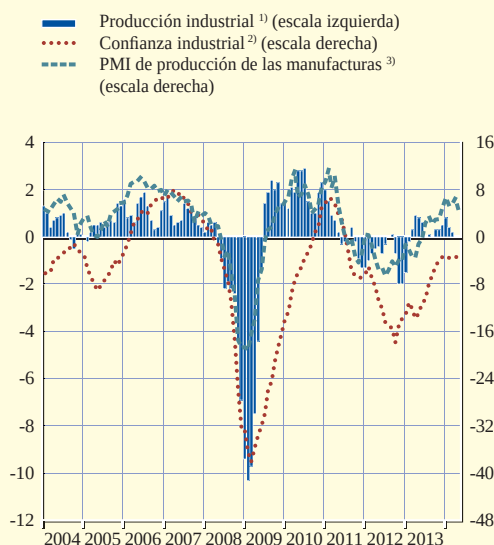
(tasa de crecimiento y contribuciones en puntos porcentuales; datos mensuales desestacionalizados)



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.

Comisión Europea indican que el nivel de la cartera de pedidos, que ha venido aumentando desde comienzos de 2013, mejoró nuevamente en mayo. Además, en abril y mayo los índices de PMI de producción de las manufacturas y de nuevos pedidos cayeron por debajo de los niveles registrados en el primer trimestre, aunque seguían por encima de 50, el umbral teórico de expansión (véase gráfico 53). Además, el indicador de confianza industrial de la Comisión Europea registró, en el período de abril a mayo, un valor significativamente superior a la media correspondiente al primer trimestre.

CONSTRUCCIÓN

Continuando la tendencia positiva que se inició a mediados de 2013, el valor añadido de la construcción se incrementó un 0,5%, en tasa intertrimestral, en el primer trimestre de 2014. Este incremento está en línea con el sólido avance de la producción de la construcción, que aumentó un 2,4%, en tasa intertrimestral, en el primer trimestre de 2014, impulsado principalmente por las condiciones meteorológicas tan suaves observadas en varios países de la zona del euro. De cara al futuro, los indicadores de corto plazo apuntan, por lo general, a una evolución más débil durante el segundo trimestre de este año. Pese a un ligero aumento del indicador de confianza de la construcción de la Comisión Europea durante el mes de mayo, la media correspondiente a abril y mayo todavía se sitúa por debajo del valor registrado en el primer trimestre y significativamente por debajo de su media histórica. Además, este avance se debió únicamente a una ligera mejora de las perspectivas de empleo, mientras que la cartera de pedidos de la construcción se deterioró adicionalmente, indicando que es probable que la evolución futura de la construcción sea muy moderada. Otras encuestas presentan un panorama similar: los índices PMI de producción de la construcción, de actividad inmobiliaria y de nuevos pedidos se situaron en

abril en su nivel más bajo desde mayo de 2013 y significativamente por debajo de sus medias de los dos últimos trimestres. Además, estos indicadores registraron niveles inferiores a 50, lo que señala una contracción de la actividad.

SERVICIOS

El valor añadido de los servicios creció un 0,2% adicional en el primer trimestre, una tasa similar a la de los dos trimestres anteriores. La actividad del sector servicios aumentó en el primer trimestre tanto en los servicios de mercado como en los servicios no de mercado (que incluyen la administración pública, la educación, la sanidad y los servicios sociales). La expansión también fue generalizada en los subsectores, a excepción de las actividades inmobiliarias, que registraron un descenso. Las contribuciones más positivas procedieron de los servicios de mercado, en particular del comercio, transporte, alojamiento y alimentación, así como de los servicios financieros y de seguros. La encuesta trimestral de la Comisión Europea sobre los factores que limitan la actividad comercial de los servicios ofrece indicios sobre los determinantes de la evolución de dicha actividad. En el período de tres meses hasta abril, la proporción de empresas de servicios que informaron de que la demanda insuficiente constituía una limitación para su negocio se situó en su media de largo plazo, sugiriendo que no existían restricciones de demanda específicas. Sin embargo, al mismo tiempo señalaron que las restricciones financieras han seguido suponiendo una importante limitación para la actividad comercial de los servicios, pese a haber mejorado desde el tercer trimestre de 2013. De entre los países más grandes de la zona del euro, es en Italia y en España donde las restricciones financieras son más severas.

De cara al futuro, las encuestas apuntan a un nuevo crecimiento positivo del valor añadido de los servicios en el segundo trimestre de este año. Más adelante, se espera que la recuperación de la rama de servicios continúe a un ritmo lento. Sobre la base de los datos disponibles para los dos primeros meses del segundo trimestre, el índice PMI de actividad comercial del sector servicios se elevó nuevamente hasta alcanzar el nivel más alto desde el segundo trimestre de 2011. Del mismo modo, el indicador de confianza de los servicios de la Comisión Europea también volvió a mejorar, hasta situarse en niveles que no se habían observado desde el verano de 2011. La confianza continuó siendo relativamente elevada en el caso de las actividades relacionadas con el empleo, y de programación, consultoría y otras actividades relacionadas con la informática. Según la encuesta de servicios de la Comisión Europea, la demanda esperada en los próximos meses se redujo en los dos primeros meses del segundo trimestre en comparación con el trimestre anterior. El índice PMI de actividad comercial futura (dentro de doce meses) también disminuyó con respecto al primer trimestre, hasta situarse en un nivel ligeramente por debajo de su media de largo plazo. Esta evolución está en consonancia con una recuperación sostenida, pero moderada, en los próximos meses.

4.3 MERCADO DE TRABAJO

Las cifras relativas a los mercados de trabajo de la zona del euro muestran algunas señales de mejora, en línea con la moderada recuperación de la actividad económica que se ha observado desde la primavera de 2013. Los mercados de trabajo suelen ir a la zaga de la actividad económica, ya que las empresas aumentan fundamentalmente la utilización de la capacidad productiva mediante incrementos de la productividad y de las horas trabajadas antes de empezar a contratar de nuevo. Pese a la ligera mejora general registrada en la zona del euro, las cifras siguen siendo muy distintas entre países y grupos de edad.

El número de personas ocupadas en la zona del euro creció un 0,1%, en tasa intertrimestral, en el cuarto trimestre de 2013, tras haberse mantenido estable en los dos trimestres anteriores (véase cuadro 11).

Cuadro II Crecimiento del empleo

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

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

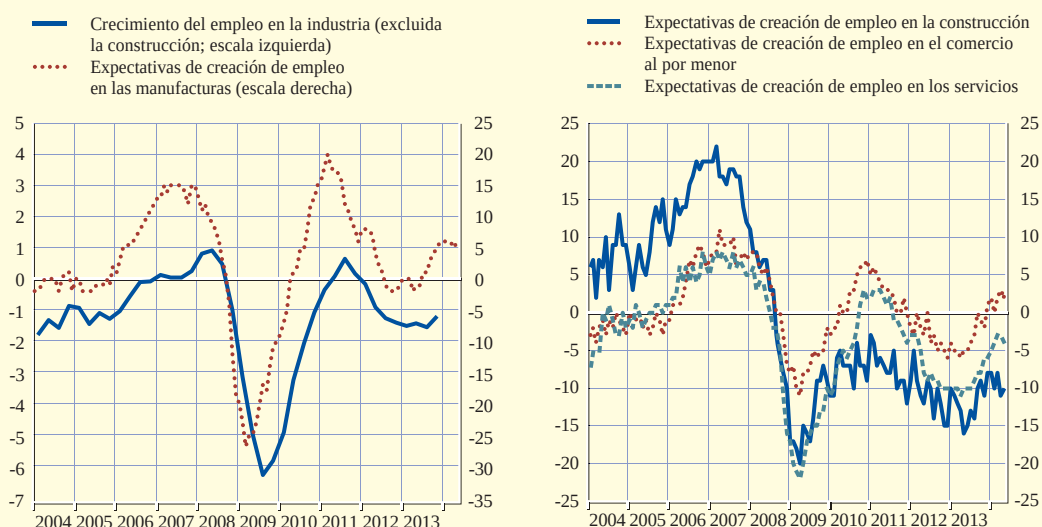
Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

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

Si bien se observan marcadas diferencias entre países, el crecimiento del empleo es atribuible, en gran medida, a la mejora experimentada en países gravemente afectados como España, Irlanda y Portugal. De los principales sectores económicos, solo los servicios mostraron un crecimiento positivo en el cuarto trimestre, mientras que la industria (excluida la construcción), la agricultura y la construcción registraron variaciones negativas del empleo, en términos intertrimestrales.

Gráfico 54 Crecimiento del empleo y expectativas de creación de empleo

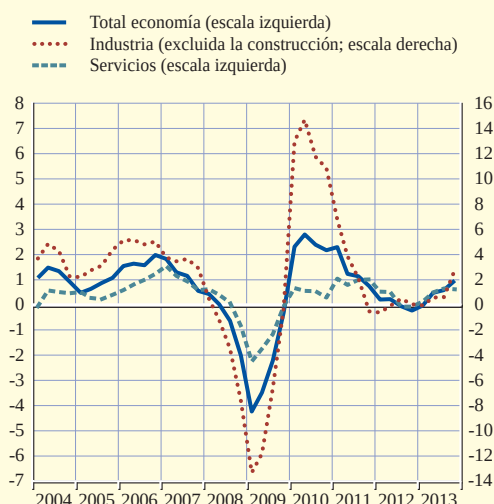
(tasas de variación interanual; saldos netos; datos desestacionalizados)



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

Gráfico 55 Productividad del trabajo por persona ocupada

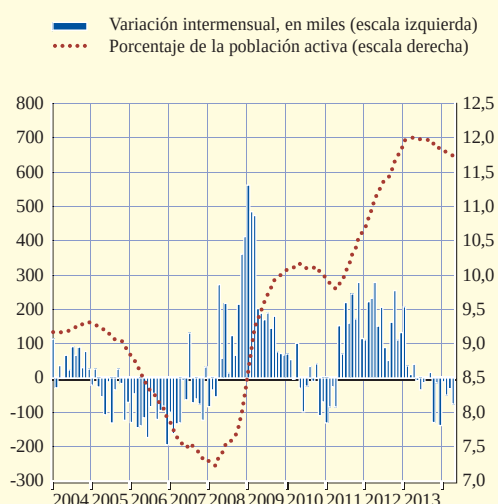
(tasas de variación interanual)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Gráfico 56 Desempleo

(datos mensuales desestacionalizados)



Fuente: Eurostat.

El total de horas trabajadas se mantuvo estable, en tasa intertrimestral, en el tercer y cuarto trimestre de 2013, tras un aumento del 0,6% en el segundo trimestre del año. Así pues, la evolución de las horas trabajadas podría reflejar mejoras cíclicas en las condiciones de los mercados de trabajo, ya que la normalización de las horas trabajadas suele producirse antes de que aumenten las contrataciones.

Aunque los resultados de las encuestas siguen mostrando niveles reducidos de empleo, indican, sin embargo, una mejora sostenida, aunque leve, en el primer trimestre de 2014 y a principios del segundo trimestre (véase gráfico 54). Los indicadores adelantados también apuntan a una ligera mejora adicional en la situación de los mercados de trabajo.

La productividad del trabajo por persona ocupada siguió aumentando, con un avance de un 1%, en términos interanuales, en el cuarto trimestre de 2013, tras un incremento del 0,6% en el tercer trimestre (véase gráfico 55). La productividad por hora trabajada registró un aumento del 0,8%, en línea con el crecimiento nulo del total de horas trabajadas y del ligero incremento del empleo. Se espera que el crecimiento de la productividad se haya mantenido estable, o avanzado marginalmente, en el primer trimestre de 2014, dado que el crecimiento del empleo ha empezado a responder en cierta medida a la recuperación de la actividad económica en curso.

En consonancia con la evolución del empleo, la tasa de paro de la zona del euro ha comenzado a descender ligeramente (véase gráfico 56). Tras un descenso de 0,1 puntos porcentuales en el primer trimestre de 2014, se redujo 0,1 puntos porcentuales adicionales en abril, hasta situarse en el 11,7%. Una señal alentadora es que, pese a las considerables diferencias de nivel existentes, las recientes caídas han sido relativamente generalizadas en todos los grupos de edad. Sin embargo, en abril de 2014 la tasa de desempleo total se situó 1,9 puntos porcentuales por encima de su mínimo, alcanzado en abril de 2011, pero 0,3 puntos porcentuales por debajo del 12%, la media correspondiente a 2013. De cara al futuro se espera que la tasa de desempleo siga reduciéndose gradualmente, aunque a un ritmo lento.

4.4 PERSPECTIVAS DE LA ACTIVIDAD ECONÓMICA

Los resultados más recientes de las encuestas señalan un crecimiento moderado también en el segundo trimestre de 2014. De cara al futuro, varios factores deberían seguir respaldando la demanda interna, entre ellos la orientación acomodaticia de la política monetaria, las mejoras observadas en las condiciones de financiación que se están trasladando a la economía real, los avances en la consolidación fiscal y en las reformas estructurales, y el incremento de la renta real disponible atribuible al descenso de los precios de la energía. Al mismo tiempo, aunque los mercados de trabajo han mostrado algunas señales adicionales de mejora, el desempleo en la zona del euro sigue siendo elevado y, en general, la capacidad productiva sin utilizar continúa siendo considerable. Por otra parte, la tasa de variación interanual de los préstamos concedidos por las IFM al sector privado siguió siendo negativa en abril, y es probable que los necesarios ajustes de los balances de los sectores público y privado sigan afectando al ritmo de la recuperación económica.

La valoración de que se está registrando una moderada recuperación también se ve reflejada en las proyecciones macroeconómicas de junio de 2014 elaboradas por los expertos del Eurosistema para la zona del euro, que prevén que el PIB real aumente un 1 % en 2014, un 1,7 % en 2015 y un 1,8 % en 2016. Si se comparan con las proyecciones macroeconómicas de marzo de 2014 elaboradas por los expertos del BCE, la previsión de crecimiento del PIB real para 2014 se ha revisado a la baja, mientras que la correspondiente a 2015 se ha revisado al alza.

Los riesgos en torno a las perspectivas económicas de la zona del euro siguen siendo a la baja. Los riesgos geopolíticos, así como la evolución de las economías emergentes y de los mercados financieros globales, podrían afectar negativamente a la situación económica. Entre otros riesgos a la baja, se incluyen una debilidad de la demanda interna mayor de lo esperada, una insuficiente aplicación de las reformas estructurales en los países de la zona y un menor crecimiento de las exportaciones.

5 EVOLUCIÓN DE LAS FINANZAS PÚBLICAS

De acuerdo con las proyecciones macroeconómicas de junio de 2014 elaboradas por los expertos del Eurosistema, el déficit público de la zona del euro continuará descendiendo, aunque se espera una ralentización del ritmo de ajuste presupuestario estructural. Según las previsiones, la ratio de deuda de las Administraciones Públicas de la zona del euro seguirá aumentando hasta 2014, y en 2015 se reducirá por primera vez desde el estallido de la crisis económica y financiera. Los considerables esfuerzos de consolidación fiscal realizados en los últimos años están dando fruto de manera creciente, como pone de manifiesto la recomendación de la Comisión Europea de 2 de junio de 2014 de que se deroguen los procedimientos de déficit excesivo (PDE) de Bélgica, Países Bajos, Austria y Eslovaquia. A pesar de esta evolución positiva, varios países que siguen sujetos a PDE corren el riesgo de incumplir los plazos de corrección de sus déficits excesivos y deben acelerar el ajuste con el fin de garantizar el cumplimiento íntegro de las recomendaciones formuladas en el contexto de sus respectivos PDE. De cara al futuro, a medida que aumente el número de países que dejen de estar sujetos al componente corrector y en los que pase a aplicarse el componente preventivo del Pacto de Estabilidad y Crecimiento (PEC), será importante asegurar que continúan los avances hacia el cumplimiento de los objetivos presupuestarios a medio plazo y unos niveles de deuda más seguros. A este respecto, los consejos fiscales, creados recientemente en su mayor parte, pueden desempeñar un destacado papel para promover la adhesión nacional a las reglas fiscales europeas en los distintos países de la zona del euro.

EVOLUCIÓN DE LAS FINANZAS PÚBLICAS EN 2013 Y EN AÑOS POSTERIORES

De acuerdo con las notificaciones de Eurostat de primavera de 2014 realizadas en el marco de los PDE, el déficit de las Administraciones Públicas de la zona del euro siguió disminuyendo y se situó en el 3 % del PIB en 2013, desde el 3,7 % de 2012 (véase cuadro 12). Aproximadamente la mitad del descenso de la ratio de déficit fue atribuible a un impacto más limitado del apoyo público prestado a instituciones financieras. Aparte de este factor, la mejora fue resultado principalmente del incremento de los ingresos en relación con el PIB.

La deuda de las Administraciones Públicas de la zona del euro continuó aumentando en 2013 y alcanzó el 95 % del PIB, es decir, se situó 2,3 puntos porcentuales por encima del nivel de 2012 (véase cuadro 12). Este aumento puede atribuirse fundamentalmente a un efecto adverso del diferencial entre crecimiento y tipos de interés y al gasto por intereses, mientras que la contribución al avance de la deuda procedente del déficit primario y del ajuste déficit-deuda fue limitada.

Las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema prevén, basándose en el supuesto de que las políticas no se modificarán, que el déficit de las Administraciones Públicas de la zona del euro siga reduciéndose, aunque se espera una desaceleración del ritmo de ajuste fiscal estructural¹. Con arreglo a las proyecciones, el déficit en relación con el PIB descenderá hasta situarse en el 2,5 % en 2014 y algo más, hasta el 2,3 %, en 2015. Este perfil es acorde con las previsiones de primavera de 2014 de la Comisión Europea (véase cuadro 12), que proyectan que la disminución del déficit presupuestario estará impulsado íntegramente por el gasto. Durante el horizonte de las proyecciones está previsto que el gasto en relación con el PIB descienda 1,2 puntos porcentuales con respecto a 2013 y que se sitúe en el 48,7 % en 2015, lo que supera considerablemente la reducción esperada de los ingresos. Según las proyecciones, los ingresos en relación con el PIB caerán ligeramente y se situarán en el 46,5 % en 2015, como consecuencia de la finalización de subidas temporales de impuestos y de los limitados nuevos planes de reducción de impuestos.

1 Véase el artículo titulado «Proyecciones macroeconómicas de junio de 2014 elaboradas por los expertos del Eurosistema para la zona del euro» en esta edición del *Boletín Mensual*.

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

Fuentes: Eurostat, previsiones económicas de primavera de 2014 de la Comisión Europea y cálculos del BCE.

Notas: Los datos se refieren al agregado del sector de Administraciones Públicas de la zona del euro. Las cifras de 2014 y 2015 son estimaciones. Pueden producirse discrepancias, debido al redondeo.

De acuerdo con las proyecciones macroeconómicas de junio de 2014 elaboradas por los expertos del Eurosistema, la deuda de las Administraciones Públicas de la zona del euro seguirá aumentando hasta 2014, y en 2015 se reducirá por primera vez desde el estallido de la crisis económica y financiera. Según las previsiones de primavera de 2014 de la Comisión Europea, la ratio de deuda se incrementará hasta alcanzar el 96 % del PIB en 2014, como consecuencia del impacto del ajuste déficit-deuda y del elevado gasto por intereses, y se reducirá hasta situarse en el 95,4 % en 2015². El descenso de esta ratio será fundamentalmente atribuible al incremento previsto del superávit primario, mientras que el efecto adverso del diferencial entre crecimiento y tipos de interés será muy limitado.

EVOLUCIÓN DE LAS FINANZAS PÚBLICAS EN ALGUNOS PAÍSES

Los continuos avances efectuados por los países de la zona del euro en la reducción de sus desequilibrios presupuestarios se ponen de manifiesto en el creciente número de países que dejan de estar sujetos a PDE. En los últimos años, varios países, primero Finlandia y después Alemania, Italia y Letonia, han logrado una corrección sostenible de sus déficits excesivos. El 2 de junio de 2014, la Comisión Europea recomendó que se derogaran los procedimientos de déficit excesivo de Bélgica, Austria y Eslovaquia (que debían corregir sus déficits excesivos para 2013) así como, un año antes de que terminara el plazo fijado (2014), de los Países Bajos, ya que estos países han realizado sustanciales progresos en la corrección de sus déficits. Además, se espera que Malta consiga una corrección sostenible de su déficit excesivo en 2014.

No obstante, seis años después de que comenzara la crisis financiera, un grupo considerable de países todavía no ha corregido sus déficits excesivos, pese a los plazos fijados en los PDE, que en algunos casos se han ampliado sustancialmente. En particular, varios países con plazo de corrección en 2015 (y en años posteriores) corren el riesgo de incumplir los objetivos fijados en los PDE. Tomando como base las previsiones de primavera de 2014 de la Comisión Europea, es probable que Irlanda, Francia y Eslovenia, con plazo de corrección en 2015, registren déficits presupuestarios por encima del valor de referencia del 3 % del PIB ese año (véase cuadro 13). En vista del riesgo de que Francia y Eslovenia no cumplan los compromisos adquiridos en el contexto de sus PDE, la Comisión Europea hizo uso de las nuevas facultades que le ha otorgado el marco de gobernanza económica reforzado de la UE mediante la publicación,

2 El nivel de la ratio de deuda es más elevado en las previsiones de la Comisión Europea que en las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema. La Comisión publica datos de deuda en base no consolidada, mientras que, en las proyecciones del Eurosistema, los datos agregados de la zona del euro están corregidos de préstamos intergubernamentales, en consonancia con las prácticas seguidas por Eurostat.

el 5 de marzo, de recomendaciones a estos países, de conformidad con el artículo 11, apartado 2, del Reglamento (UE) n° 473/2013 (parte del denominado «two-pack»), instándoles a que tomen medidas para corregir los déficits excesivos en el plazo establecido. El 2 de junio, la Comisión señaló que consideraba que, en términos generales, Francia había seguido las recomendaciones formuladas y que Eslovenia lo había hecho parcialmente. La Comisión recomendó la adopción de medidas adicionales a las mencionadas en los programas de estabilidad de estos países, pero se abstuvo de acelerar los PDE.

Si se consideran los países sujetos al componente preventivo del PEC, se observa que los esfuerzos de ajuste estructural se están estancando. Según las previsiones de primavera de 2014 de la Comisión Europea, en los países que todavía no han alcanzado sus objetivos de medio plazo, el esfuerzo estructural no es suficiente para cumplir las exigencias del componente preventivo del PEC (esto es, una mejora anual del saldo estructural del 0,5% del PIB como valor de referencia) para alcanzar el objetivo a medio plazo en los períodos establecidos. Algunos países sujetos al componente preventivo que registran ratios de deuda pública superior al 60% del PIB corren el riesgo de no cumplir el valor de referencia de la deuda, que requiere que, después de un período de transición con menos exigencias, el exceso de deuda por encima del 60% del PIB se reduzca en 1/20, en promedio, durante tres años.

A continuación se presenta la evolución presupuestaria reciente y las perspectivas de cumplimiento de los objetivos fiscales fijados en las actualizaciones de los programas de estabilidad de 2014 en los países más grandes de la zona del euro y en los países acogidos a un programa de la UE y el FMI o que lo han concluido recientemente.

En Alemania, el saldo presupuestario de las Administraciones Públicas fue equilibrado en 2013 y la ratio de deuda cayó considerablemente, hasta situarse en el 78,4% del PIB, un resultado mejor que el objetivo fijado en la actualización del programa de estabilidad del país de 2013. De acuerdo con la actualización del programa de estabilidad de 2014 y con el proyecto de plan presupuestario revisado del 8 de abril de 2014, los objetivos del Gobierno básicamente no se han modificado y prevén mantener un saldo equilibrado en términos nominales en el período comprendido entre 2014 y 2016, y un superávit del 0,5% del PIB en 2017 y 2018. En términos estructurales, se espera un superávit constante del 0,5% del PIB. La variación más importante en comparación con el programa de estabilidad del año anterior es la reducción del objetivo nominal para 2016 (un presupuesto equilibrado en lugar de un superávit del 0,5% del PIB). Los planes del Gobierno alemán cumplen plenamente los requisitos del «límite a la deuda» nacional, el objetivo a medio plazo del país y el valor de referencia de reducción de la deuda.

En Francia, el déficit de las Administraciones Públicas alcanzó el 4,3% del PIB en 2013, muy por encima del 3,9%, el objetivo revisado en el marco del PDE. En la actualización del programa de estabilidad de 2014, los objetivos de déficit se han incrementado por encima de los establecidos para 2014 en el PDE (del 3,6% al 3,8% del PIB) y 2015 (del 2,8% al 3% del PIB). En sus previsiones de primavera de 2014, la Comisión Europea sitúa el déficit en el 3,9% del PIB en 2014 y en el 3,4% en 2015, significativamente por encima de los objetivos del PDE. Del mismo modo, se espera que la mejora acumulada del saldo estructural durante el período 2013-2015 (que está previsto que sea de 1,8 puntos porcentuales del PIB en lugar de 2,9 puntos porcentuales) sea sustancialmente inferior al objetivo fijado en la recomendación de junio de 2013 formulada en el contexto del PDE. Por lo tanto, existe un riesgo claro de que se incumpla el plazo fijado en 2015 para la corrección del déficit excesivo, salvo que se preparen y se apliquen medidas adicionales en el momento oportuno. Por ello, el 2 de junio, la Comisión Europea instó a que se refuerce la estrategia presupuestaria en 2014 y en años posteriores. Además, se prevé que la deuda en relación con el PIB se mantenga en una senda alcista hasta el final del horizonte de las proyecciones de la Comisión, alcanzando el 96,6% del PIB en 2015.

Cuadro 13 Objetivos y perspectivas fiscales de los países de la zona del euro sujetos a un procedimiento de déficit excesivo

(en porcentaje del PIB)

País	Año	Saldo presupuestario total			Esfuerzo estructural					
		Objetivo	Programa de Estabilidad	Previsiones de primavera de 2014 de la Comisión Europea	Recomendación del PDE		Programa de Estabilidad		Previsiones de primavera de 2014 de la Comisión Europea	
					Anual	Acumulado	Anual	Acumulado	Anual	Acumulado
Plazo fijado en el PDE: 2014										
MT	2013	-3,4	-2,8	-2,8	0,7	-	-	-	1,0	-
	2014 ¹⁾	-2,7	-2,1	-2,5	0,7	1,4	0,5	-	0,1	1,1
	2015	-	-1,6	-2,5	-	-	0,5	-	-0,1	1,0
	2016	-	-0,7	-	-	-	0,8	-	-	-
	2017	-	-0,3	-	-	-	0,5	-	-	-
	2018	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Plazo fijado en el PDE: 2015										
FR	2013	-3,9	-4,3	-4,3	1,3	-	1,1	-	0,8	-
	2014	-3,6	-3,8	-3,9	0,8	2,1	0,8	1,9	0,6	1,5
	2015	-2,8	-3,0	-3,4	0,8	2,9	0,9	2,7	0,4	1,8
	2016	-	-2,2	-	-	-	0,4	-	-	-
	2017	-	-1,3	-	-	-	0,5	-	-	-
	2018	-	-	-	-	-	-	-	-	-
SI	2013	-4,9	-14,7	-14,7	0,7	-	-0,1	-	0,2	-
	2014	-3,3	-4,1	-4,3	0,5	1,2	0,6	0,5	0,0	0,2
	2015	-2,5	-2,4	-3,1	0,5	1,7	0,5	1,0	0,2	0,4
	2016	-	-1,5	-	-	-	0,5	1,5	-	-
	2017	-	-0,7	-	-	-	0,3	1,8	-	-
	2018	-	0,3	-	-	-	0,6	2,4	-	-
PT	2013	-5,5	-4,9	-4,9	0,6	-	-	-	0,8	-
	2014	-4,0	-4,0	-4,0	1,4	2,0	0,7	-	-	-
	2015	-2,5	-2,5	-2,5	0,5	2,5	0,8	-	-	-
	2016	-	-1,5	-	-	-	0,5	-	-	-
	2017	-	-0,7	-	-	-	0,3	-	-	-
	2018	-	0,0	-	-	-	0,3	-	-	-
IE	2013	-7,5	-7,2	-7,2	-	5,7	-	-	1,7	3,0
	2014	-5,1	-4,8	-4,8	-	7,6	1,5	-	1,7	4,7
	2015	-2,9	-2,9	-4,2	-	9,5	1,9	-	0,4	5,0
	2016	-	-2,2	-	-	-	0,7	-	-	-
	2017	-	-1,2	-	-	-	0,9	-	-	-
	2018	-	0,0	-	-	-	1,2	-	-	-
Plazo fijado en el PDE: 2016										
CY	2013	-6,5	-	-5,4	1,3	-	-	-	3,1	-
	2014	-8,4	-	-5,8	0,3	1,6	-	-	-0,5	2,6
	2015	-6,3	-	-6,1	0,7	2,3	-	-	-0,3	2,3
	2016	-	-	-	1,8	4,1	-	-	-	-
	2017	-	-	-	-	-	-	-	-	-
	2018	-	-	-	-	-	-	-	-	-
ES	2013	-6,5	-7,1	-7,1	1,1	-	-	-	1,3	-
	2014	-5,8	-5,5	-5,6	0,8	1,9	0,7	-	0,4	1,7
	2015	-4,2	-4,2	-6,1	0,8	2,7	0,3	-	-1,1	0,7
	2016	-2,8	-2,8	-	1,2	3,9	0,5	-	-	-
	2017	-	-1,1	-	-	-	0,6	-	-	-
	2018	-	-	-	-	-	-	-	-	-
GR	2013	-5,4	-	-12,7	2,0	-	-	-	3,0	-
	2014	-4,5	-	-1,6	-0,3	1,7	-	-	-1,0	2,0
	2015	-3,4	-	-1,0	-0,4	1,3	-	-	-1,4	0,6
	2016	-	-	-	-	-	-	-	-	-
	2017	-	-	-	-	-	-	-	-	-
	2018	-	-	-	-	-	-	-	-	-

Cuadro 13 Objetivos y perspectivas fiscales de los países de la zona del euro sujetos a un procedimiento de déficit excesivo (cont.)

(en porcentaje del PIB)

País	Año	Saldo presupuestario total			Esfuerzo estructural					
		Objetivo	Programa de Estabilidad	Previsiones de primavera de 2014 de la Comisión Europea	Recomendación del PDE		Programa de Estabilidad		Previsiones de primavera de 2014 de la Comisión Europea	
					Anual	Acumulado	Anual	Acumulado	Anual	Acumulado
Posible derogación del PDE										
BE	2013	-2,7	-2,6	-2,6	1,0	-	-	-	0,7	-
	2014	-	-2,2	-2,6	-	-	0,5	0,5	0,0	0,7
	2015	-	-1,4	-2,8	-	-	0,7	1,2	-0,2	0,5
	2016	-	-0,4	-	-	-	0,7	1,9	-	-
	2017	-	0,6	-	-	-	0,7	2,6	-	-
	2018	-	-	-	-	-	-	-	-	-
AT	2013	-2,9	-1,5	-1,5	0,8	2,3	-	-	0,5	2,1
	2014	-	-2,7	-2,8	-	-	0,1	0,1	-0,1	2,0
	2015	-	-1,4	-1,5	-	-	0,1	0,2	0,1	2,1
	2016	-	-0,7	-	-	-	0,5	0,7	-	-
	2017	-	-0,6	-	-	-	0,0	0,7	-	-
	2018	-	-0,5	-	-	-	0,1	0,8	-	-
SK	2013	≥-3,0	-2,8	-2,8	1,0	4,0	-	-	2,0	5,9
	2014	-	-2,6	-2,9	-	-	-0,3	-0,3	-0,2	5,7
	2015	-	-2,5	-2,8	-	-	0,4	0,1	0,4	6,1
	2016	-	-1,6	-	-	-	0,5	0,6	-	-
	2017	-	-0,5	-	-	-	0,6	1,2	-	-
	2018	-	-	-	-	-	-	-	-	-
NL	2013	-3,6	-2,5	-2,5	0,6	-	1,5	-	1,4	-
	2014	-2,8	-2,9	-2,8	0,7	1,3	-0,1	1,4	0,0	1,4
	2015	-	-2,1	-1,8	-	-	0,4	-	0,5	1,9
	2016	-	-1,9	-	-	-	-0,3	-	-	-
	2017	-	-1,4	-	-	-	0,1	-	-	-
	2018	-	-	-	-	-	-	-	-	-

Fuentes: Previsiones económicas europeas de primavera de 2014 de la Comisión Europea, programas de estabilidad actualizados de 2014 y cálculos del BCE.

1) Las cifras incluyen los presupuestos de 2014.

En Italia, el déficit en relación con el PIB se mantuvo invariable en el 3 % en 2013, mientras que la deuda en relación con el PIB se incrementó hasta situarse en el 132,6 %. En su actualización del programa de estabilidad de 2014, el Gobierno aumentó considerablemente el objetivo de déficit de 2014 (hasta el 2,6 % del PIB, desde el 1,8 % de la actualización del programa de estabilidad de 2013), mientras que básicamente no modificó el 1,8 % del PIB, el objetivo para 2015. Con arreglo a las previsiones de primavera de 2014 de la Comisión Europea, el déficit en relación con el PIB se reducirá de manera gradual en 2014 y 2015 (hasta el 2,2 % y el 2,6 %, respectivamente). El Gobierno también aplazó de 2014 a 2016 la consecución de su objetivo a medio plazo. El esfuerzo estructural previsto no es suficiente para cumplir las exigencias del componente preventivo del PEC en 2014, mientras que básicamente se cumplirían en 2015. Italia dispone de un período de transición de tres años (2013-2015) para cumplir el criterio de deuda que, según las previsiones de primavera de 2014 de la Comisión, requiere un ajuste estructural lineal mínimo del 0,7 % del PIB al año hasta el final de dicho período. El 2 de junio, la Comisión Europea indicó que Italia debería reforzar las medidas presupuestarias previstas para 2014 debido a la emergente brecha con respecto a las exigencias del PEC, concretamente el criterio de reducción de la deuda. De cara al futuro, es importante que Italia dé mayor impulso a los esfuerzos de consolidación con el fin de asegurar que se logran avances suficientes hacia el cumplimiento del objetivo a medio plazo y del criterio de deuda, dando prioridad a la necesidad de que la elevada deuda en relación con el PIB se sitúe en una senda descendente estable.

En España, el déficit de las Administraciones Públicas en relación con el PIB fue del 7,1 % en 2013, lo que representa un descenso con respecto al 10,6 % de 2012. Si se excluyen las transferencias de capital relacionadas con el apoyo prestado a entidades financieras, el descenso fue del 6,8 % al 6,6 %, esto es, el déficit se situó ligeramente por encima del objetivo fijado en el marco del PDE (el 6,5 %). En la actualización del programa de estabilidad de 2014, el Gobierno ha reducido el objetivo de déficit en relación con el PIB para 2014 (del 5,8 % al 5,5 %), al tiempo que mantiene los objetivos establecidos en la recomendación formulada en el contexto del PDE para 2015 (el 4,2 %) y 2016 (el 2,8 %). Con arreglo a las previsiones de primavera de 2014 de la Comisión Europea, el déficit en relación con el PIB se reducirá hasta situarse en el 5,6 % en 2014, pero aumentará hasta el 6,1 % en 2015. El 2 de junio, la Comisión indicó que la estrategia presupuestaria debe reforzarse a partir de 2014, en particular especificando pormenorizadamente las medidas previstas para 2015 y años posteriores, con el fin de asegurar la corrección del déficit excesivo de manera sostenible para 2016. Los planes presupuestarios que figuran en el programa de estabilidad se basan en el supuesto de que el crecimiento económico continuará acelerándose, de que los costes directos de una reforma tributaria inminente se compensarán con un efecto positivo en la evolución de las bases impositivas, y de que el ahorro resultante de las reformas actualmente en curso (especialmente la reforma de las Administraciones Locales) será sustancial. De cara al futuro, es importante que los planes de consolidación a medio plazo se respeten íntegramente, con el fin de que la deuda en relación con el PIB se sitúe en una senda descendente y, de este modo, seguir reforzando la confianza de los mercados financieros.

Grecia alcanzó un superávit primario del 0,8 % del PIB en 2013 (según la definición del programa de ajuste económico de la UE y el FMI, que excluye el coste del apoyo al sector financiero), superando así el objetivo del programa de lograr un saldo primario equilibrado. No obstante, los resultados de saldo primario y de saldo presupuestario total fijados en el PDE para 2013 fueron considerablemente peores (el -8,7 % y el -12,7 % del PIB, respectivamente), debido fundamentalmente a los elevados costes del apoyo prestado al sector financiero (el 10,6 % del PIB). Una vez concluida con éxito la cuarta revisión del segundo programa de ajuste económico, Grecia va por la senda adecuada para cumplir su objetivo para 2014, es decir, un superávit primario del 1,5 % del PIB. Con todo, existen brechas fiscales para los años siguientes, para los que se han fijado objetivos de superávit primario más ambiciosos (el 3 % del PIB en 2015 y el 4,5 % en 2016). En la reciente actualización de su estrategia fiscal a medio plazo (2015-2018), el Gobierno se ha comprometido a cumplir estos objetivos y a ampliar las medidas que vayan quedando sin efecto en caso necesario.

En Portugal, el déficit en relación con el PIB se redujo desde el 6,4 % de 2012 hasta el 4,9 % en 2013. Durante la duodécima y última misión de revisión de equipos integrados por expertos de la Comisión Europea, del BCE y del FMI, las autoridades portuguesas identificaron medidas de consolidación adicionales para lograr alcanzar el objetivo de déficit para 2015 (el 2,5 %) y corregir el déficit excesivo en el plazo fijado. Las medidas ascienden al 0,8 % del PIB en 2015, y se aplicarán principalmente por el lado del gasto, como se indicaba en el Documento sobre estrategia fiscal para 2014 publicado a finales de abril. Posteriormente, el 30 de mayo, el Tribunal Constitucional portugués declaró inconstitucionales medidas de consolidación que, según las estimaciones, modificarán los resultados presupuestarios de 2014 en torno al 0,4 % del PIB, y cuyos efectos también podrían notarse en 2015. De cara al futuro, Portugal debe asegurar que continúa avanzando con la consolidación fiscal, a fin de asegurar una reducción rápida de su ratio de deuda pública bruta, todavía elevada, que se situó en el 129 % del PIB en 2013.

En Irlanda, el déficit de las Administraciones Públicas descendió hasta situarse en el 7,2 % del PIB en 2013, por lo que se situó muy por debajo del objetivo del 7,5 % del PIB. Los objetivos de déficit en relación con el PIB fijados en la actualización del programa de estabilidad de 2014, que son el 4,8 % para 2014 y el 2,9 % para 2015, no se han modificado con respecto a los del programa de estabilidad del año anterior. Con arreglo a las previsiones de primavera de 2014 de la Comisión Europea, el déficit se reducirá

hasta situarse en el 4,7% y el 4,2% del PIB en 2014 y 2015, respectivamente, lo que señala el riesgo de que aunque se alcance el objetivo de déficit establecido en el PDE para 2014, el plazo para la corrección del déficit excesivo, fijado en el año 2015, se incumpliría por un amplio margen si no se adoptan medidas de consolidación adicionales. Según la actualización del programa de estabilidad de 2014, será necesario aplicar medidas por importe de unos 2 mm de euros (el 1,2% del PIB) para cumplir el objetivo de déficit de 2015 que todavía han de especificarse (a más tardar en el contexto de los presupuestos de 2015). La Comisión prevé que la deuda en relación con el PIB de las Administraciones Públicas disminuya gradualmente desde el máximo del 123,7% registrado en 2013 hasta el 120% en 2015.

En Chipre, el déficit de las Administraciones Públicas fue del 5,4% del PIB en 2013, y el objetivo de déficit primario del 3,6% del PIB establecido en el marco del programa de ajuste de la UE y el FMI se superó en 1,6 puntos porcentuales. En sus previsiones de primavera de 2014, la Comisión Europea proyectaba un incremento del déficit hasta alcanzar el 5,8% del PIB en 2014 y el 6,1% en 2015. Después de la publicación de estas previsiones, la cuarta misión de revisión efectuada en el contexto del programa de ajuste de la UE y el FMI llegó a la conclusión de que los objetivos presupuestarios del primer trimestre de 2014 se habían cumplido con un cómodo margen, debido a una evolución mejor de la esperada de los ingresos y a una ejecución presupuestaria prudente. El objetivo del programa es que el déficit de las Administraciones Públicas sea del 2,8% del PIB en 2016, de conformidad con el plazo fijado en el marco del PDE para este país, y un superávit primario del 4% del PIB para 2018, con el fin de que la deuda pública se sitúe en una senda descendente sostenida.

RETOS PARA LA POLÍTICA FISCAL

Pese a los sustanciales progresos realizados en el ámbito de la consolidación fiscal, son necesarios mayores esfuerzos de ajuste para asegurar la sostenibilidad de las finanzas públicas en la zona del euro en su conjunto. Varios países siguen sujetos a PDE, y parece que algunos corren el riesgo de no lograr corregir sus déficits excesivos en el plazo fijado, pese a las ampliaciones concedidas el año pasado. En vista de las mejores perspectivas macroeconómicas, no existen motivos para seguir postergando la corrección de los déficits excesivos. En su lugar, en caso necesario, los países deben redoblar sus esfuerzos de saneamiento presupuestario para cumplir las exigencias del PEC.

A medida que aumente el número de países que dejen de estar sujetos al PDE y en los que pase a aplicarse el componente preventivo del PEC, será importante que los países alcancen los objetivos a medio plazo en los períodos acordados. A este respecto, las expectativas de que la consolidación fiscal prácticamente se estanque en 2014 y 2015 son preocupantes, ya que es evidente que no se cumplirían las exigencias del PEC. Tomando como base las previsiones de primavera de 2014 de la Comisión Europea, no se espera que los países que todavía no han alcanzado su objetivo a medio plazo cumplan la exigencia de reducir su saldo estructural al menos un 0,5% del PIB al año. En un entorno de menores presiones de los mercados y de recuperación económica, un reto que deberá afrontarse será mantener el esfuerzo de consolidación presupuestaria en el medio plazo. En este contexto se han de tener presentes las enseñanzas extraídas del período anterior a la crisis, concretamente que las épocas de bonanza económica deben utilizarse para constituir suficientes reservas fiscales para tiempos difíciles. De hecho, en varios países, el nivel de deuda de las Administraciones Públicas sigue siendo elevado y todavía no se ha situado en una senda descendente. Además, los pasivos explícitos y contingentes, que en determinados casos son considerables, constituyen un desafío para la sostenibilidad a largo plazo de las finanzas públicas en algunos países.

En vista, en particular, de las crecientes presiones sobre el gasto a largo plazo derivadas del envejecimiento de la población, las estrategias de consolidación fiscal deben centrarse en la reducción del gasto público al

tiempo que se mantiene el gasto productivo. A tal fin, estas estrategias deben preservar el gasto público en educación, I+D e infraestructuras, que promueven el crecimiento. Al mismo tiempo, las revisiones del gasto pueden aumentar su eficiencia en estas y otras áreas, así como mejorar la fijación de objetivos de gasto social. Se ha de dar alta prioridad a la adopción de medidas que contribuyan a incrementar la eficiencia de los servicios públicos, mejorar la sostenibilidad del gasto social (incluidas las prestaciones por desempleo, las pensiones y la atención sanitaria) y reducir el gasto que representan los salarios públicos. En cuanto al lado del gasto de los presupuestos nacionales, las reformas deberían reducir los efectos distorsionantes de los impuestos y la evasión de impuestos. Algunos países todavía parecen disponer de margen para seguir desplazando las estructuras tributarias hacia los impuestos indirectos, sobre la propiedad y la energía. También es necesario realizar esfuerzos para eliminar las exenciones fiscales no justificadas y ampliar las bases impositivas. Cualquier reforma tributaria que tenga como objetivo reducir la carga fiscal a fin de aumentar los incentivos para el empleo debe tener la financiación adecuada. Además, en muchos países parece que pueden obtenerse considerables ganancias potenciales de mejoras adicionales de la administración tributaria.

Actualmente, los países están matizando sus esfuerzos por ajustar los marcos presupuestarios nacionales al marco de gobernanza reforzado de la UE. La Comisión Europea realizará un análisis detallado y elaborará un informe en el segundo semestre de este año para determinar si las disposiciones del pacto fiscal se han transpuesto plenamente a la legislación nacional. Además, de conformidad con el «two-pack» (Reglamento nº 473/2013), los países de la zona del euro están obligados a crear una autoridad independiente, un consejo fiscal, encargado de realizar un seguimiento del cumplimiento de las reglas fiscales nacionales y, en su caso, de valorar la necesidad de activar el mecanismo de corrección. Si los consejos fiscales son plenamente independientes, están dotados de un mandato amplio y tienen capacidad para ejercer presión, pueden desempeñar un importante papel en el fomento de la disciplina presupuestaria e incrementar la adhesión nacional a las reglas fiscales europeas. Aunque todos los países de la zona del euro ya han establecido un consejo fiscal o están en proceso de crearlo, sus características varían, lo que en algunos casos podría plantear dudas sobre su efectividad para fomentar la disciplina presupuestaria (véase recuadro 8).

Recuadro 8

LOS CONSEJOS FISCALES DE LOS PAÍSES DE LA UE

El marco de gobernanza fiscal de la UE mejorado recientemente ha contribuido, entre otras cosas, a ampliar el papel y las funciones de las autoridades nacionales de vigilancia fiscal, con el fin de tratar de promover la disciplina presupuestaria y de lograr mayor adhesión nacional a las reglas fiscales de la UE¹. Los consejos fiscales suelen definirse como instituciones públicas independientes cuyo objetivo es reforzar los compromisos con la sostenibilidad de las finanzas públicas. De conformidad con los reglamentos que conforman el denominado «two-pack»², los países de la zona del euro deben dotarse de un órgano independiente, como un consejo fiscal, que se encargue de efectuar un seguimiento del cumplimiento de las reglas presupuestarias numéricas, y cuando corresponda, valorar la

1 Véase el recuadro titulado «Entrada en vigor de un marco de gobernanza económica reforzado», *Boletín Mensual*, BCE, diciembre de 2011.

2 Véase el Diario Oficial de la Unión Europea, DO L 140, 27.05.2013, y la versión en inglés del recuadro titulado «The 'two-pack' regulations to strengthen economic governance in the euro area», *Boletín Mensual*, BCE, abril de 2013.

necesidad de activar el mecanismo de corrección previsto en el Pacto Fiscal (fiscal compact)³. Además, las previsiones macroeconómicas deben ser elaboradas o estar avaladas por un órgano independiente, aunque no necesariamente tiene que ser el consejo fiscal. El plazo límite fijado para la creación de estos consejos era octubre de 2013.

La exigencia de contar con un consejo fiscal constituye un paso importante hacia el fortalecimiento de los marcos presupuestarios nacionales. Aunque la experiencia en relación con estas instituciones independientes todavía es limitada, ha demostrado que pueden mejorar la disciplina presupuestaria con su labor de seguimiento del cumplimiento de los objetivos presupuestarios por parte de los Gobiernos, de valoración crítica de la idoneidad de las políticas fiscales y, como autoridad independiente, de formulación de recomendaciones sobre cuestiones específicas de política fiscal⁴.

En general, para que los consejos fiscales tengan un impacto positivo en la formulación de la política fiscal, cuatro características parecen ser esenciales. Los consejos fiscales deben: i) ser totalmente independientes y estar libres de injerencias políticas, a fin de desarrollar o mantener la credibilidad institucional; ii) tener un mandato amplio, que también les permita iniciar sus propias evaluaciones; iii) disponer de recursos suficientes para cumplir su mandato, y iv) tener voz propia con el objetivo de que, en caso necesario, puedan movilizar a la opinión pública a fin de contrarrestar los incentivos políticos para adoptar políticas fiscales inadecuadas. En líneas generales, los requisitos recogidos en el «two-pack» reúnen estas cuatro características.

En este recuadro se presenta una descripción de los esfuerzos realizados recientemente por los Estados miembros de la UE para crear consejos fiscales, y la configuración concreta que han adoptado estos organismos.

Recientemente se han creado muchos consejos fiscales

En la actualidad, 19 Estados miembros de la UE disponen de un consejo fiscal en funcionamiento, casi cuatro veces más que en 2007. De estos países, 13 han creado este organismo recientemente (véase cuadro). En cinco países, el mandato de instituciones públicas ya existentes —en la mayoría de los casos un consejo fiscal— se ha ampliado para incluir las exigencias del marco presupuestario mejorado.

El número de consejos fiscales operativos seguirá incrementándose en los próximos meses. En varios países ya se ha aprobado legislación para el establecimiento de esta institución, pero el proceso de creación no ha concluido y se está contratando a sus miembros o se están preparando o debatiendo proyectos legislativos para su creación. Los únicos Estados miembros de la UE en los que actualmente no se está debatiendo ninguna iniciativa legislativa para establecer una autoridad de responsabilidad fiscal son la República Checa y Polonia, países que no están vinculados por los reglamentos que componen el «two-pack».

3 Los requisitos que deben cumplir los consejos fiscales se recogen fundamentalmente en el «two-pack», únicamente que solo es aplicable en los países de la zona del euro. No obstante, también se hace referencia a estos consejos fiscales en el Pacto Fiscal, que afecta a todas las partes contratantes, y en los principios comunes de la Comisión Europea publicados en junio de 2012.

4 Para una valoración del impacto de las reglas fiscales y de los consejos fiscales en los resultados presupuestarios, véase, por ejemplo, X. Debrun, D. Hauner y M.S. Kumar, «Independent Fiscal Agencies», *Journal of Economic Surveys*, vol. 23, 2009, pp. 44-81, en el que se llega a la conclusión de que los consejos fiscales tienden a tener un impacto positivo en dichos resultados mediante la introducción de reglas fiscales o una mejor aplicación de estas reglas. Véase también *The functions and impact of fiscal councils*, FMI, 2013, en el que se presenta un análisis de la manera en que algunas de las principales características de los consejos fiscales, como la independencia (funcional) y una estrategia de comunicación efectiva, están relacionados con mejores resultados presupuestarios.

Sinopsis de los consejos fiscales en la UE y de sus mandatos

	Nombre	Año de creación ¹⁾	Institución a la que está adscrito ²⁾	Cumplimiento de las reglas fiscales	Mandato	Proyecciones macroeconómicas		Nombramiento ⁴⁾	Cumplir o explicar
					Mecanismo de corrección	Elaboración ³⁾	Aval	Evaluación ³⁾	
Bélgica	Alto Consejo de Finanzas	2014 [1989]		x	x	S			G x
Bulgaria		En proyecto		x	x				P
República Checa	--								
Dinamarca	Consejo Económico Danés	2014 [1962]		x		x			G x
Alemania	Consejo de Estabilidad/ Consejo de expertos Independientes	2013 [2010]		x					G/O
Estonia	Consejo Fiscal	2014	Banco Central	x	x		x		O x
Irlanda	Consejo Asesor Fiscal Irlandés	2012		x			x		G x
Grecia		En proyecto		x					x
España	Autoridad Independiente de Responsabilidad Fiscal	2014		x	x		x		P x
Francia	Alto Consejo de Finanzas Públicas	2013	Tribunal de Cuentas	x	x			x	P/O x
Croacia	Comité de Política Fiscal	2013		x	x			x	P x
Italia	Oficina Parlamentaria de Presupuestos	2014		x	x			x	P x
Chipre	Consejo Fiscal	2014		x	x		x		G
Letonia	Consejo Fiscal	2014		x		x			P
Lituania		En proyecto	Tribunal de Cuentas	x	x		x		x
Luxemburgo	Consejo Fiscal	En proyecto		x	x			x	P/G/O
Hungría	Consejo Fiscal	2008							O
Malta	Consejo Fiscal	En proyecto	Tribunal de Cuentas	x					
Países Bajos	Autoridad Presupuestaria Independiente	2014	Consejo de Estado	x		S			G x
Austria	Consejo Asesor Fiscal	2013 [1970]	Banco Central	x	x	S			G/O
Polonia	--								
Portugal	Consejo de Finanzas Públicas	2012		x	x				G/O
Rumanía	Consejo Fiscal	2010		x	x		x		P x
Eslovenia		En proyecto				S			
Eslovaquia	Consejo de Responsabilidad Presupuestaria	2012			x				P
Finlandia	Tribunal de Cuentas	2013		x				S	G x
Suecia	Consejo de Política Fiscal	2007		x					G
Reino Unido	Oficina de Responsabilidad Presupuestaria	2010		x		x			G x

Fuente: SEBC.

1) Año de creación del consejo fiscal y, en su caso, indicación del año en que se amplió el mandato entre corchetes.

2) En caso de que el consejo fiscal esté adscrito a otra institución pública, como el banco central, el Tribunal de Cuentas, etc.

3) «S» indica que las previsiones son elaboradas o están avaladas por una institución diferente. Por ejemplo, en Bélgica, Países Bajos, Austria y Eslovenia, una institución independiente diferente elabora las proyecciones macroeconómicas.

4) La columna «Nombramiento» se refiere únicamente a nombramientos de los miembros del Consejo Fiscal. «G» indica que son designados por el Gobierno o un ministerio, «P» por el Parlamento y «O» por otra institución (por ejemplo, el banco central).

En la mayoría de los países, los consejos fiscales son instituciones públicas separadas e independientes, cuyas funciones y grado de autonomía funcional están definidos en la legislación nacional. No obstante, en unos pocos países, estos consejos están adscritos a otra institución pública como el banco central, el Tribunal de Cuentas nacional o el Parlamento (véase cuadro), como es el caso de Bélgica, Países Bajos y Austria, en los que una institución diferente e independiente se encarga de elaborar las previsiones macroeconómicas.

¿Cuáles son los mandatos de los consejos fiscales de la UE?

El mandato de los consejos fiscales de la UE muestra considerables diferencias en los distintos países. No todos los consejos fiscales de los países de la zona del euro parecen tener mandatos plenamente acordes con las exigencias del «two-pack» (que no es vinculante para los Estados miembros de la UE no pertenecientes a la zona del euro). En la mayoría de los países, el mandato del consejo fiscal se centra en el seguimiento del cumplimiento de las reglas presupuestarias. En menos de la mitad de los Estados miembros de la UE, los consejos fiscales también participan en el seguimiento o en la evaluación para determinar si se activa el mecanismo de corrección, como se recoge en el Pacto Fiscal, en caso de que se produzca una desviación considerable con respecto a las reglas presupuestarias.

Sin embargo, la participación de los consejos fiscales en la elaboración de las previsiones macroeconómicas y presupuestarias está menos generalizada. Los consejos fiscales o instituciones separadas e independientes preparan sus propias previsiones macroeconómicas solo en algunos países (véase cuadro)⁵, mientras que, en unos pocos, se prevé que estos consejos avalen las previsiones macroeconómicas del gobierno⁶. A su vez, las previsiones presupuestarias, elaboradas por el Gobierno en todos los países, únicamente son examinadas y deben ser avaladas por un organismo independiente en Rumanía, Eslovaquia y Reino Unido⁷. En varios países, el consejo fiscal tiene la obligación de realizar una evaluación de las previsiones del Gobierno, lo que constituye una herramienta más laxa que el aval de este organismo. La publicación de informes sobre los resultados de las evaluaciones puede desempeñar un importante papel para influir en la opinión pública. Por ejemplo, en su recomendación de 23 de abril de 2014, el Alto Consejo de Finanzas Públicas de Francia consideró que, si bien los supuestos de crecimiento del PIB del Gobierno para 2014 eran realistas, el escenario para 2015, que también contemplaba sustanciales recortes del gasto, era demasiado optimista, ya que se basaba en el cumplimiento simultáneo de varios supuestos favorables.

Además, en algunos países, las funciones asignadas a los consejos fiscales exceden las exigencias del «two-pack». En concreto, casi la mitad de los consejos fiscales o instituciones independientes de la zona del euro evalúa la sostenibilidad a largo plazo de la política fiscal, mientras que varios de ellos valoran también el grado de cumplimiento de las reglas sobre la deuda y el gasto, la situación económica y financiera de empresas públicas, el coste de las medidas presupuestarias o la calidad de las finanzas públicas. Por otra parte, en determinados países, estos consejos se encargan de formular orientaciones sobre la fijación de objetivos fiscales en distintos niveles de la Administración, y la Autoridad Independiente de Responsabilidad Fiscal de España constituye un ejemplo reciente.

5 Entre estos países se incluyen Bélgica, Dinamarca, Letonia, Países Bajos, Austria, Eslovenia y Reino Unido. Sin embargo, en Dinamarca y en Letonia, el Gobierno no tiene la obligación de utilizar las previsiones elaboradas por el consejo fiscal.

6 En caso de que esté previsto que los consejos fiscales avalen las previsiones, debe especificarse un procedimiento para ello, que incluya un plazo para la adopción de medidas y la aportación de detalles sobre las posibles consecuencias. Por lo tanto, una decisión negativa del consejo fiscal debería dar lugar a una revisión de las previsiones, que iría más allá del principio de «cumplir o explicar».

7 Con arreglo a los reglamentos que componen el «two-pack», los Gobiernos pueden decidir que un órgano independiente participe en la elaboración de las previsiones presupuestarias, pero no tienen la obligación de hacerlo.

¿En qué medida serán efectivos los consejos fiscales para promover la disciplina presupuestaria?

Dado que, en la mayor parte de los países de la UE, los consejos fiscales se han creado recientemente o su mandato simplemente se ha modificado, y que existen considerables diferencias en cuanto a la estructura concreta de estas instituciones y a su (posible) influencia en la política fiscal, resulta difícil valorar su efectividad en estos momentos.

No obstante, para realizar una valoración preliminar de su efectividad, resulta instructivo considerar de cuánto margen de maniobra potencial disponen. En promedio, el margen de maniobra y la capacidad de influencia de los consejos fiscales parecen ser bastante limitados. Ninguno de los Gobiernos de los países de la zona del euro tiene obligación de tener en cuenta las recomendaciones formuladas por el consejo fiscal⁸. Algunos países, sin embargo, cuentan con una herramienta de presión más laxa plasmada en el principio de «cumplir o explicar»⁹, que exige que los gobiernos acaten las recomendaciones de los consejos fiscales o expliquen públicamente los motivos para apartarse de ellas. En la mayoría de los países de la zona del euro no se prevé la realización de un seguimiento de las medidas correctoras adoptadas en caso de incumplimiento. Con todo, incluso en los casos en los que el Gobierno no está legalmente obligado a seguir las recomendaciones, los consejos fiscales pueden hacer un uso efectivo de la posibilidad de ejercer presiones mediante su influencia en la opinión pública. Un ejemplo reciente a este respecto es la valoración crítica del Fiskalrat (Consejo Asesor Fiscal) de Austria de los planes presupuestarios del Gobierno, publicada el 19 de mayo de 2014, que fue ampliamente mencionada en los medios de comunicación nacionales.

Además, la efectividad de los consejos fiscales dependerá en gran medida de si son independientes y están libres de injerencias políticas y de si tienen autonomía funcional. Un consejo fiscal plenamente independiente y creíble incrementa el coste político que supone para el Gobierno el incumplimiento de sus compromisos. Por lo tanto, es importante que se prohíba legalmente la injerencia política y que los miembros del consejo sean designados por su competencia y experiencia, en lugar de por preferencias políticas. Ciertamente hay varios ejemplos alentadores entre los Estados miembros de la UE en lo que respecta a la forma en que se están constituyendo los consejos fiscales. Por ejemplo, en la mayoría de los países, los miembros del consejo fiscal proceden del mundo académico o son expertos ajenos al Gobierno. Asimismo, la mayor parte del personal ha sido contratado en función de su competencia y experiencia. No obstante, en algunos países también existe el riesgo de injerencia política, en particular en los casos en los que es el Gobierno, en lugar del Parlamento, el que nombra a los miembros del consejo fiscal, y los expertos contratados para prestarles asistencia proceden de organismos públicos (véase cuadro). Además, en determinados países, los recursos de los que disponen los expertos no siempre son suficientes, lo que podría impedir que los consejos fiscales realicen un trabajo de alta calidad. En la mayoría de los casos, el número de expertos que prestan asistencia a los miembros del consejo fiscal oscila entre dos y diez. Aun así, también hay excepciones notables, ya que algunos consejos cuentan con bastante más personal (en particular, en los casos en los que el consejo también participa en la elaboración de previsiones).

8 Fuera de la zona del euro, el consejo fiscal de Croacia, por ejemplo, goza de un alto grado de influencia.

9 Entre estos países se incluyen Bélgica, Alemania, Irlanda, España, Francia, Italia, Lituania, Países Bajos y Finlandia. Una deficiencia importante de la legislación que conforma el «two-pack» es que no se exige a los países que apliquen el principio de «cumplir o explicar» (con la excepción de las proyecciones macroeconómicas, que deben elaborarse o avalarse respetando este principio) ni obliga a los Gobiernos a seguir las recomendaciones de los consejos.

Conclusiones

El marco presupuestario revisado de la UE exige que los Estados miembros establezcan un consejo fiscal que se encargue de realizar un seguimiento del cumplimiento de las reglas presupuestarias numéricas y de valorar la necesidad de activar el mecanismo de corrección. Esto constituye un paso importante para lograr mayor disciplina presupuestaria y fortalecer la adhesión nacional a las reglas fiscales de la UE. Es alentador observar que todos los países de la zona del euro ya han creado un consejo fiscal o están en proceso de crearlo. Los países que todavía no han aprobado legislación para establecer un consejo fiscal deberían completar el proceso a la mayor brevedad posible. Existe cierta heterogeneidad en la manera en que los distintos países han organizado estos consejos, y aunque esto también refleja circunstancias específicas de cada país, en algunos, las características de los consejos fiscales podrían plantear dudas sobre su independencia respecto de injerencias del gobierno, sus recursos y su mandato, así como sobre su margen de maniobra. Con todo, la realización de una valoración completa de su efectividad no será posible hasta que lleven funcionando unos años.

