

EVOLUCIÓN ECONÓMICA Y MONETARIA

I ENTORNO EXTERIOR DE LA ZONA DEL EURO

La economía mundial mejora de forma sostenida, aunque se mantiene la fragilidad en un entorno de persistentes divergencias en la dinámica de crecimiento según las regiones. Tras un vacilante comienzo de año, la actividad económica mundial se fortaleció en el segundo trimestre, con un impulso más firme en la mayoría de las economías avanzadas, especialmente en Estados Unidos, y una recuperación en las economías emergentes, que tuvo origen, principalmente, en el repunte registrado en China. Los indicadores de opinión recientes sugieren un ritmo de crecimiento positivo y sostenido en el tercer trimestre. A medio plazo, el crecimiento a escala mundial debería recuperarse gradualmente, aunque sigue siendo más bien moderado, como consecuencia de las restricciones de la capacidad de producción, los desequilibrios macroeconómicos o financieros, la incertidumbre de las políticas económicas y los riesgos geopolíticos. El comercio mundial ha experimentado un debilitamiento últimamente, pero hay señales de que remontará en el segundo semestre del año. La inflación mundial, tras el aumento registrado en el segundo trimestre, se redujo en julio. De cara al futuro, se prevé que las presiones inflacionistas sean limitadas en el contexto de una brecha de producción mundial que se va cerrando lentamente, de unos precios del petróleo relativamente estables y de unas expectativas de inflación firmemente ancladas.

I.I ACTIVIDAD ECONÓMICA Y COMERCIO MUNDIALES

Pese a la volatilidad a corto plazo, la economía mundial se mantiene en una senda de recuperación gradual y desigual. El crecimiento a escala mundial cobró impulso en el segundo trimestre, tras una desaceleración transitoria en los meses anteriores del año, respaldado por el renovado vigor de algunas de las principales economías avanzadas y emergentes. Las políticas monetarias sumamente acomodaticias aplicadas en las economías avanzadas y la mejora de la percepción global del riesgo han respaldado los mercados financieros y, en general, la recuperación económica mundial. Las estimaciones provisionales muestran que la actividad económica en los países del G-20 (excluida la zona del euro) creció un 0,8%,

Cuadro I Crecimiento del PIB real en algunas economías

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

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

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

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

en tasa intertrimestral, en el segundo trimestre de 2014, en un contexto de persistentes divergencias entre unos países y otros (véase cuadro 1). Considerando la situación con más detalle, se observa que, en Estados Unidos, la actividad repuntó con fuerza en el segundo trimestre, una vez superado el impacto adverso de las pésimas condiciones meteorológicas y del lastre de las existencias. Al mismo tiempo, la mejora de la confianza de los hogares y los positivos efectos riqueza derivados del aumento de los precios de la vivienda contribuyeron al dinamismo sostenido de la economía en el Reino Unido. Por el contrario, la actividad experimentó una contracción en Japón, debido al reequilibrio de la demanda privada en el segundo trimestre, tras el adelanto del consumo en el primer trimestre en anticipación a la subida del IVA en abril. La evolución económica también ha sido desigual en el grupo de las economías emergentes. El crecimiento del PIB real repuntó con fuerza en el segundo trimestre en China, respaldado por las medidas de estímulo fiscal y una flexibilización de las condiciones crediticias, se moderó en India por la persistencia de las elevadas tasas de inflación y las deficiencias en materia de infraestructuras, y se tornó vacilante en Brasil y Rusia. Los efectos globales de la crisis de Ucrania han sido más bien limitados hasta ahora. No obstante, los consiguientes riesgos geopolíticos han aumentado de forma acusada, y la posible intensificación de las sanciones entre Rusia y otros países podría tener repercusiones significativas para el crecimiento mundial a través del comercio y los canales financiero y de confianza.

Los indicadores de opinión recientes sugieren que se mantendrá el impulso positivo en el tercer trimestre del año. Los fundamentos subyacentes siguen siendo sólidos en las economías avanzadas, mientras que, en las economías emergentes, una confluencia de factores económicos y políticos, incluidos los estrangulamientos estructurales y las tensiones geopolíticas, están obstaculizando una recuperación más vigorosa. Los datos más recientes del índice PMI global de producción de manufacturas y servicios, excluida la zona del euro, muestran un ligero aumento en agosto, impulsado principalmente por un fuerte aumento de los índices correspondientes a Estados Unidos y a Japón, que ha compensado una ligera caída del crecimiento en el sector manufacturero del Reino Unido (véase gráfico 1). Al mismo tiempo, en junio, los indicadores sintéticos adelantados de la OCDE, diseñados para anticipar los puntos de giro en la actividad económica en relación con la tendencia, continuaron señalando un ritmo estable, por encima de la tendencia, en la mayoría de las economías avanzadas, pero un crecimiento en torno o inferior a la tendencia en las economías emergentes (véase gráfico 2), mientras que la ligera mejora del indicador de clima económico mundial del Ifo, correspondiente al tercer trimestre de 2014, refleja, principalmente, unas perspectivas más halagüeñas en Estados Unidos y en las economías emergentes de Asia.

El crecimiento del comercio mundial ha continuado debilitándose, siguiendo la misma trayectoria iniciada a finales del pasado año y registrando cifras ligeramente negativas en el segundo trimestre de 2014. Según el CPB Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis, el volumen de las importaciones mundiales de bienes se redujo un 0,1% en el segundo trimestre, como consecuencia de la atonía de la actividad comercial en las economías emergentes de Asia, Europa Central y Oriental y

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

(datos mensuales desestacionalizados)

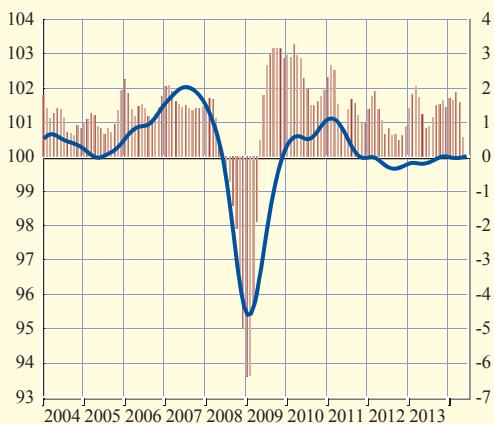


Fuente: Markit.

Gráfico 2 Indicador sintético adelantado y producción industrial

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

— Indicador sintético adelantado (escala izquierda)
■■■■■ Producción industrial (escala derecha)



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.

América Latina, así como en Japón, asociada, en parte, a las secuelas del incremento del IVA en abril. Aunque los datos de la balanza de pagos sobre el comercio de bienes y servicios también confirman cierta falta de dinamismo del comercio en el segundo trimestre, el índice PMI global de nuevos pedidos exteriores del sector manufacturero repuntó en agosto, tras haberse mantenido estable en torno al mismo nivel desde comienzos del año, lo que sugiere un repunte del comercio mundial en el corto plazo.

De cara al futuro, según las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Euro sistema en septiembre de 2014 (véase el artículo publicado en este número del *Boletín Mensual*), se prevé que la actividad económica mundial se fortalezca gradualmente, pero la recuperación probablemente seguirá siendo lenta. A las economías avanzadas deberían beneficiarles cada vez más las políticas monetarias acomodaticias, la progresiva desaparición del desapalancamiento del sector privado y la consolidación fiscal, la mejora de la confianza y la caída del desempleo. Por el contrario, en varias economías emergentes, los problemas estructurales, como los déficits en materia de infraestructuras, las rigideces de los mercados de

Cuadro 2 Evolución de los precios en algunas economías

(tasas de variación interanual)

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

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

productos y de trabajo y los desequilibrios internos y externos, probablemente limitarán el potencial de crecimiento, mientras que otras economías de este grupo han estado ajustándose al endurecimiento de las condiciones financieras desde mayo de 2013 y a la eventual normalización de la política monetaria en Estados Unidos. En comparación con las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema en junio de 2014, las perspectivas de crecimiento mundial prácticamente no han variado, salvo por algunas revisiones automáticas al alza, debidas en su totalidad a una actualización de las ponderaciones utilizadas para construir los agregados mundiales.

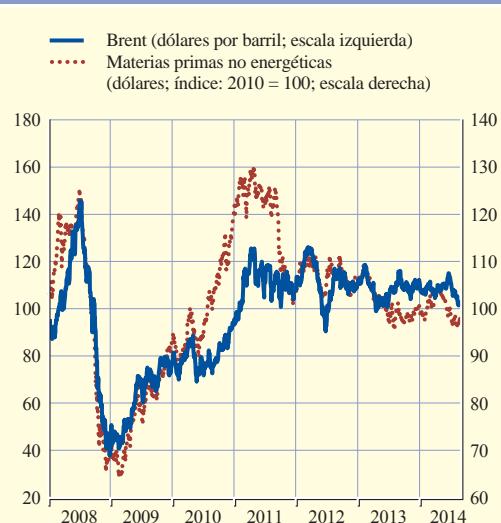
Las perspectivas mundiales siguen estando sujetas a riesgos a la baja. La intensificación de los riesgos geopolíticos, así como la evolución de los mercados financieros mundiales y las economías emergentes podrían afectar negativamente a la situación económica.

1.2 EVOLUCIÓN MUNDIAL DE LOS PRECIOS

La inflación mundial, tras un período de relativa moderación en 2013 y en el primer trimestre de 2014, aumentó en el segundo trimestre de 2014. La inflación general medida por los precios de consumo repuntó hasta el 2,1%, en tasa interanual, en los países de la OCDE en el segundo trimestre de 2014, desde el 1,6% en tasa interanual registrado en el primer trimestre del año, pero descendió ligeramente, hasta el 1,9%, en julio, debido a una contribución algo menor del componente energético. Excluidos la energía y los alimentos, la inflación interanual en la OCDE, medida por el IPC, aumentó en el segundo trimestre y se mantuvo estable en el 1,9% en julio. Más recientemente, la inflación ha evolucionado de forma dispar en las economías emergentes más grandes: la inflación medida por el IPC ha venido mostrando una tendencia alcista desde comienzos del año en Brasil y en Rusia, pero se ha estabilizado en tasas más reducidas en China y en India en comparación con el segundo semestre de 2013 (véase cuadro 2). De cara al futuro, se prevé que las presiones inflacionistas seguirán estando contenidas en un entorno de capacidad productiva sin utilizar todavía escasa y expectativas de inflación relativamente bien ancladas.

Los precios de la energía, que son un importante factor determinante de la inflación a escala mundial, se han reducido desde comienzos del año. Pese a las tensiones geopolíticas que afectan a los principales productores de petróleo, no se han observado perturbaciones en la oferta susceptibles de provocar una subida de los precios internacionales del crudo; al mismo tiempo, el crecimiento de la producción de petróleo no convencional (*shale oil*) en Estados Unidos se ha mantenido estable. Tras un breve pico a mediados de junio, los precios del petróleo han bajado desde comienzos de julio (véase gráfico 3). El 3 de septiembre de 2014, el precio del barril de Brent se situaba en 101 dólares estadounidenses, es decir, alrededor de un 11% por debajo del nivel registrado hace un año. La reciente caída de los precios refleja el hecho de que el mercado de petróleo se encuentra relativamente bien abastecido. Por el lado de la oferta, los conflictos geopolíticos en Irak, Ucrania

Gráfico 3 Evolución de los precios de las materias primas



Fuentes: Bloomberg y HWWI.

y Libia no han afectado a la oferta mundial, y las expectativas de una recuperación de las exportaciones de petróleo libio son cada vez mayores. Por el lado de la demanda, la Agencia Internacional de la Energía señala que el crecimiento de la demanda mundial de petróleo siguió siendo débil en consonancia con el crecimiento moderado del PIB mundial. De cara al futuro, los participantes en los mercados de petróleo esperan precios ligeramente más altos a medio plazo, y los futuros de Brent con entrega en diciembre de 2015 se negocian a 103 dólares estadounidenses el barril. No obstante, en la medida en que la evolución política en Irak, Libia y Rusia tenga un impacto en la expansión de la capacidad de oferta de petróleo, podrían surgir presiones alcistas más intensas sobre los precios a más largo plazo.

Los precios de las materias primas no energéticas se han mantenido estables, en términos agregados, en los últimos meses. En comparación con los niveles de comienzos de julio, los precios de estas materias son ahora un 1 % más bajos como consecuencia del descenso de los precios de los alimentos y del aumento de los precios de los metales. Los precios de los alimentos se han reducido (aproximadamente un 5 % desde principios de julio), debido a una caída de los precios de los cereales, dado que las favorables condiciones meteorológicas respaldaron los suministros. Los precios de los metales se incrementaron ligeramente (alrededor de un 6 % desde comienzos de julio), impulsados, principalmente, por las subidas de los precios del aluminio. En términos agregados, el índice de precios de las materias primas no energéticas (denominado en dólares estadounidenses) se sitúa actualmente en torno a un 3 % por debajo del nivel registrado hace un año.

1.3 EVOLUCIÓN EN ALGUNAS ECONOMÍAS

ESTADOS UNIDOS

En Estados Unidos, la recuperación de la actividad económica volvió a cobrar impulso, confirmando la presencia de una sólida tendencia de crecimiento subyacente bajo la superficie de la reciente volatilidad de los datos, debida a factores transitorios. Tras una contracción asociada a las condiciones meteorológicas en el primer trimestre de 2014, la actividad económica experimentó una sólida recuperación en el segundo trimestre, retornando a las tasas de crecimiento por encima de la tendencia observada en el segundo semestre de 2013. La segunda estimación de la Oficina de Análisis Económico (Bureau of Economic Analysis) indica que el PIB real creció a una tasa anualizada del 4,2 % (1 % en tasa intertrimestral), ligeramente superior a la estimada con anterioridad, tras la caída del 2,1 % (-0,5 % en tasa intertrimestral) del primer trimestre de 2014. La expansión en el segundo trimestre se vio respaldada, principalmente, por la corrección de los factores transitorios que habían limitado el crecimiento en el trimestre precedente, como la acumulación de existencias y las exportaciones. Además, el gasto en consumo personal y la inversión privada en capital fijo también contribuyeron positivamente al crecimiento, otra señal de que la recuperación de la demanda interna va por buen camino. Por otra parte, la demanda exterior neta contribuyó negativamente al crecimiento del PIB, pero en menor medida que en el primer trimestre.

Los indicadores de alta frecuencia disponibles sugieren que la economía estadounidense probablemente mantendrá el ritmo de crecimiento positivo en el tercer trimestre de 2014. Mientras que las ventas del comercio al por menor se estancaron y el gasto en consumo personal se redujo en julio, se prevé que el consumo privado aumente aún más en un contexto de efectos riqueza positivos y constantes mejoras en las condiciones del mercado de trabajo, que favorecen la evolución de la renta disponible. Las perspectivas a corto plazo de la actividad industrial también siguen siendo favorables, habida cuenta de la positiva dinámica de los indicadores de clima empresarial, producción industrial y pedidos de fábrica. Además, los sólidos aumentos de las viviendas iniciadas y los visados de obra nueva, junto con una

recuperación de la confianza de los constructores en el transcurso del tercer trimestre son otras tantas señales de recuperación del crecimiento en el sector de la vivienda, que se había visto afectado temporalmente por las adversas condiciones meteorológicas en los meses anteriores del año. A más largo plazo, se prevé que la recuperación de la economía estadounidense sea más sostenida, respaldada en mayor medida por las mejoras continuas en los mercados de trabajo y de la vivienda, las condiciones financieras acomodaticias y la desaparición de las dificultades derivadas del saneamiento de los balances y de la política fiscal.

La inflación se estabilizó aún más en julio. La inflación interanual medida por el IPC se redujo 0,1 puntos porcentuales hasta situarse en el 2%, mientras que si se excluyen la energía y los alimentos, la tasa se mantuvo estable en el 1,9%. Esta evolución refleja la corrección de algunos factores transitorios que habían contribuido al repunte de la inflación en los meses anteriores del año, concretamente entre febrero y mayo. En particular, los costes de la energía se moderaron en julio y la inflación, en servicios tales como la atención sanitaria, tras haber aumentado en meses anteriores, se ha estabilizado más recientemente. Sin embargo, la inflación de los precios de los alimentos ha mantenido una tendencia ascendente. De cara al futuro, se prevé que la inflación solo aumente de forma gradual, ya que la capacidad no utilizada en el mercado laboral y el moderado aumento de los salarios deberían favorecer la contención de las presiones inflacionistas.

En el contexto de una mejora general de las perspectivas económicas, en su reunión de 30 de julio de 2014, el Comité de Operaciones de Mercado Abierto de la Reserva Federal anunció una nueva reducción del ritmo de sus compras mensuales de activos en 10 mm de dólares, hasta 25 mm de dólares, a partir de agosto. La reducción afecta por igual a las compras de bonos de titulización hipotecaria (que pasarían de 15 mm de dólares a 10 mm de dólares) y a las compras de valores del Tesoro a más largo plazo (de 20 mm dólares a 15 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

Tras unos resultados relativamente discretos en el segundo semestre de 2013, la evolución de la actividad económica en Japón en el primer semestre de 2014 ha estado determinada, en gran medida, por la anticipación, y posterior implementación, del aumento del IVA en abril. La primera estimación provisional de los datos sobre las cuentas nacionales mostró una considerable contracción de la actividad económica en el segundo trimestre de 2014, al reequilibrarse la demanda tras la aplicación de la subida del IVA en abril y la anticipación del gasto en el primer trimestre de este año. El PIB real se redujo un 1,7% en tasa intertrimestral en el segundo trimestre de 2014, frente a la tasa revisada a la baja del 1,5% del primer trimestre. El impacto fue particularmente acusado en el consumo privado, especialmente en el caso de los bienes de consumo duradero, que experimentaron caídas, en tasa intertrimestral, del 5% y del 18,9%, respectivamente. La inversión total también se vio afectada negativamente, en particular, la inversión residencial privada, que se redujo en torno a un 10% en tasa intertrimestral. Las exportaciones reales de bienes y servicios fueron relativamente flojas, pero se redujeron a un ritmo más lento que las importaciones, lo que se tradujo en una contribución positiva de la demanda exterior neta al crecimiento total. La contribución negativa relativamente elevada de la demanda interna también se compensó, en parte, con una considerable contribución positiva de las existencias privadas. En el recuadro 1 se analiza con más detalle la evolución económica reciente de Japón.

De cara al futuro, se prevé una reanudación del crecimiento en el tercer trimestre de este año. Esta evolución es ampliamente coherente con la mayoría de los indicadores mensuales, que vienen apuntando, en general, a una recuperación de la actividad tras la desaceleración que siguió a la subida del IVA en abril, aunque quizás a un ritmo más moderado de lo previsto inicialmente. En particular, el consumo privado parece estar registrando una recuperación moderada en los últimos meses. Las exportaciones de mercancías correspondientes a julio también muestran señales incipientes de mejora, aunque el crecimiento de la producción industrial en julio fue poco dinámico. El índice PMI del sector manufacturero aumentó hasta situarse en 52,2 en agosto (frente a 50,5 en el mes anterior), lo que sugiere unas perspectivas más favorables para la actividad de dicho sector en este mes.

Por lo que respecta a la evolución de los precios, las tasas de inflación interanual se han moderado ligeramente en los últimos meses, tras aumentar en abril con la introducción de la subida del IVA. La inflación interanual medida por el IPC se redujo levemente, hasta el 3,4%, en julio, desde el 3,6% de junio, a medida que continuó desvaneciéndose el impacto de la anterior depreciación del yen sobre los precios. La inflación interanual medida por el IPC, excluidos los alimentos, las bebidas y la energía, se situó en julio en el 2,3%, sin variación con respecto a junio.

En su reunión más reciente sobre política monetaria, celebrada el 8 de agosto de 2014, el Banco de Japón optó por no modificar sus principales directrices en esta materia.

Recuadro I

EVOLUCIÓN ECONÓMICA RECENTE EN JAPÓN

Han transcurrido ya casi dos años desde que el Gobierno de Japón anunciara su ambiciosa estrategia de reactivar la economía sacándola de una situación de bajo crecimiento y deflación moderada. El programa, que se conoce popularmente como «Abenomía» en honor del primer ministro de Japón Shinzō Abe, supone la adopción de medidas de política en tres frentes (las tres «flechas»): política monetaria, política fiscal (estímulo a corto plazo seguido de consolidación a medio plazo) y reformas estructurales de estímulo del crecimiento, encaminadas a asegurar un repunte del crecimiento tendencial (tanto nominal como real). A continuación, se examina la evolución reciente de la economía japonesa a la luz de esta nueva estrategia, comenzando por un repaso a las principales medidas adoptadas y por el impacto que han tenido hasta ahora.

Situación actual del proceso de implementación

La implementación de la Abenomía se ha centrado inicialmente en gran medida en los dos primeros pilares, a saber, la provisión de estímulo monetario y fiscal (a corto plazo). Hasta la fecha, la política monetaria (la primera flecha) ha sido un elemento clave del programa. Tras la adopción de un objetivo de inflación del 2% a comienzos de 2013, el Banco de Japón introdujo una estrategia de relajación monetaria cuantitativa y cualitativa en abril de ese mismo año, con la intención de alcanzar el objetivo de inflación lo antes posible en un horizonte de unos dos años. El banco central modificó su principal objetivo operativo, pasando de un tipo de interés de referencia (tipo de interés oficial a un día sin garantía) a la base monetaria, y amplió el volumen y el vencimiento de la deuda pública japonesa pendiente de compra. Con la ejecución de las compras de activos al ritmo previsto en el marco

de la política de relajación cuantitativa y cualitativa, el balance del Banco de Japón había crecido en más de un 50 % a finales de julio de 2014.

Por lo que respecta a la política fiscal (la segunda flecha), el Gobierno japonés ha dado un estímulo fiscal a corto plazo a la economía, principalmente mediante la adopción de dos paquetes de medidas de estímulo a comienzos de 2013 y 2014. También ha adoptado algunas medidas alentadoras encaminadas a sanear las finanzas públicas, incluida la implementación de un aumento del IVA del 5 % al 8 % en abril de 2014. Para octubre de 2015 está previsto un segundo incremento, hasta el 10 %, que aún está pendiente de confirmar. De conformidad con la Consulta del Artículo IV con el FMI, se prevé que el saldo básico ajustado en función del ciclo se reduzca del -7 % en 2013 al -6 % en 2014¹. El Gobierno se ha comprometido a reducir a la mitad el déficit primario del 6,6 % del ejercicio fiscal de 2010 para el ejercicio de 2015 y a lograr un superávit primario para el ejercicio de 2020, como parte de sus compromisos con el G-20.

Los avances en la implementación de las reformas estructurales de estímulo del crecimiento (la tercera flecha) han sido más graduales. Por una parte, se anunciaron medidas importantes en áreas como la agricultura, la energía y la gobernanza de las empresas, así como en materia de seguridad social (a saber, reformas en las inversiones del Fondo de Inversión de Pensiones del Estado). No obstante, los avances han sido más lentos en otros campos como la reforma del mercado laboral, en el que hasta la fecha se han introducido menos medidas concretas. En junio, el Gobierno adoptó también una estrategia de crecimiento revisada, que incluye, entre otras cosas, planes para reducir el tipo del impuesto de sociedades, pero todavía faltan por ultimar muchos detalles.

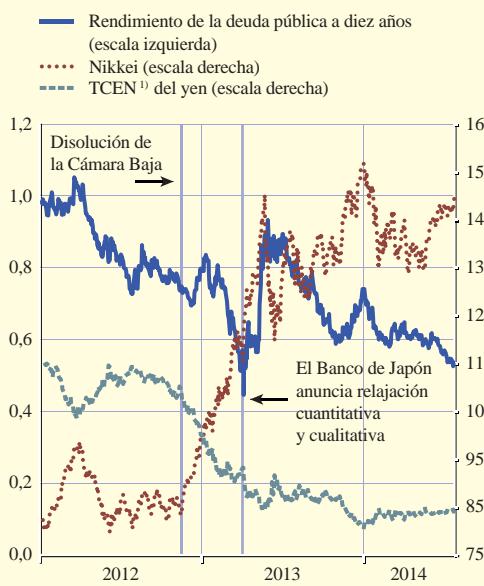
Evolución reciente de la actividad económica y los precios

Las expectativas, a finales de 2012, de que se produjera un cambio en la política económica tuvieron un acusado impacto sobre las cotizaciones bursátiles japonesas y el tipo de cambio del yen (véase gráfico A). La moneda se depreció significativamente (en torno a un 20 % en términos nominales) y los mercados de renta variable experimentaron un fuerte repunte (a finales de agosto el índice Nikkei se situaba alrededor del 63 % por encima del nivel registrado a finales de noviembre de 2012). Los rendimientos de la deuda pública japonesa a diez años se han mantenido en niveles relativamente bajos.

La actividad económica se recuperó considerablemente en las primeras etapas de la Abenomía, aunque respaldada en cierta medida por varios factores que, probablemente, se desvanezcan con el tiempo. El PIB real registró una expansión en el

Gráfico A Evolución de los mercados financieros

(escala izquierda: porcentajes;
escala derecha: índice enero 2013 = 100 datos diarios)



Fuentes: Haver Analytics y BCE.

1) Tipo de cambio efectivo nominal frente a los 20 principales socios comerciales de Japón.

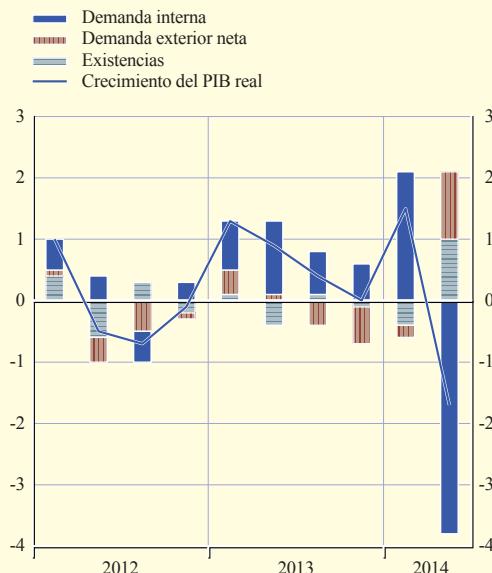
1 Consulta del Artículo IV – Staff Report y nota de prensa, FMI, 2014.

primer semestre de 2013, creciendo a una tasa media intertrimestral de alrededor del 1% (véase gráfico B), impulsado en parte por el estímulo fiscal, un moderado repunte de las exportaciones y una mejora del clima económico. Sin embargo, en el segundo semestre del año perdió impulso, a medida que comenzaron a desparecer algunos de esos factores. La actividad repuntó de nuevo de forma considerable en el primer trimestre de 2014, debido principalmente a la anticipación de la demanda ante la subida del IVA prevista para abril de este año, pero el reequilibrio de la demanda privada en el segundo trimestre contrarrestó con creces los avances conseguidos anteriormente. Además, pese a la acusada depreciación del yen, la recuperación de las exportaciones en términos reales ha seguido siendo débil, mientras que la inversión privada no residencial tan solo ha mostrado indicios de una incipiente recuperación en fechas recientes.

La inflación y las expectativas de inflación también han aumentado significativamente (véase gráfico C). La inflación interanual medida por el IPC aumentó de forma sostenida, pasando del -0,2% en noviembre de 2012 al 1,6% en marzo de 2014, mientras que, excluidos la energía y los alimentos, la tasa aumentó durante el mismo período desde alrededor del -0,5% hasta el 0,7%. Las estimaciones de los modelos –basadas en regularidades históricas– sugieren que casi la mitad del aumento de la inflación interanual medida por el IPC observado desde noviembre de 2012 puede explicarse por la depreciación del tipo de cambio. Tras el incremento del IVA en abril de 2014, la inflación medida por el IPC escaló desde el 1,6% registrado en marzo hasta el 3,7% en mayo, pero en los últimos meses se ha moderado ligeramente. El aumento de la inflación ha coincidido también con un considerable repunte de las expectativas de inflación. Por ejemplo, entre octubre de 2012 y julio de 2014 las expectativas de inflación a diez años, medidas por la encuesta QUICK, aumentaron del 0,8% al 1,6%, lo que indica una mayor credibilidad del objetivo de inflación del 2%.

**Gráfico B Contribuciones al crecimiento
del PIB real**

(en tasa intertrimestral; puntos porcentuales)



Fuente: Haver Analytics.

**Gráfico C Inflación y expectativas de inflación
a diez años**

(tasas de variación interanual)



Fuentes: Haver Analytics y encuesta QUICK.

Aunque tanto la inflación como las expectativas de inflación han experimentado incrementos, los aumentos salariales han ido un poco a la zaga, a pesar del tensionamiento del mercado de trabajo. Las negociaciones salariales de primavera concluidas recientemente («Shunto») se tradujeron en incrementos salariales del 2,2% para el ejercicio fiscal de 2014, por encima del 1,8% del ejercicio de 2013, aunque los indicadores más amplios del crecimiento salarial siguen mostrando una contención mucho mayor: la tasa de crecimiento interanual de la remuneración salarial total solo aumentó hasta el 0,8% en el segundo trimestre (véase gráfico D). Sin embargo, una parte significativa del aumento ha estado determinada por los pagos no programados (por ejemplo, las horas extraordinarias) y las primas salariales, mientras que el crecimiento del salario base ha seguido siendo relativamente discreto, aunque los datos correspondientes a julio muestran señales de recuperación.

El cambio en las expectativas con respecto a la orientación de la política monetaria también se asoció inicialmente con la fuerte afluencia de inversiones de cartera hacia Japón, en particular hacia los mercados de renta variable. Sin embargo, en general, el efecto de reequilibrio de las carteras entre los intermediarios financieros nacionales –en detrimento de la deuda pública japonesa y a favor de activos de mayor rendimiento (y posiblemente de mayor riesgo), un canal de transmisión clave de la estrategia de relajación cuantitativa y cualitativa– parece haber sido limitado hasta ahora. Las tenencias de deuda pública japonesa en las carteras de las entidades de crédito se han reducido ligeramente. No obstante, esta reducción no ha venido acompañada de una mejora sustancial de la actitud de los intermediarios financieros respecto a los préstamos, ya que la proporción de préstamos en los activos totales de las entidades de crédito se ha mantenido prácticamente sin variación en torno al 50% desde octubre de 2012, mientras que los depósitos se acumularon rápidamente en el Banco de Japón. En el caso de las empresas de seguros y de los fondos de pensiones privados, los cambios han sido menos rápidos, ya que todavía tienen que modificar notablemente la asignación de sus carteras.

Perspectivas de la actividad y los precios

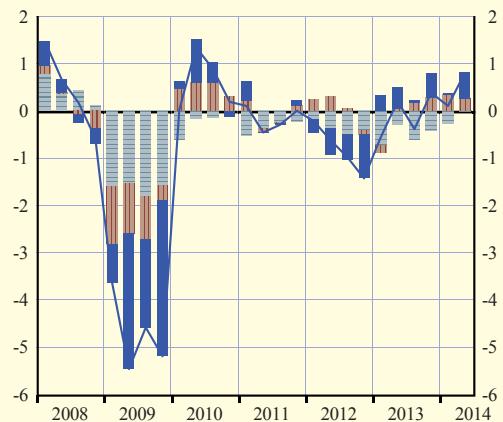
Pese a la fuerte contracción de la actividad en el segundo trimestre de 2014, se prevé que en el segundo semestre del año se reinicie una moderada recuperación. Se espera que la actividad económica repunte de nuevo tras la caída observada después del aumento del IVA en el segundo trimestre, respaldada principalmente por una recuperación del consumo privado y de la inversión privada. A más largo plazo, se prevé que la economía japonesa se mantenga en una senda de recuperación moderada, ya que el repunte de las exportaciones y la política monetaria acomodaticia probablemente compensarán la carga fiscal a partir de 2015.

Por lo que respecta a la política fiscal, las autoridades se han comprometido, para el ejercicio fiscal de 2015, a reducir a la mitad el déficit primario registrado en el ejercicio 2010 y a eliminarlo totalmente

Gráfico D Desglose de las remuneraciones totales en efectivo

(tasas de variación interanual)

Especiales (incluidas las primas salariales)
Extraordinarias (incluidas las horas extraordinarias)
Remuneraciones programadas
Remuneraciones totales en efectivo



Fuente: Haver Analytics.

para el ejercicio de 2020. A partir de 2015, la política fiscal supondrá, probablemente, un lastre para el crecimiento, al desaparecer el respaldo de las medidas de estímulo más recientes. Las últimas proyecciones publicadas por la Oficina Económica del Gobierno de Japón indican que en el ejercicio fiscal de 2014 se registrará un déficit primario en relación con el PIB nominal del 5,2%, que se reducirá, según las previsiones, hasta situarse entre el 3,2% y el 3,4% en el ejercicio de 2015, dependiendo de los resultados macroeconómicos. A más largo plazo, la Oficina Económica prevé también un déficit primario de entre el 1,9% y el 3,1% para el ejercicio de 2020². Por consiguiente, es probable que las autoridades necesiten adoptar nuevas medidas discrecionales para eliminar el déficit primario antes del cierre del ejercicio de 2020.

En lo que se refiere a los precios, la mediana de las previsiones³ más recientes de los miembros del Consejo de Política Monetaria del Banco de Japón indica que la inflación interanual medida por el IPC (excluidos los alimentos frescos) probablemente excederá el 2% en el corto plazo, debido sobre todo a los dos aumentos del IVA, mientras que la tendencia subyacente (es decir, excluidos los efectos directos de los aumentos del IVA) podría llegar al 1,9% en el ejercicio fiscal de 2015, como consecuencia de la mejora de la brecha de producción y de un repunte sostenido de las expectativas de inflación a medio y largo plazo, para las que se prevé una convergencia hacia el 2%. Con todo, las perspectivas de la economía japonesa no están exentas de riesgos e incertidumbres como ha detallado recientemente el FMI en la Consulta del Artículo IV más reciente.

2 «Statement on Monetary Policy», Banco de Japón, 15 de junio de 2014.

3 «Economic and Fiscal Projections for Medium to Long-Term Analysis», Oficina Económica del Gobierno de Japón, 20 de enero de 2014.

REINO UNIDO

En el Reino Unido la actividad económica mantuvo un fuerte impulso en el primer semestre de 2014, tras el sólido crecimiento registrado en el año precedente. El PIB real creció a una tasa intertrimestral del 0,8%, tanto en el primer trimestre del año como en el segundo, impulsado principalmente por la demanda interna; la formación bruta de capital fijo se recuperó desde unos niveles muy bajos y el consumo privado mantuvo un fuerte dinamismo. Ello, a su vez, reflejó la sólida confianza de los consumidores como consecuencia del auge del mercado inmobiliario y del continuo fortalecimiento del mercado de trabajo: el desempleo se redujo, por sexto mes consecutivo, hasta situarse, en los tres meses transcurridos hasta junio, en un 6,4%, es decir, el nivel mínimo registrado en más de cinco años. De cara al futuro, los datos de los indicadores de alta frecuencia sugieren que la economía continuará su expansión en el corto plazo, aunque algunos indicadores apuntan a una desaceleración del ritmo de crecimiento. No obstante, a medio plazo, la necesidad de ajustar los balances del sector público y del sector privado podría afectar a la actividad económica.

La inflación interanual medida por el IPC descendió hasta el 1,6% en julio, desde el 1,9% del mes anterior, manteniéndose por séptimo mes consecutivo por debajo del objetivo fijado por el Bank of England. La mayor contribución al descenso de la inflación interanual tuvo su origen en los precios de los artículos de vestir y el calzado, que no se redujeron como era habitual en junio, sino en julio, lo que refleja, probablemente, un retraso en las rebajas de verano. No obstante, es probable que las presiones inflacionistas sigan estando contenidas en el futuro, sobre todo en el contexto de un período prolongado de crecimiento moderado de los salarios, en el que las remuneraciones semanales (incluidos los componentes variables) se redujeron un 0,2% en los tres meses transcurridos hasta junio en comparación con un año antes.

En su reunión de 7 de agosto 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, el PIB real creció a una tasa intertrimestral del 0,2% en el segundo trimestre de 2014, tras registrar un ligero descenso en el trimestre anterior. En Dinamarca, la actividad económica fue intensa a comienzos de 2014, con un crecimiento intertrimestral del 0,8% en el primer trimestre del año, tras la debilidad observada a finales de 2013. Esta dinámica estuvo determinada principalmente por la demanda interna en ambos países. De cara al futuro, se prevé que para el conjunto de 2014, el crecimiento del PIB real cobre fuerza en estos dos países. Por lo que respecta a la evolución de los precios, la inflación medida por el IAPC ha seguido siendo moderada, en general, en los últimos meses, situándose en el 0,5% en Dinamarca y en el 0,4% en Suecia en julio.

En los Estados miembros más grandes de la UE de Europa Central y Oriental (PECO), la actividad económica ha continuado recuperándose en el primer semestre de 2014, aunque a un ritmo más lento. En Hungría y Polonia, el PIB real registró un sólido crecimiento en el primer trimestre de 2014, alcanzando una tasa intertrimestral del 1,1%, pero se ralentizó hasta el 0,8% y el 0,6%, respectivamente, en el segundo trimestre del año. En la República Checa, el PIB real creció a una tasa del 0,8% a comienzos del año y se estancó en el segundo trimestre. En Rumanía, la actividad económica experimentó una contracción, ya que la tasa de variación intertrimestral del PIB se redujo hasta el -0,2% y hasta el -1% en los dos primeros trimestres del año. De cara al futuro, se prevé que la actividad económica mantenga su capacidad de resistencia, respaldada cada vez más por la demanda interna. Pese a los riesgos asociados a las tensiones geopolíticas, las exportaciones evolucionarán positivamente, reflejando el impacto de varios proyectos de inversión directa extranjera, que se prevé que alcancen su plena capacidad a lo largo del año. En los últimos meses, la inflación medida por el IAPC se ha reducido aún más en las economías más grandes de la región, situándose en mínimos históricos en varios países, principalmente como consecuencia de las bajas tasas de inflación de los precios de la energía y los alimentos, de los recortes de los impuestos indirectos y de los precios administrados y de la moderación de las presiones de costes internas.

En Turquía, a pesar de las dificultades de índole interna y externa a las que se enfrentó la economía en el segundo semestre de 2013, el crecimiento del PIB real fue sólido en el primer trimestre de 2014 (1,7% en tasa intertrimestral), en la medida en que la desaceleración de la demanda interna se compensó con un vigoroso crecimiento de las exportaciones. Para lo que resta de 2014, los indicadores adelantados y de alta frecuencia sugieren que el producto continuará reequilibrándose hacia el sector exterior, a medida que las políticas más restrictivas aplicadas por el banco central y las medidas macroprudenciales encaminadas a frenar el crédito al por menor a comienzos de 2014 dejen sentir sus efectos en el consumo de los hogares y en la producción del sector manufacturero. Al mismo tiempo, la repetida relajación de la política monetaria observada desde mayo probablemente amortiguará el impacto del debilitamiento de la demanda interna sobre la actividad. La inflación se ha estabilizado en niveles considerablemente superiores al objetivo del banco central, dado que los precios más altos de los alimentos y la traslación de la depreciación de la lira están sosteniendo unos niveles de inflación elevados, aunque se prevé que ambos efectos se atenúen en el corto plazo. No obstante, las expectativas de inflación son altas y mantienen una trayectoria ascendente.

En Rusia, tras una desaceleración ya pronunciada del crecimiento económico en el transcurso de 2013, el PIB real se redujo un 0,3% en tasa intertrimestral en el primer trimestre de 2014, a medida que las

repercusiones del conflicto con Ucrania comenzaron a hacer mella en la economía. Pese a que los indicadores de alta frecuencia muestran una cierta recuperación del crecimiento a corto plazo, la reciente escalada de la crisis ha ensombrecido las perspectivas. En particular, las restricciones a la financiación impuestas por la Unión Europea y Estados Unidos sobre una parte considerable del sector bancario ruso, así como el renovado endurecimiento de la política monetaria, están contribuyendo a un notable empeoramiento del entorno financiero. Además, se prevé que la elevada inflación y el vacilante crecimiento de los salarios nominales afectarán al todavía resistente consumo privado. A más largo plazo, las sanciones impuestas, junto con el consiguiente aumento de la incertidumbre, probablemente serán un nuevo obstáculo para una economía afectada ya por rigideces estructurales y por un clima de inversión desfavorable. La inflación ha seguido aumentando por encima del objetivo fijado por el banco central, principalmente como consecuencia de la depreciación del rublo a finales de 2013 y principios de 2014, así como del incremento de los precios de los alimentos, lo que ha provocado una serie de subidas de los tipos de interés desde comienzos del año.

ECONOMÍAS EMERGENTES DE ASIA

En China, el crecimiento económico continuó la desaceleración muy gradual observada desde 2012, como consecuencia de la pérdida de impulso de sus motores tradicionales, a saber, la inversión del sector manufacturero y un dividendo demográfico. No obstante, el crecimiento del PIB real repuntó hasta el 7,5% en tasa interanual en el segundo trimestre de 2014, desde el 7,4% registrado en el trimestre anterior, impulsado por el fortalecimiento de la demanda externa y por las tímidas medidas de estímulo adoptadas para evitar una desaceleración demasiado pronunciada del crecimiento. En tasa intertrimestral, el crecimiento pasó del 1,5% al 2%. La mayor contribución tuvo su origen en la inversión, mientras que la contribución de la demanda exterior neta fue positiva por primera vez desde comienzos de 2013. La demanda externa siguió siendo vigorosa a principios del tercer trimestre, registrándose una rápida aceleración interanual del crecimiento de las exportaciones en julio, mientras que el crecimiento de las importaciones fue ligeramente negativo; como resultado, el saldo mensual de la balanza comercial alcanzó un máximo nunca antes registrado. Los indicadores de actividad internos solo experimentaron un ligero deterioro a partir de junio, lo que sugiere que el dinamismo general del crecimiento en el tercer trimestre sigue siendo firme hasta el momento. No obstante, la constante presión a la baja sobre los precios de la vivienda indica que se mantiene la inestabilidad en el mercado inmobiliario, lo que podría afectar negativamente a las perspectivas.

Las presiones inflacionistas siguen estando bien contenidas hasta ahora: tanto el IPC interanual como los precios de los componentes no energético ni alimenticio se situaron en el segundo trimestre en niveles muy ligeramente inferiores a los del primer trimestre, ya que continúan fluctuando en torno al 2,3% y al 1,7%, respectivamente. La inflación medida por el índice de precios industriales (IPRI), aunque sigue siendo negativa, registra una tendencia alcista al atenuarse las presiones inflacionistas a la baja en las industrias pesadas. El crecimiento del crédito continúa siendo elevado y el apalancamiento financiero se mantiene en una senda ascendente. Las medidas administrativas adoptadas por las autoridades han logrado, hasta cierto punto, frenar la dependencia del crédito a corto plazo y de los préstamos no bancarios, pero no es probable que tengan un impacto duradero sobre el crecimiento del crédito si no vienen acompañadas de reformas de mayor calado para hacer frente al riesgo moral en el sistema financiero.

Por lo que respecta a otras economías emergentes de Asia, tras un período de débil crecimiento económico, se aprecian señales de una mejora de las perspectivas, en la medida en que un mayor número de economías orientadas a la exportación se beneficiarán del aumento de la demanda de las economías avanzadas. Al mismo tiempo varias economías emergentes de Asia han reducido significativamente sus desequilibrios externos, lo que debería reducir, a su vez, el riesgo de fuga de capitales.

Examinando la evolución con más detalle, se observa que en India, el PIB real creció en el segundo trimestre de 2014 a una sólida tasa interanual del 5,8%. Tras la elección de un nuevo primer ministro, se observan más indicios de una significativa reactivación de la confianza económica en India, incluida una fuerte recuperación de los mercados bursátiles. Además, se ha producido una significativa mejora del saldo de la balanza por cuenta corriente, que ha pasado del -5,3% del PIB en 2012 al -0,3% del PIB en el primer trimestre de 2014, tras la depreciación de la rupia en 2013 y como consecuencia de la mejoría de las perspectivas mundiales, lo que sugiere que el país se encuentra menos expuesto a los riesgos de contagio y a la fuga de capitales e indica también que las perspectivas a corto plazo del país están mejorando. De cara al futuro, si el nuevo Gobierno logra implementar con éxito su programa de reformas, podría darse un impulso al crecimiento potencial. Por otra parte, la inflación se ha venido reduciendo en los dos últimos años, como consecuencia del descenso de los precios de la energía y los alimentos, así como de las políticas restrictivas, tanto fiscal como monetaria, adoptadas. No obstante, los riesgos aún persisten y los precios de los alimentos muestran una especial dependencia de la temporada de los monzones.

En Indonesia, tras el débil crecimiento del PIB real registrado en el primer trimestre de 2014 (0,9% en tasa intertrimestral), la elección de un nuevo presidente coincidió con una recuperación de la confianza y con un crecimiento más sólido del 1,2%, en tasa intertrimestral, en el segundo trimestre. Las restricciones al crecimiento del crédito durante el pasado año contribuyeron a frenar las importaciones y a contener el déficit por cuenta corriente. La inflación medida por el IPC se redujo desde más del 8% a finales de 2013 hasta menos del 5% en julio de 2014, debido principalmente a los precios más bajos de la energía. En Corea, el débil crecimiento económico registrado en el segundo trimestre de 2014 (0,6% en tasa intertrimestral) se debió, sobre todo, a una contracción del consumo privado. A fin de estimular la demanda interna, tras un accidente de ferry ocurrido en abril de 2014, se anunció un paquete de medidas de estímulo de 40 mm de dólares, que incluía, entre otras, la flexibilización de los límites sobre los préstamos hipotecarios y un aumento del tope de los préstamos a las pequeñas empresas. Por otra parte, aunque la inflación ha ido en aumento, se ha mantenido por debajo del objetivo establecido y, en agosto de 2014, el Banco de Corea redujo en 25 puntos básicos los tipos de interés oficiales a fin de estimular la demanda.

AMÉRICA LATINA

El crecimiento económico en América Latina experimentó una desaceleración en el primer semestre de 2014 tras cobrar cierto impulso hacia finales del pasado año; al mismo tiempo, la evolución económica siguió reflejando tendencias divergentes dentro de la región.

En Brasil, el acusado endurecimiento de las condiciones financieras durante el pasado año y las elevadas tasas de inflación han afectado a los salarios reales y al crecimiento del consumo. Al mismo tiempo, el deterioro de la confianza empresarial y la moderación del crecimiento del crédito han contribuido a la debilidad de la inversión privada. El crecimiento del PIB real se redujo en el segundo trimestre de 2014, un 0,6% en tasa intertrimestral, tras una contracción del 0,1% en el trimestre anterior. Esta evolución refleja una fuerte caída del gasto en inversión, que solo se compensó parcialmente con la positiva contribución de la demanda exterior neta, mientras que el gasto en consumo se estancó. Pese a que las tasas de crecimiento fueron muy bajas, la tasa de inflación siguió siendo elevada y obligó al banco central a mantener sin cambios el tipo de interés oficial en el 11% desde el último incremento realizado en abril de 2014, que puso fin a un ciclo de notable endurecimiento.

En Argentina, el crecimiento económico mejoró en el segundo trimestre de 2014, como lo sugiere el indicador de actividad económica, que aumentó un 0,4% en tasa intertrimestral. No obstante, se estima

que esta mejora será transitoria, ya que el crecimiento se estaba viendo favorecido por un aumento de las exportaciones agrícolas al alcanzar su máximo la temporada de cosechas. Al mismo tiempo, los grandes desequilibrios, como las elevadas presiones inflacionistas, el debilitamiento de la posición fiscal, las restricciones de balanza de pagos y el aumento de la incertidumbre en torno al rumbo futuro de las negociaciones de la deuda tras el impago por parte de Argentina de su deuda externa a finales de julio, seguirán limitando el crecimiento.

Por el contrario, en México, tras un período de debilidad económica en los últimos meses de 2013 y a comienzos de 2014, la actividad económica cobró impulso, respaldada principalmente por el aumento de la demanda externa, a medida que siguieron disipándose los efectos de los factores transitorios que afectaron al crecimiento el pasado año. El crecimiento del PIB real registró una aceleración en el segundo trimestre de 2014, hasta el 1% en tasa intertrimestral, frente al 0,4% en el trimestre anterior. Por el lado de la oferta, el repunte del crecimiento reflejó una aceleración del ritmo de crecimiento en la industria y los servicios, mientras que, en el sector agrícola, se registró una ligera desaceleración, aunque el crecimiento siguió siendo sólido.

De cara al futuro, se prevé que América Latina atraviese un período de crecimiento inferior a la par, aunque la actividad mejorará gradualmente, respaldada por la mayor demanda externa y por el impacto de las reformas estructurales en México.

1.4 TIPOS DE CAMBIO

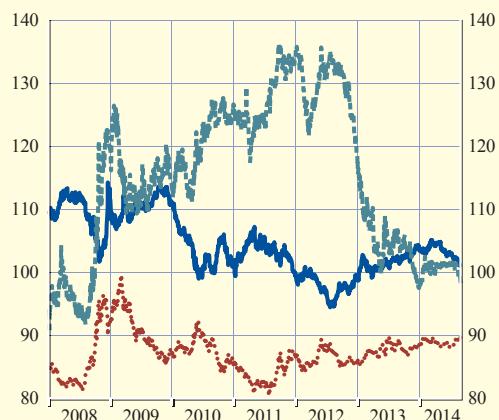
Desde comienzos de junio hasta el 3 de septiembre de 2014, el euro se depreció frente a las monedas de la mayoría de los principales socios comerciales de la zona del euro. En un entorno de volatilidad reducida en general, los movimientos de los tipos de cambio guardaron relación, en gran medida, con 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 3 de septiembre 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 2% por debajo del nivel registrado a comienzos de junio y un 0,3% por debajo del observado un año antes (véanse gráfico 4 y cuadro 3).

El movimiento a la baja del tipo de cambio efectivo del euro durante el período analizado refleja el patrón del tipo de cambio bilateral de la moneda única frente a las monedas de países no pertenecientes a la UE. En términos bilaterales, desde comienzos de junio el euro se ha debilitado frente al dólar estadounidense (un 3,4%), la libra esterlina (un 1,8%) y el yen japonés (un 0,6%). Durante este período, se depreció

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

(datos diarios; índice: I 1999 = 100)

— Euro
··· Dólar estadounidense
--- Yen japonés



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.

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

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.

también frente a las monedas de las economías emergentes de Asia, especialmente frente al renminbi chino (un 5%) y a las monedas de los países exportadores de materias primas.

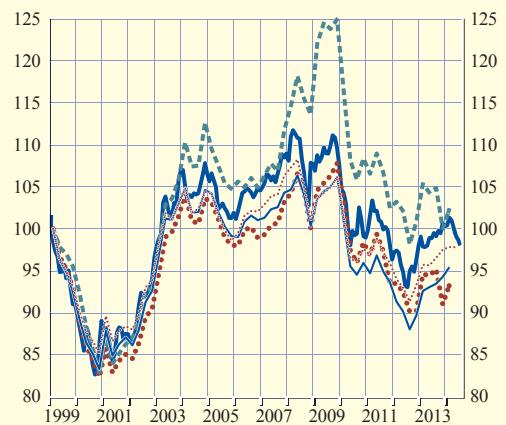
Por el contrario, en los tres últimos meses, el tipo de cambio del euro se ha fortalecido frente a las monedas de otros Estados miembros de la UE. La apreciación ha oscilado entre el 0,4% registrado frente al leu rumano y el 3,7% observado frente al forinto húngaro. La litas lituana y la corona danesa, que participan en el MTC II se han mantenido, en general, estables frente al euro, cotizando al tipo de cambio correspondiente a las respectivas paridades centrales o en 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 agosto de 2014, el tipo de cambio efectivo real del euro basado en los precios de consumo se situaba un 1,5% por debajo del nivel registrado un año antes (véase gráfico 5). Este descenso refleja una tasa de inflación de los precios de consumo ligeramente menor en la zona del euro en comparación con sus principales socios comerciales.

Gráfico 5 Tipos de cambio efectivos reales del euro

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

- Deflactado por el IPC
- Deflactado por los CLUT
- Deflactado por los CLUM
- Deflactado por el PIB
- Deflactado por el IPRI



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. Las series se deflactan por el índice de precios de consumo (IPC), por los costes laborales unitarios del total de la economía (CLUT), por los costes laborales unitarios de las manufacturas (CLUM), por el deflactor del PIB (PIB) y por el índice de precios industriales (IPRI) respectivamente.

2 EVOLUCIÓN MONETARIA Y FINANCIERA

2.1 DINERO Y CRÉDITO DE LAS IFM

El crecimiento interanual de M3 continuó recuperándose en julio de 2014 como consecuencia de tres factores principales: la mayor preferencia del sector tenedor de dinero por la liquidez monetaria, el aumento de los activos exteriores netos de las IFM y la desaceleración del ritmo de contracción del crédito. Sin embargo, la información disponible para el segundo trimestre y julio de 2014 sigue señalando la debilidad del crecimiento monetario y crediticio subyacente. Los préstamos al sector privado mantuvieron su atonía, con un frágil crecimiento interanual de los préstamos a hogares y algunos indicios de estabilización en la tasa de crecimiento interanual negativa de los préstamos a sociedades no financieras, pese a las significativas amortizaciones netas de julio. 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 segundo trimestre y en julio. Además, la reducción de los principales activos de las IFM cesó en los tres meses transcurridos hasta julio y, de hecho, dichos activos aumentaron en los países no sometidos a tensiones en el segundo trimestre y en julio.

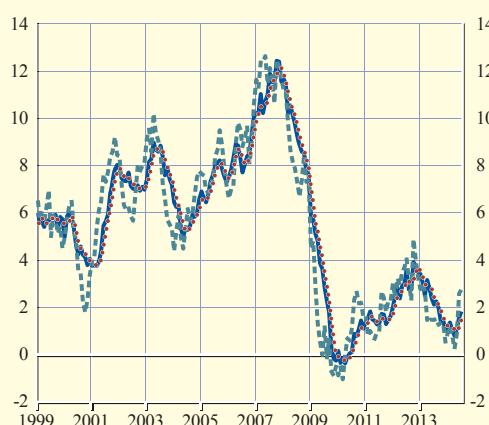
La tasa de crecimiento interanual de M3 registró un avance adicional y se situó en el 1,8% en julio, frente al 1,2% del primer trimestre del año y al 1,1% del segundo trimestre (véanse gráfico 6 y cuadro 4). Esta evolución del crecimiento interanual de M3 continúa reflejando la preferencia del sector tenedor de dinero por la liquidez monetaria en un contexto de tipos de interés muy bajos. Este sector tiene una preferencia especial por los depósitos a la vista muy líquidos, lo que ha estado respaldando el sólido crecimiento interanual de M1. El crecimiento de otros depósitos a corto plazo se mantuvo contenido, con tasas interanuales negativas del -2,1% y del -1,8% en el segundo trimestre y en julio, respectivamente, mientras que los instrumentos negociables registraron entradas y su tasa de variación interanual aumentó hasta situarse en el -6,8% en julio, frente al -12,5% del segundo trimestre. Sin embargo, consideraciones de rentabilidad/riesgo también han podido llevar a los inversores a buscar rentabilidad y a desplazar parte de sus activos monetarios 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 segundo trimestre y en julio. Los préstamos al sector privado no financiero también volvieron a contraerse en el segundo trimestre y en julio, aunque a un ritmo más lento. La incertidumbre en relación con un posible cambio de sentido en la dinámica del crédito se redujo de nuevo en el segundo trimestre. Dicho cambio sería coherente con la relación histórica adelanto/retardo entre los préstamos de las IFM a los distintos sectores y el ciclo económico. Además, salvo que la evolución cíclica actual de la zona del euro registre una desaceleración adicional, los préstamos al sector privado deberían beneficiarse de las medidas de relajación del crédito anunciadas en junio. Asimismo, los resultados de la encuesta sobre préstamos bancarios de julio de 2014 también confirmaron un giro en la dinámica crediticia, dado que las respuestas de los

Gráfico 6 Crecimiento de M3

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

- M3 (tasa de crecimiento interanual)
- M3 (media móvil de tres meses centrada de la tasa de crecimiento interanual)
- - - M3 (tasa de crecimiento semestral anualizada)



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 III	2013 IV	2014 I	2014 II	2014 Jun	2014 Jul
M1	55,9	6,9	6,4	6,0	5,2	5,4	5,6
Efectivo en circulación	9,3	2,6	4,1	6,0	5,6	5,5	5,6
Depósitos a la vista	46,5	7,8	6,9	6,0	5,2	5,3	5,6
M2 - M1 (= otros depósitos a corto plazo)	38,0	0,3	-1,2	-2,4	-2,1	-1,8	-1,8
Depósitos a plazo hasta dos años	16,7	-5,0	-6,3	-6,8	-5,4	-4,5	-4,2
Depósitos disponibles con preaviso hasta tres meses	21,3	5,0	3,3	1,4	0,7	0,5	0,2
M2	93,9	4,0	3,1	2,4	2,1	2,3	2,5
M3 - M2 (= instrumentos negociables)	6,1	-17,2	-17,1	-13,1	-12,5	-8,8	-6,8
M3	100,0	2,2	1,5	1,2	1,1	1,6	1,8
Crédito a residentes en la zona del euro		-0,5	-1,2	-1,9	-2,2	-2,3	-1,9
Crédito a las Administraciones Públicas		2,0	0,1	-0,2	-1,3	-2,6	-1,8
Préstamos a las Administraciones Públicas		-6,0	-6,7	-4,0	-2,6	-1,5	-1,1
Crédito al sector privado		-1,2	-1,6	-2,3	-2,5	-2,2	-2,0
Préstamos al sector privado		-1,9	-2,2	-2,3	-1,9	-1,8	-1,6
Préstamos al sector privado ajustados de ventas y titulizaciones ²⁾		-1,4	-1,8	-2,0	-1,5	-1,1	-1,0
Pasivos financieros a más largo plazo (excluidos capital y reservas)		-4,2	-3,6	-3,4	-3,4	-3,6	-3,4

Fuente: BCE.

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

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

bancos sugieren que las condiciones de concesión del crédito bancario a empresas y hogares de la zona del euro están mejorando gradualmente. Esta encuesta ofrece los primeros signos de relajación de las condiciones de concesión de préstamos en el caso de algunos sectores prestatarios, lo que sugiere que el progresivo endurecimiento señalado por las entidades de crédito durante la crisis ha podido llegar a su fin. La encuesta indica además que la demanda de préstamos ha seguido recuperándose tras años de contracción.

La evolución de M3 sigue estando determinada por el incremento de los activos exteriores netos de las IFM, que continuaron siendo la principal fuente de creación de dinero en la zona del euro en el segundo trimestre y en julio. En el período de doce meses transcurrido hasta julio, la posición acreedora neta frente al exterior de las IFM de la zona del euro aumentó en 416 mm de euros, frente a un crecimiento de 383 mm de euros en el período de doce meses transcurridos hasta el final del primer trimestre. Al mismo tiempo, aunque los pasivos financieros a más largo plazo de las IFM siguieron registrando salidas significativas en el segundo trimestre, en julio dichas salidas fueron reducidas, reflejo del acusado incremento del capital y reservas de las entidades de crédito.

Los principales activos de las IFM registraron un aumento de 18 mm de euros en los tres meses transcurridos hasta julio, frente a un descenso de 53 mm de euros en los tres meses anteriores. Esta reciente expansión de los balances es reflejo, principalmente, del incremento de los activos mantenidos por las entidades de crédito en países no sometidos a tensiones, mientras que los bancos de países en dificultades continuaron reduciendo sus principales activos, aunque a un ritmo más lento. Si se analizan los distintos tipos de activos, el aumento de los principales activos de las IFM de la zona del euro estuvo

determinado por el avance del crédito interbancario, el crecimiento de los activos exteriores y la menor contracción del crédito al sector privado.

En conjunto, la evolución monetaria de los siete primeros meses de 2014 confirma la debilidad general del crecimiento monetario y crediticio en un entorno de baja inflación.

PRINCIPALES COMPONENTES DE M3

El aumento de la tasa de crecimiento interanual de M3 en el segundo trimestre y en julio fue reflejo, principalmente, de la mayor contribución de los depósitos a la vista. El agregado monetario estrecho (M1) fue el único componente que contribuyó positivamente al crecimiento total de M3 (véase gráfico 7). Los otros depósitos a corto plazo (es decir, M2 menos M1) se estabilizaron y su aportación siguió siendo negativa. La contribución de los instrumentos negociables (es decir, M3 menos M2) también volvió a ser negativa, aunque algo menos que en el primer trimestre de 2014.

En cuanto a los componentes de M3, la tasa de crecimiento interanual de M1 experimentó una nueva moderación trimestral y se situó en el 5,2% en el segundo trimestre, frente al 6% del primer trimestre. No obstante, en términos mensuales, la tasa de crecimiento interanual aumentó en el período analizado, situándose en el 5,6% en julio (véase cuadro 4). Esta aceleración fue reflejo del incremento de las entradas de fondos en depósitos a la vista (atribuible principalmente a los depósitos de los hogares, aunque la aportación de las sociedades no financieras también fue significativa). Tras situarse en el 6% en el primer trimestre de 2014, la tasa de crecimiento interanual del efectivo en circulación se estabilizó en el 5,6% en el segundo trimestre y en julio.

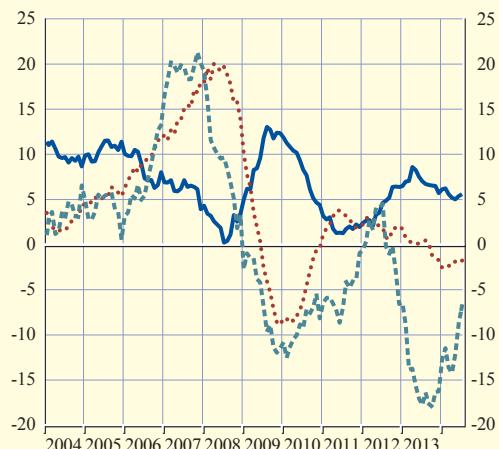
La tasa de variación interanual de los depósitos a corto plazo distintos de los depósitos a la vista aumentó desde el -2,4% en el primer trimestre hasta el -2,1% en el segundo trimestre, antes de seguir avanzando y situarse en el -1,8% en julio. Tras las cuantiosas salidas registradas en los depósitos a plazo hasta dos años en el primer trimestre, en el segundo trimestre se observaron entradas, con una tasa de crecimiento interanual del -5,4% (frente al -6,8% del primer trimestre). La tasa de crecimiento interanual de los depósitos de ahorro a corto plazo (es decir, depósitos disponibles con preaviso hasta tres meses) se redujo de nuevo, situándose en el 0,7% en el segundo trimestre (frente al 1,4% del primer trimestre). La tasa de crecimiento interanual de los depósitos a plazo hasta dos años experimentó un avance adicional y se situó en el -4,2% en julio, mientras que la de los depósitos de ahorro a corto plazo se contrajo ligeramente y fue del 0,2%. Esta evolución obedece sobre todo a las rentabilidades excepcionalmente bajas de estos depósitos en relación con otros instrumentos de inversión.

La tasa de variación interanual de los instrumentos negociables continuó siendo marcadamente negativa, aunque pasó del -13,1% en el primer trimestre al -12,5% en el segundo, antes de registrar un aumento adicional y situarse en el -6,8% en julio. Este crecimiento negativo sigue reflejando la reducción, por parte

Gráfico 7 Principales componentes de M3

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

— M1
··· Otros depósitos a corto plazo
- - - Instrumentos negociables



Fuente: BCE.

del sector tenedor de dinero, de sus tenencias de valores distintos de acciones a corto plazo (esto es, con vencimiento inicial hasta dos años) de las IFM. Aunque la tasa de crecimiento interanual de estas tenencias volvió a ser significativamente negativa, se incrementó de forma muy ligera y se situó en el -31,3% en el segundo trimestre, frente al -33,4% del primero, antes de registrar un nuevo avance, hasta el -28,1%, en julio. La tasa de variación interanual de las participaciones en fondos del mercado monetario disminuyó hasta el -9,3% en el segundo trimestre, desde el -8% del primero, y en julio experimentó un fuerte impulso y alcanzó el -3,9%. La tasa de variación interanual de las cesiones temporales fue del -5,8% en el segundo trimestre, frente al -7,1% del primer trimestre, pero pasó a ser positiva (el 1,2%) en julio. 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 resultando 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 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 totales de M3, que incluyen todos los depósitos a corto plazo y las cesiones temporales, disminuyó ligeramente y se situó en el 1,7% en el segundo trimestre, frente al 1,8% del primer trimestre, aunque aumentó en los últimos meses y alcanzó el 2,1% en julio (véase gráfico 8). Los hogares continuaron siendo el sector que más contribuyó a dicha tasa de crecimiento, aunque la tasa de crecimiento interanual de los depósitos de M3 de los hogares se mantuvo contenida en términos históricos (el 1,8% en julio). En cambio, la tasa de crecimiento interanual de los depósitos de M3 de las sociedades no financieras fue elevada, situándose en el 5,9% en julio. El sólido crecimiento interanual de los depósitos de M3 de las sociedades no financieras fue generalizado en los distintos países y puede que refleje la preferencia de estas por mantener un amplio porcentaje de sus beneficios en activos líquidos ante la incertidumbre sobre el acceso a la financiación, especialmente a la vista de los requisitos regulatorios aplicables a las líneas de crédito.

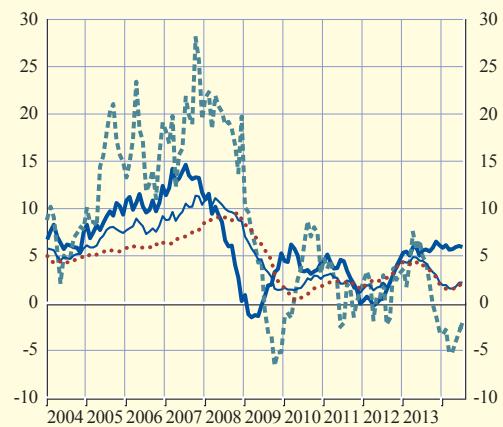
PRINCIPALES CONTRAPARTIDAS DE M3

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 segundo trimestre y en julio. 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 período analizado.

Gráfico 8 Depósitos a corto plazo y cesiones temporales

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

— Sociedades no financieras
··· Hogares
- - - Intermediarios financieros
— Total



Fuente: BCE.

Nota: Sector IFM, excluido el Eurosistema.

La tasa de variación interanual del crédito otorgado por las IFM a las Administraciones Públicas continuó descendiendo, situándose en el -1,3% en el segundo trimestre, frente al -0,2% del primer trimestre, antes de disminuir algo más y situarse en el -1,8% en julio.

En cambio, la tasa de variación interanual del crédito concedido por las IFM al sector privado aumentó y se situó en el -2% en julio, frente al -2,3% del primer trimestre y al -2,5% del segundo. Entre sus componentes, la tasa de variación interanual de los valores distintos de acciones continuó siendo marcadamente negativa, pero se recuperó ligeramente hasta situarse en el -7,3% en julio, frente al -8,1% del segundo trimestre y al -4,9% del primero. La tasa de crecimiento interanual de las acciones y otras participaciones repuntó en julio, con un 2,7%, frente al 1,2% del primer trimestre y al 0,1% del segundo. La tasa de variación interanual de los préstamos al sector privado se incrementó hasta situarse en el -1,9% en el segundo trimestre, frente al -2,3% del primer trimestre, antes de seguir avanzando y registrar el -1,6% en julio.

La tasa de variación interanual de los préstamos al sector privado (ajustados de ventas y titulizaciones) aumentó ligeramente hasta situarse en el -1,5% en el segundo trimestre, frente al -2% del primer trimestre (véase cuadro 4), y avanzó de nuevo en julio, hasta el -1%. Desde una perspectiva sectorial, los préstamos a los hogares continuaron registrando un crecimiento interanual moderadamente positivo en el segundo trimestre, mientras que el crecimiento de los préstamos a las sociedades no financieras y de los préstamos a los intermediarios financieros no monetarios se mantuvo en niveles negativos. En julio, el crecimiento interanual de los préstamos a los hogares permaneció estable, mientras que las tasas de variación interanual de los préstamos concedidos a las sociedades no financieras y a los intermediarios financieros no monetarios siguieron estabilizándose.

La tasa de crecimiento interanual de los préstamos concedidos por las IFM a los hogares (ajustados de ventas y titulizaciones) permaneció prácticamente estable en los últimos trimestres. Se situó en el 0,5% en julio, en línea con las tasas observadas desde el segundo trimestre de 2012 (para más detalles, véase la sección 2.7). La suma de los flujos de crédito al consumo y de otros préstamos a los hogares se mantuvo básicamente sin variación en el segundo trimestre y en julio. La contribución de los préstamos para adquisición de vivienda fue negativa en el segundo trimestre, aunque en julio volvieron a registrarse ligeras entradas. 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.

La tasa de variación interanual de los préstamos concedidos por las IFM a las sociedades no financieras (ajustados de ventas y titulizaciones) se situó en el -2,2% en julio, considerablemente por encima de las tasas observadas en el primer y segundo trimestre, pese a las significativas amortizaciones netas de dicho mes. Esta evolución fue consecuencia, en concreto, de la mayor contribución de los préstamos a corto plazo, mientras que la aportación de los préstamos con vencimiento a largo plazo volvió a disminuir. Adoptando una perspectiva a más largo plazo, la tasa de crecimiento interanual de los préstamos a las sociedades no financieras está estabilizada desde mediados de 2013. Un giro en la dinámica de los préstamos a este sector 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.

Desde 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).

En cuanto a las demás contrapartidas de M3, la tasa de variación interanual de los pasivos financieros a más largo plazo de las IFM (excluidos capital y reservas) se situó en el -3,4% en julio, sin variación con respecto al primer y segundo trimestre (véase gráfico 9). La contracción observada en estos pasivos financieros está contribuyendo al crecimiento de M3. Estos resultados siguen reflejando las menores necesidades de financiación de las entidades de crédito en un contexto de desapalancamiento en los países sometidos a tensiones y de cambio hacia la financiación mediante depósitos, que incentiva la regulación vigente.

Los activos exteriores netos de las IFM volvieron a registrar entradas, por valor de 83 mm de euros en el segundo trimestre y de 40 mm de euros en julio (véase gráfico 10). Esta mejora de la posición acreedora neta frente al exterior de las IFM de la zona del euro sucede a una serie de cuantiosas entradas en el saldo total de inversiones directas y de cartera desde julio de 2002 (véase recuadro 2). Esta posición 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. Por tanto, estos flujos van asociados a una confianza renovada en la zona del euro, que está atrayendo a los inversores internacionales.

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)

- M3
- Pasivos financieros a más largo plazo (excluidos capital y reservas)

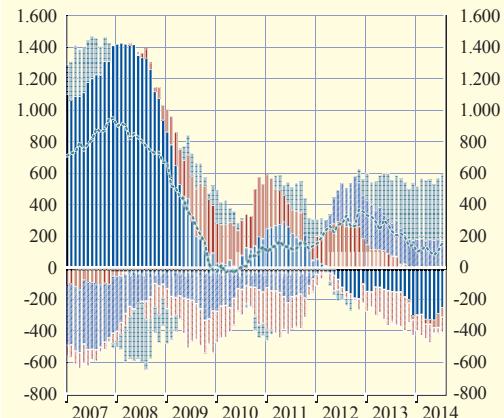


Fuente: BCE.

Gráfico 10 Contrapartidas de M3

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

- Crédito al sector privado (1)
- Crédito a las AAPP (2)
- Activos exteriores netos (3)
- Pasivos financieros a más largo plazo (excluidos capital y reservas) (4)
- Otras contrapartidas (incluidos capital y reservas) (5)



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.

VALORACIÓN GENERAL DE LA SITUACIÓN DE LIQUIDEZ MONETARIA

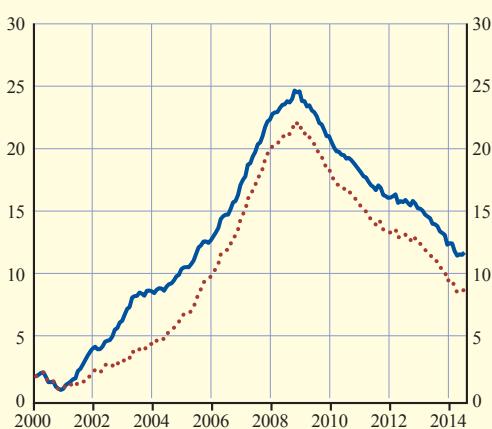
La evolución de M3 observada entre finales de diciembre de 2013 y finales de julio de 2014 se ha traducido en nuevas disminuciones de la liquidez monetaria acumulada en la zona del euro con anterioridad a la crisis financiera (véanse gráficos 11 y 12). Algunos indicadores de la liquidez monetaria que 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 más equilibrada que en el pasado. No obstante, ha de recordarse que 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 débil en el segundo trimestre. El crecimiento monetario se recuperó ligeramente en julio como consecuencia de la mayor preferencia por la liquidez monetaria, pese a que se mantuvo el escaso dinamismo del crédito en la zona del euro. El frágil crecimiento del crédito al sector privado continuó reflejando factores de demanda de carácter cíclico y estructural y condiciones de oferta restrictivas en algunos países. A medio plazo, un requisito previo para que la recuperación del crédito al sector privado sea sostenida es que se restablezca la capacidad de las entidades de crédito para asumir riesgos y se recupere la demanda de crédito bancario por parte de dicho sector.

Gráfico 11 Estimaciones de la brecha monetaria nominal¹⁾

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

- Brecha monetaria nominal basada en M3 oficial
- Brecha monetaria nominal basada en M3 corregido por el impacto estimado de los desplazamientos de cartera²⁾



Fuente: BCE.

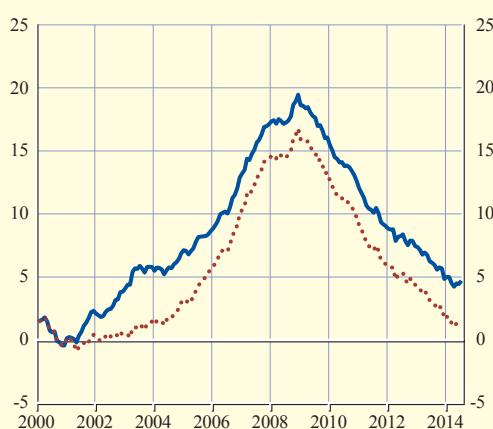
1) La brecha monetaria nominal se define como la diferencia existente entre el nivel efectivo de M3 y el nivel de M3 que correspondería a un crecimiento constante de este agregado monetario igual a su valor de referencia (4,5 %), tomando diciembre de 1998 como período base.

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 real¹⁾

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

- Brecha monetaria real basada en M3 oficial
- Brecha monetaria real basada en M3 corregido por el impacto estimado de los desplazamientos de cartera²⁾



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.

Recuadro 2

EVOLUCIÓN RECENTE 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 segundo trimestre de 2014. En los doce meses transcurridos hasta junio de 2014 el superávit por cuenta corriente de la zona del euro se reflejó, en general, en las salidas netas agregadas de la cuenta financiera que se mantuvieron en un nivel próximo a 250 mm de euros y que estuvieron determinadas por las continuas salidas netas de otras inversiones (principalmente depósitos y préstamos), que se compensaron en parte con entradas netas en el saldo total de inversiones directas y de cartera (véase cuadro).

Las entradas netas registradas en el agregado de inversiones directas y de cartera se redujeron ligeramente, pasando de 57 mm de euros en el período de doce meses anterior a 54 mm de euros en los doce meses transcurridos hasta junio de 2014. Las entradas netas de inversiones de cartera siguieron siendo considerables, situándose en 107 mm de euros, aunque se redujeron en comparación con el período de doce meses precedente. Las compras netas de acciones y participaciones y de valores distintos de acciones de la zona del euro realizadas por inversores extranjeros aumentaron en el contexto de un clima de inversión favorable tras las medidas de política y las reformas emprendidas en la zona del euro. Estas entradas de inversiones se compensaron, en parte, con un aumento de las adquisiciones netas de valores de renta variable y de renta fija extranjeros efectuadas por los inversores de la zona del euro. En la categoría de valores representativos de deuda, los inversores de la

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					
	2014 Marzo			2014 Junio			2013 Junio			2014 Junio		
	Activos	Pasivos	Saldo	Activos	Pasivos	Saldo	Activos	Pasivos	Saldo	Activos	Pasivos	Saldo
Cuenta financiera¹⁾			-31,8			-64,4			-249,4			-253,6
Total de inversiones												
directas y de cartera	-71,8	111,2	39,4	-184,1	163,4	-20,6	-592,5	649,9	57,4	-614,5	668,2	53,7
Inversiones directas	2,7	-27,1	-24,4	-32,3	32,2	-0,1	-332,3	263,6	-68,8	-268,4	215,0	-53,4
Inversiones de cartera	-74,5	138,3	63,8	-151,7	131,2	-20,5	-260,1	386,3	126,2	-346,1	453,2	107,1
Acciones y participaciones	-23,5	74,4	50,9	-58,4	108,8	50,4	-143,6	251,1	107,5	-167,4	291,2	123,8
Valores representativos de deuda	-51,1	63,9	12,8	-93,4	22,4	-71,0	-116,5	135,2	18,7	-178,7	162,0	-16,7
Bonos y obligaciones	-36,3	72,4	36,1	-64,2	43,2	-21,1	-127,4	107,8	-19,6	-133,9	189,0	55,2
Instrumentos del mercado monetario	-14,8	-8,5	-23,3	-29,1	-20,8	-49,9	10,9	27,4	38,3	-44,8	-27,0	-71,8
Otras inversiones	-190,9	121,6	-69,3	-36,0	-13,5	-49,5	142,9	-475,8	-332,9	-121,2	-197,7	-319,0
<i>De las cuales: IFM</i>												
Inversiones directas	-4,1	-1,3	-5,4	-1,1	2,7	1,6	-2,4	9,1	6,8	-10,8	5,7	-5,1
Inversiones de cartera	1,3	19,5	20,9	-21,9	-4,5	-17,0	24,7	-77,2	-52,4	-33,5	18,9	-5,2
Acciones y participaciones	9,8	13,6	23,4	0,7	15,7	13,0	-27,7	-39,3	-67,0	-11,6	33,3	18,4
Valores representativos de deuda	-8,5	5,9	-2,5	-22,6	-20,2	-30,0	52,4	-37,8	14,6	-21,9	-14,4	-23,5
Otras inversiones	-133,4	43,5	-89,9	-47,8	-39,9	-87,7	135,3	-430,7	-295,5	-100,6	-251,7	-352,2

Fuente: BCE.

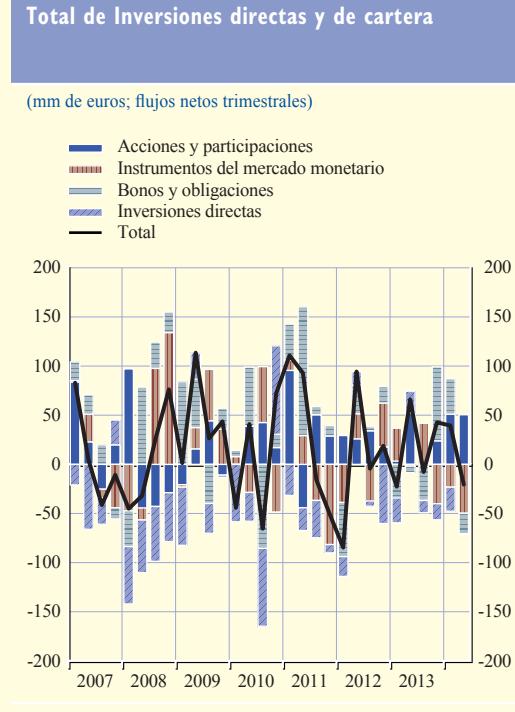
Nota: Las sumas pueden no coincidir, debido al redondeo.

1) Un signo positivo (negativo) indica una entrada (salida). Los activos (pasivos) corresponden a las adquisiciones netas por residentes en la zona del euro (no residentes) de instrumentos financieros emitidos por no residentes en la zona (residentes en la zona del euro).

zona del euro pasaron de ser vendedores netos a compradores netos de instrumentos del mercado monetario extranjero. Al mismo tiempo, los inversores extranjeros se convirtieron en vendedores netos de instrumentos del mercado monetario de la zona del euro en los doce meses transcurridos hasta junio de 2014. Las salidas netas resultantes de los mercados monetarios posiblemente reflejen la caída de los rendimientos en los mercados monetarios de la zona del euro. Las salidas netas de inversiones directas disminuyeron ligeramente en comparación con el período de doce meses precedente, reduciendo tanto los inversores de la zona del euro como los inversores extranjeros sus adquisiciones de valores en el exterior.

Las salidas netas de la partida de otras inversiones disminuyeron de 333 mm de euros a 319 mm de euros en los doce meses transcurridos hasta junio de 2014, al reducirse significativamente las retiradas de depósitos y préstamos de las IFM de la zona del euro por parte de no residentes. Las IFM de la zona frenaron su repatriación de activos exteriores en concepto de otras inversiones, registrándose un cambio de signo, de descenso a aumento, en sus depósitos y préstamos externos. Considerada en su conjunto, esta evolución sugiere una normalización gradual de las transacciones transfronterizas de las IFM de la zona del euro. Se ha producido 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 han seguido reduciéndose, mientras que las adquisiciones netas de activos a corto plazo han sido significativas. En los doce meses transcurridos hasta junio de 2014, el aumento 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 inversiones de cartera.

En el segundo trimestre de 2014 el agregado de inversiones directas y de cartera registró salidas netas por importe de 21 mm de euros, en comparación con las entradas netas de 39 mm de euros contabilizadas en el primer trimestre de 2014 (véase gráfico). El cambio de signo del agregado se debió a las salidas netas de inversiones de cartera, sumado al cese de las salidas netas de inversiones directas. En la partida de inversiones de cartera, las entradas netas de acciones y participaciones se mantuvieron estables en torno a 50 mm de euros, dado que tanto los inversores de la zona del euro como los inversores extranjeros incrementaron sus compras netas. Cabe señalar que las inversiones netas de los inversores extranjeros en valores de renta variable de la zona del euro ascendieron a un total de 109 mm de euros en el segundo trimestre de 2014 —la cifra trimestral más elevada registrada desde la introducción del euro— en un contexto de favorable evolución de los mercados bursátiles de la zona.



Al mismo tiempo, se registraron salidas netas de valores representativos de deuda por importe de 71 mm de euros, lo que supone una reversión de las entradas netas de este tipo de valores, de 13 mm de euros, observadas en el trimestre anterior. Este cambio de signo de los flujos de inversión estuvo determinado tanto por un aumento de las compras netas de valores de renta fija extranjeros por parte de inversores de la zona del euro, como por las menores compras netas de bonos y obligaciones de la zona del euro, combinadas con un incremento de las ventas netas de instrumentos del mercado monetario de la zona por parte de los inversores extranjeros. Las salidas netas de otras inversiones se redujeron aún más en comparación con el trimestre anterior, cayendo hasta el nivel más bajo registrado desde el primer trimestre de 2013, impulsadas por las entradas netas contabilizadas en el sector de instituciones distintas de IFM.

En el segundo trimestre de 2014, los no residentes en la zona del euro continuaron siendo compradores netos de acciones y participaciones emitidas por IFM de la zona, ofreciendo así un nuevo indicio de una normalización gradual en este sector. No obstante, los inversores extranjeros redujeron sus tenencias de valores distintos de acciones emitidos por IFM de la zona del euro. Las IFM de la zona recortaron sus ventas netas de valores de renta variable extranjeros, pero incrementaron sus tenencias de valores de renta fija extranjeros. Asimismo, las IFM de la zona del euro siguieron aumentando sus depósitos y préstamos en el exterior, mientras que los inversores extranjeros redujeron sus activos de otras inversiones en el sector de IFM de la zona. Como resultado, los activos exteriores netos de este sector continuaron aumentando en el segundo trimestre de 2014, reflejando en gran medida las transacciones asociadas al superávit por cuenta corriente de la zona del euro y las entradas netas de otras inversiones en el sector de instituciones distintas de IFM de la zona del euro.

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 y alcanzó un nuevo mínimo histórico en el primer trimestre de 2014. 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. La tasa de crecimiento interanual de la inversión financiera de las empresas de seguros y fondos de pensiones se mantuvo estable. Los fondos de inversión distintos de los fondos del mercado monetario volvieron a registrar significativas entradas en el segundo trimestre de 2014, mientras que los fondos del mercado monetario continuaron experimentando salidas moderadas.

SECTORES NO FINANCIEROS

En el primer trimestre de 2014 (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 1,4%, frente al 1,6% del cuarto trimestre de 2013, y alcanzó un nuevo mínimo histórico desde que se dispone de datos de la zona del euro (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 interanual de las acciones y otras participaciones (excluidas las participaciones en fondos de inversión) y de las participaciones en fondos de inversión se redujeron significativamente en el primer trimestre de 2014. Esta reducción solo se vio compensada parcialmente por una tasa de crecimiento interanual menos negativa de la inversión

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 III	2011 IV	2012 I	2012 II	2012 III	2012 IV	2013 I	2013 II	2013 III	2013 IV	2014 I	
Inversión financiera	100	3,1	2,4	2,4	2,4	2,4	2,4	2,3	1,9	1,7	1,6	1,4	
Efectivo y depósitos	23	3,3	3,1	4,1	3,5	3,6	3,6	2,7	3,0	3,0	2,6	2,6	
Valores distintos de acciones, excluidos derivados financieros	5	8,3	2,6	1,0	0,8	-0,4	-4,7	-7,1	-8,5	-9,1	-9,2	-7,2	
De los cuales: A corto plazo	0	0,3	20,3	18,9	22,3	21,4	-3,9	-18,8	-25,8	-30,8	-26,6	-9,7	
De los cuales: A largo plazo	4	8,9	1,3	-0,4	-0,8	-2,1	-4,8	-6,0	-6,9	-7,1	-7,7	-5,0	
Acciones y otras participaciones, excluidas participaciones en fondos de inversión	31	2,6	2,8	3,1	2,7	2,5	2,1	2,5	1,8	1,9	1,6	0,8	
De las cuales: Acciones cotizadas	6	2,3	1,9	2,6	3,2	0,9	0,8	0,9	1,8	1,6	0,7	0,3	
De las cuales: Acciones no cotizadas y otras participaciones	25	2,7	3,0	3,2	2,6	2,8	2,4	2,8	1,8	2,0	1,8	0,9	
Participaciones en fondos de inversión	5	-4,9	-5,1	-3,9	-3,4	-1,4	-0,7	3,3	2,9	2,4	2,6	1,1	
Reservas técnicas de seguro	15	2,6	2,0	1,8	1,9	2,0	2,3	2,6	2,7	2,8	2,9	3,0	
Otros ²⁾	21	4,5	3,1	2,1	2,7	2,7	3,5	3,8	2,6	1,7	2,1	2,0	
M3 ³⁾		1,7	1,6	2,8	3,0	2,8	3,5	2,5	2,4	2,0	1,0	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.

en valores distintos de acciones (-7,2 %, frente al -9,2 % del trimestre anterior) y un avance marginal de la 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 disminuyó ligeramente en el primer trimestre de 2014. Las tasas de crecimiento interanual de la inversión de este sector en acciones y otras participaciones (excluidas las participaciones en fondos de inversión) y en participaciones en fondos de inversión registraron un descenso significativo. Esta evolución enmascara el hecho de que las entradas trimestrales que se contabilizaron en las participaciones en fondos de inversión aumentaron con respecto al trimestre anterior, al tiempo que las registradas en las acciones cotizadas pasaron a ser positivas. Asimismo, la tasa de crecimiento interanual de la inversión en valores distintos de acciones fue menos negativa, lo que indica que el ritmo al que los hogares vendieron estos valores se moderó. Por último, la adquisición de reservas técnicas de seguro por parte de los hogares (que corresponde a inversión en productos de seguros de vida y de pensiones) se incrementó con respecto al trimestre anterior.

Gráfico 13 Inversión financiera de los sectores no financieros

(tasas de variación interanual; contribución en puntos porcentuales)

APP
 Sociedades no financieras
 Hogares
 Sectores no financieros



Fuente: BCE.

En cuanto a las sociedades no financieras, la tasa de crecimiento interanual de su inversión financiera se redujo en el primer trimestre de 2014, debido, principalmente, al descenso de las tasas de crecimiento interanual de la inversión en acciones y otras participaciones, en efectivo y depósitos y en otros activos, que fue contrarrestado solo parcialmente por una contribución menos negativa de los valores distintos de acciones. 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 aumentó ligeramente en el primer trimestre de 2014. Este ligero incremento del ritmo de acumulación de activos se debió, sobre todo, a una contribución menos negativa del efectivo y depósitos, cuya tasa de crecimiento se situó en el $-0,4\%$, frente al $-6,7\%$ del trimestre anterior. En cambio, la tasa de crecimiento interanual de las acciones y otras participaciones (excluidas las participaciones en fondos de inversión) y de la inversión en otros activos, que incluye préstamos y otras cuentas pendientes de cobro, continuó cayendo en el primer trimestre de 2014.

INVERSORES INSTITUCIONALES

La tasa de crecimiento interanual de la inversión financiera de las empresas de seguros y fondos de pensiones permaneció sin cambios y se situó en el $3,4\%$ en el primer trimestre de 2014 (véase gráfico 14). El detalle por instrumento financiero muestra que esta tasa de crecimiento interanual positiva estuvo impulsada, principalmente, por la inversión en valores distintos de acciones y en participaciones en fondos de inversión.

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

(tasas de variación interanual; contribución en puntos porcentuales)

- Valores distintos de acciones, excluidos derivados financieros
- Acciones cotizadas
- Acciones no cotizadas y otras participaciones
- Participaciones en fondos de inversión
- Otros¹⁾
- Activos financieros totales



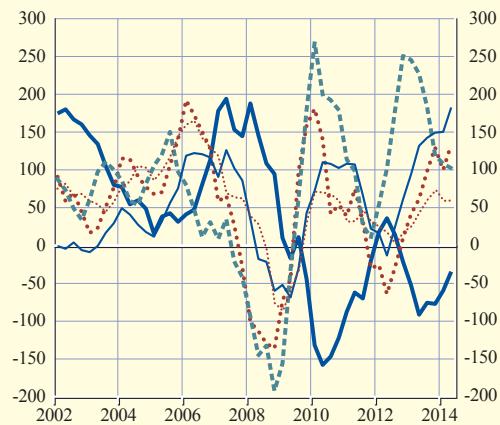
Fuente: BCE.

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)

- Fondos del mercado monetario
- Fondos de renta variable¹⁾
- Fondos de renta fija¹⁾
- Fondos mixtos¹⁾
- Otros fondos^{1), 2)}



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.

Los datos sobre fondos de inversión, que ya están disponibles para el segundo trimestre de 2014, revelan que los fondos de inversión de la zona del euro distintos de los fondos del mercado monetario registraron una entrada trimestral por valor de 155 mm de euros, que fue 46 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 fondos mixtos, que fueron unos 14 mm de euros más elevadas que en el trimestre anterior, representaron el grueso de la entrada trimestral total en fondos de inversión de la zona del euro distintos de los fondos del mercado monetario en el segundo trimestre de 2014. Además, mientras que las entradas en fondos de renta variable se incrementaron en 20 mm de euros con respecto al trimestre anterior, la inversión en fondos de renta fija se situó en 35 mm de euros, frente a la cifra de 44 mm de euros del primer trimestre de 2014. En términos anualizados, esta evolución se tradujo en un ligero descenso de las entradas registradas en los fondos de renta fija y en un aumento de las entradas en fondos de renta variable, que se situaron en 134 mm de euros en el segundo trimestre de 2014, frente a los 100 mm de euros del primer trimestre (véase gráfico 15). Los fondos del mercado monetario continuaron registrando salidas moderadas en el segundo trimestre de 2014. En términos interanuales, las salidas de los fondos del mercado monetario se situaron en 35 mm de euros, lo que representa un descenso con respecto a la cifra de 60 mm de euros del trimestre anterior.

2.3 TIPOS DE INTERÉS DEL MERCADO MONETARIO

Con carácter general, los tipos de interés del mercado monetario se redujeron moderadamente entre mediados de mayo y principios de septiembre de 2014, tras las decisiones adoptadas en junio por el Consejo de Gobierno, y estas disminuciones solo cesaron temporalmente por la volatilidad registrada hacia finales de mes. El aumento del exceso de liquidez después de la suspensión de las operaciones de ajuste semanales que habían esterilizado la liquidez inyectada en el marco del programa para los mercados de valores se vio compensado, en parte, por el menor recurso a las operaciones de mercado abierto y por el reembolso continuado de la liquidez obtenida en las operaciones de financiación a plazo más largo (OFPML) a tres años.

Recuadro 3

ESTIMACIÓN DE LA SITUACIÓN DE LIQUIDEZ ESPERADA EN LA ZONA DEL EURO

El BCE proporciona información diaria sobre la situación de liquidez en la zona del euro. En el presente recuadro se explica esta información, que incluye datos sobre las operaciones de financiación del Eurosistema, el recurso a las facilidades permanentes, los saldos vivos de los programas de adquisiciones de bonos garantizados (CBPP), los saldos en cuenta corriente en los bancos centrales nacionales y las exigencias de reservas del Eurosistema. Con esta información, las entidades de contrapartida también pueden calcular el importe del exceso de liquidez en la zona del euro.

Además, el BCE facilita información semanal sobre la previsión de los factores autónomos diarios medios y el importe de adjudicación de referencia¹ de las operaciones principales de financiación (OPF), cuya adjudicación llevaría a una situación de liquidez neutral durante los períodos cubiertos. En este recuadro se explica también cómo la previsión de los factores autónomos puede ayudar a las entidades de contrapartida a medir mejor su recurso a las operaciones de financiación y a estimar el exceso de liquidez en la zona del euro en un contexto de adjudicación plena a tipo de interés fijo.

¹ En el contexto de las subastas a tipo de interés fijo con adjudicación plena, actualmente el importe de adjudicación de referencia es menos relevante desde un punto de vista operativo. Sin embargo, continúa siendo útil como indicador de una situación de liquidez equilibrada.

Cifras sobre liquidez publicadas diariamente por el BCE

Cada mañana, alrededor de las 9.10 h (hora central europea), el BCE proporciona información de las principales cifras relativas a la situación de liquidez de la zona del euro del día anterior a través de determinadas agencias de noticias, como Thomson Reuters y Bloomberg². Esta información, que se extrae del balance consolidado del Eurosistema, está disponible en las páginas «Outstanding open market operations» (Thomson Reuters ECB39; Bloomberg ECB/15/6/4) e «Information on liquidity conditions in the euro area» (Thomson Reuters ECB40; Bloomberg ECB/15/6/5).

La primera de estas dos páginas ofrece un desglose de las operaciones de mercado abierto (OMA) y de los CBPP (es decir, CBPP y CBPP2)³. La segunda ofrece la información siguiente:

- Las exigencias de reservas (ER) medias de todas las entidades de crédito del día anterior (esta cifra suele mantenerse estable durante el período de mantenimiento⁴).
- La estimación de los factores autónomos (FA) diarios medios que se explican con detalle en la sección siguiente.
- El saldo vivo de las operaciones de mercado abierto del Eurosistema, excluido el programa para los mercados de valores (SMP). Esta cifra incluye los saldos vivos de todas las operaciones temporales (operaciones de financiación y operaciones de ajuste —de inyección o de absorción de liquidez—), así como los dos CBPP. La información relativa al programa para los mercados de valores se publica semanalmente en el sitio web del BCE⁵.
- El recurso a la facilidad marginal de crédito (FMC) y a la facilidad de depósito (FD) del día hábil anterior.
- Los saldos en cuenta corriente (CC) agregados mantenidos por las entidades de crédito en los BCN el día anterior. Por tanto, para calcular el exceso de liquidez (EL) existente en la zona del euro el día anterior puede utilizarse la fórmula siguiente:

$$EL = CC + FD - FMC - ER$$

- Los saldos en cuenta corriente medios del período de mantenimiento en curso, que resultan útiles para calcular el exceso de liquidez medio desde el primer día del período de mantenimiento hasta el día anterior.
- El efecto neto sobre la liquidez (ENL) de los factores autónomos y del SMP, que incluye el valor de los factores autónomos el día anterior, excluido el saldo vivo del SMP. Aun cuando el BCE no publica información diaria relativa a las variaciones en el SMP, este dato es útil para estimar los factores autónomos diarios, según la fórmula siguiente:

$$FA = ENL + SMP$$

2 Otras agencias de noticias también reciben y publican la misma información.

3 Se puede consultar información adicional sobre la situación de liquidez en otras páginas de Thomson Reuters y de Bloomberg. La misma información, incluidos los datos históricos, está disponible en el sitio web del BCE: <http://www.ecb.europa.eu/mopo/liq/html/index.en.html>

4 Ocasionadamente pueden registrarse cambios menores, por ejemplo, cuando se produce la resolución o la fusión de una entidad de crédito.

5 Véase <https://www.ecb.europa.eu/mopo/implement/omo/html/index.en.html>.

Factores autónomos

Los factores autónomos son aquellas partidas del balance de los bancos centrales que no reflejan operaciones de política monetaria o tenencias de reservas. Se denominan autónomos porque no se encuentran bajo el control del banco central. Como tales, son un elemento fundamental para valorar la situación de liquidez y constituyen la principal fuente de incertidumbre a la hora de estimar las necesidades de liquidez futuras del sistema bancario. Los factores autónomos se clasifican en: i) depósitos netos de las Administraciones Públicas en BCN del Eurosistema, ii) billetes en circulación⁶, iii) activos exteriores netos, iv) activos netos denominados en euros, y v) otros factores autónomos⁷.

Desde 2013, la suma de todos los factores autónomos ha fluctuado entre 443 mm de euros y 553 mm de euros. Sin embargo, como puede observarse en el gráfico A, su volatilidad ha sido considerable, similar a la observada en los depósitos de las Administraciones Públicas en BCN⁸. Durante un período de mantenimiento, estos depósitos registran la mayor parte de la volatilidad de los factores autónomos con un componente cíclico significativo durante un mes natural. Desde 2012, las variaciones diarias de los factores autónomos se han situado en una media de alrededor de 4,4 mm de euros, correspondiendo 3,7 mm de euros a los depósitos netos de las Administraciones Públicas.

Estimación de la situación de liquidez semanal esperada

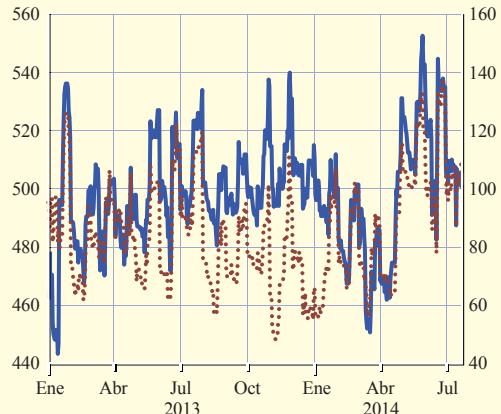
El BCE publica semanalmente, junto con el anuncio de la OPF y también con la adjudicación de esta operación, la previsión de los factores autónomos diarios medios para el período comprendido entre el día del anuncio y el día anterior a la fecha de vencimiento de la OPF⁹. Las entidades de contrapartida pueden utilizar esta información para definir un escenario base (considerando, por ejemplo, aquellos importes que no han variado de las operaciones de subasta y los valores adquiridos por el BCE) de la situación de liquidez esperada en la zona del euro durante la semana de una OPF, y también para medir su recurso a las operaciones de liquidez del Eurosistema. Cuanto mayores sean los factores autónomos, menor será la liquidez esperada.

Para estimar la liquidez media esperada durante una semana de una OPF, en la fecha del anuncio (t), la liquidez realizada en el día t-1 debe ajustarse por: i) la diferencia entre los factores autónomos

Gráfico A Evolución de los factores autónomos y de los depósitos de las Administraciones Públicas en BCN

(mm de euros)

— Factores autónomos (escala izquierda)
..... Depósitos de las Administraciones Públicas en BCN (escala derecha)



Fuente: BCE.

6 Determinados por el comportamiento del público. Para más información sobre los factores autónomos, véase el artículo titulado «La gestión de la liquidez del BCE», *Boletín Mensual*, BCE, mayo de 2002.

7 Estos factores incluyen otras partidas del balance, como cuentas de revalorización, otros activos y pasivos de residentes en la zona del euro, y capital y reservas.

8 Los Tesoros pueden mantener sus principales depósitos en BCN o en bancos comerciales. En este contexto, la situación de liquidez en la zona del euro solo se ve afectada cuando se producen entradas o salidas en las cuentas mantenidas en los BCN.

9 En la primera semana de cada período de mantenimiento, la previsión solo abarca el período comprendido entre la fecha de liquidación de la OPF y el día anterior a la fecha de vencimiento de la operación.

realizados (FAR) en el día $t-1$ y la previsión (publicada por el BCE) de los factores autónomos medios válida para la semana siguiente, y ii) la variación prevista en las operaciones de mercado abierto (incluida una estimación de los reembolsos anticipados de las tres operaciones de financiación a plazo más largo (OFPML) a tres años). La fórmula sería la siguiente:

$$EL_t \text{ (estimación media para la semana de la OPF)} = EL_{t-1} + FAR_{t-1} - \text{previsión de } FA_t - \text{reembolsos esperados de OFPML}^{10}$$

Cabe señalar que el ajuste de la estimación dependerá de la diferencia entre la previsión de los factores autónomos diarios medios publicada por el BCE y su valor realizado. La media de esta diferencia se sitúa en alrededor de 5 mm de euros, estando el 65 % de las observaciones por debajo de la media, utilizando como base una muestra de dos años. Además, la volatilidad de los factores autónomos podría generar fluctuaciones significativas en la liquidez durante la semana de la OPF. La diferencia media entre los valores máximo y mínimo de los factores autónomos durante el período de mantenimiento asciende a 44 mm de euros, determinada, principalmente, por la evolución de los depósitos de las Administraciones Públicas (véase gráfico B). Estos tienden a aumentar cuando se recaudan los impuestos y a disminuir cuando se desembolsan los salarios y las pensiones. Mientras que la recaudación de impuestos se concentra alrededor de los diez últimos días de un mes natural, los salarios y las pensiones suelen abonarse a principios del mes. Por tanto, al calcular la situación de liquidez diaria, es fundamental tener en consideración la evolución probable de los depósitos de las Administraciones Públicas para prever posibles déficits de liquidez.

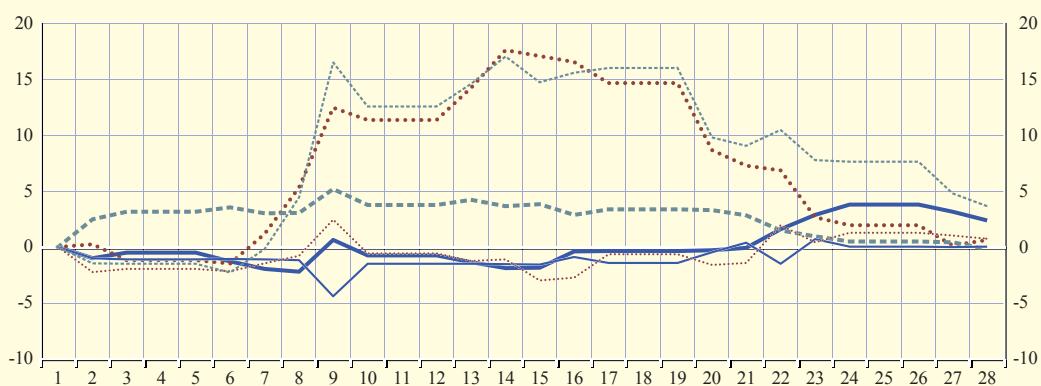
10 Es decir, suponiendo que los importes de otras operaciones de mercado abierto no varían durante la semana de referencia.

Gráfico B Evolución de los factores autónomos durante un período de mantenimiento de 28 días

(datos medios; mm de euros)

Eje de abscisas: días del período de mantenimiento

Billetes	Activos exteriores netos
Depósitos de las AAPP	Otros factores autónomos
Activos netos denominados en euros	Total factores autónomos



Fuente: BCE.

Nota: Los días del período de mantenimiento no corresponden a días naturales.

Ejemplo: estimación de la situación de liquidez diaria

Las entidades de contrapartida pueden estimar el exceso diario de liquidez utilizando la información facilitada en las páginas relacionadas con el BCE citadas anteriormente y la previsión de los factores autónomos diarios medios. A continuación se presentan dos métodos sencillos de estimación (véase gráfico C). No cabe duda de que la precisión de las estimaciones puede aumentar con el uso de información más avanzada¹¹.

En el cuadro que se presenta más adelante se utilizan dos semanas de OPF del primer período de mantenimiento de 2014 para mostrar cómo se puede estimar diariamente el exceso de liquidez. La zona sombreada en verde (columnas I a IV) presenta los datos que el BCE pone a disposición del mercado, es decir, con un día de retraso y a través de las agencias de noticias. Esta información es la siguiente: operaciones de financiación y de ajuste esperadas¹² (columna I), saldos vivos de valores adquiridos por el BCE (columna II), exigencias de reservas (columna III) y, por último, factores autónomos realizados, calculados como la suma del ENL y los saldos vivos del programa para los mercados de valores (columna IV).

La columna V muestra el cálculo del exceso de liquidez realizado, que se basa en la información facilitada al mercado y que se muestra en la zona verde. Ha de recordarse que estos datos siempre se proporcionan para el día anterior. Por tanto, los cálculos de la columna V también se refieren al día anterior.

En las zonas sombreadas en azul, la situación de liquidez se estima utilizando los dos métodos descritos anteriormente, es decir, considerando solo la previsión de los factores autónomos diarios medios publicada por el BCE (en azul claro) y empleando la misma previsión, pero ajustada para reflejar una estimación de la evolución mensual de los depósitos de las Administraciones Públicas (en azul oscuro). Las cifras correspondientes al martes 21 de enero figuran en negrilla y sirven de ejemplo. Para estimar el exceso de liquidez de ese día, hay que calcular la variación esperada en la situación de liquidez (columna VII). Corresponde a la diferencia diaria en las operaciones temporales¹³ (OT; columna I), así como a la diferencia entre los factores autónomos realizados del día anterior (columna IV) y la previsión de factores autónomos.

$$EL_t(\text{estimación}) = EL_{t-1} + FA_{t-1} - \text{previsión de } FA_t + (OT_t - OT_{t-1})$$

11 Pueden utilizarse modelos más refinados para obtener estimaciones más exactas.

12 El saldo vivo de las operaciones de financiación y de ajuste se conoce siempre un día antes, a menos que haya operaciones que se liquiden y adjudiquen el mismo día.

13 Las operaciones temporales incluyen operaciones de financiación y operaciones de ajuste (de inyección o de absorción de liquidez). En este caso las variaciones se conocen un día antes, a menos que estén relacionadas con operaciones que se liquiden y adjudiquen el mismo día.

Gráfico C Dos métodos sencillos para estimar la situación de liquidez diaria

Menos preciso

Para cada día de la semana de la OPF se considera la previsión de los factores autónomos diarios medios publicada por el BCE.

Más preciso

Para cada día de la semana de la OPF se considera la previsión de los factores autónomos diarios medios publicada por el BCE, ajustada (si procede) por la tendencia mensual de los depósitos de las Administraciones Públicas.

Fuente: BCE.

Estimaciones de la situación de liquidez diaria en un período de muestra

Fecha de referencia (2014)	(mm de euros)					$= I + II - III - IV$
	I Operaciones de financiación y de ajuste	II Saldo vivo de valores	III Exigencias de reservas	IV Factores autónomos realizados	V Exceso de liquidez realizado	
Lunes 20 enero	493,4	233,8	103,6	484,3	139,4	
Martes 21 enero	493,4	233,8	103,6	498,3	125,3	
Miércoles 22 enero	540,9	233,8	103,6	499,9	171,2	
Jueves 23 enero	540,9	233,8	103,6	509,9	161,2	
Viernes 24 enero	540,9	233,5	103,6	502,7	168,1	
Sábado 25 enero	540,9	233,5	103,6	502,7	168,1	
Domingo 26 enero	540,9	233,5	103,6	502,7	168,1	
Lunes 27 enero	540,9	233,5	103,6	500,8	170,1	
Martes 28 enero	540,9	233,5	103,6	497,1	173,7	
Miércoles 29 enero	537,4	233,0	103,6	502,0	164,9	
Jueves 30 enero	540,5	233,0	103,6	511,9	157,9	
Viernes 31 enero	540,5	233,0	103,6	500,3	169,6	
Sábado 1 febrero	540,5	233,0	103,6	500,3	169,6	
Domingo 2 febrero	540,5	233,0	103,6	500,3	169,6	
Lunes 3 febrero	540,5	231,3	103,6	482,3	185,9	
Martes 4 febrero	540,5	231,3	103,6	480,8	187,4	

Fuente: BCE.

Estimaciones de la situación de liquidez diaria en un período de muestra (cont.)

Fecha de referencia (2014)	(mm de euros)					Estimación sin ajustar por la evolución mensual de los depósitos de las Administraciones Públicas				Estimación ajustada por la evolución mensual de los depósitos de las Administraciones Públicas			
	Previsión de factores autónomos VI $= IV_{t-1} - VI_t + I_t - I_{t-1}$	Variación esperada en la liquidez VII $= V_{t-1} + VII_t$	Estimación de la liquidez VIII $= VIII - V$	Error IX	Factores autónomos X $= IV_{t-1} - X_t + I_t - I_{t-1}$	Variación esperada de la liquidez XI $= V_{t-1} + XI_t$	Estimación de la liquidez XII $= XII - V$	Error XIII					
Lunes 20 enero													
Martes 21 enero	501,4	-17,1	122,3	-3,1	499,7	-15,4	124,0	-1,4					
Miércoles 22 enero	501,4	44,4	169,7	-1,5	500,4	45,4	170,7	-0,5					
Jueves 23 enero	501,4	-1,5	169,7	8,5	501,4	-1,5	169,7	8,5					
Viernes 24 enero	501,4	8,5	169,7	1,6	502,0	7,9	169,1	1,0					
Sábado 25 enero	501,4	1,3	169,5	1,3	502,0	0,7	168,9	0,7					
Domingo 26 enero	501,4	1,3	169,5	1,3	502,0	0,7	168,9	0,7					
Lunes 27 enero	501,4	1,3	169,5	-0,6	502,2	0,5	168,7	-1,4					
Martes 28 enero	492,2	8,6	178,7	4,9	497,0	3,8	173,9	0,1					
Miércoles 29 enero	492,2	1,5	175,2	10,3	497,2	-3,5	170,2	5,3					
Jueves 30 enero	492,2	12,8	177,7	19,7	497,3	7,7	172,6	14,6					
Viernes 31 enero	492,2	19,7	177,7	8,1	497,4	14,5	172,5	2,9					
Sábado 1 febrero	492,2	8,1	177,7	8,1	497,4	2,9	172,5	2,9					
Domingo 2 febrero	492,2	8,1	177,7	8,1	497,4	2,9	172,5	2,9					
Lunes 3 febrero	492,2	8,1	177,7	-8,2	480,0	20,3	189,9	4,0					
Martes 4 febrero	492,2	-9,9	176,0	-11,4	474,0	8,3	194,2	6,8					
Error absoluto medio				6,5	Error absoluto medio								3,6

Fuente: BCE.

Para esta observación, la diferencia diaria en las operaciones temporales es igual a cero ya que no hay operaciones de inyección o de absorción de liquidez ni reembolsos anticipados de OFPML a tres años. Por tanto, la variación esperada en la situación de liquidez es la diferencia entre los factores autónomos realizados del día anterior (columna IV) y la previsión de factores autónomos (columna VI). El 21 de enero, esta diferencia era igual a -17,1 mm de euros (columna VII). Por último, el exceso de liquidez (columna VIII) puede estimarse sumando la variación esperada de la liquidez de -17,1 mm de euros al exceso de liquidez previamente realizado (columna V).

En la zona azul oscuro se realiza la misma estimación, pero la previsión de los factores autónomos diarios medios se ajusta para tener en cuenta la evolución de los depósitos de las Administraciones Públicas (columna X), cuestión de especial importancia durante el período de recaudación de impuestos y a principios de mes, cuando se desembolsan los salarios y las pensiones. Cabe observar que el error diario medio correspondiente a la estimación más precisa, que incluye las expectativas sobre los depósitos de las Administraciones Públicas, se sitúa en 3,6 mm de euros —este importe es casi la mitad de la estimación menos precisa de 6,5 mm de euros—.

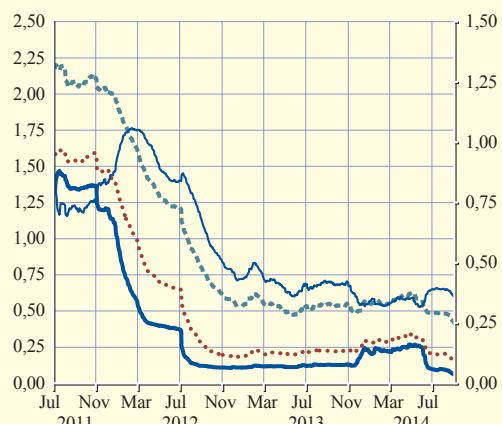
Los tipos de interés del mercado monetario sin garantías se redujeron tras las decisiones adoptadas por el Consejo de Gobierno del BCE en junio de 2014. Como consecuencia, los tipos euríbor a un mes, tres meses, seis meses y doce meses cayeron 19, 16, 15 y 15 puntos básicos con respecto a los niveles observados a finales de mayo, y el 3 de septiembre se situaron en el 0,06 %, el 0,15 %, el 0,25 % y el 0,42 %, respectivamente. El diferencial entre el euríbor a doce meses y a un mes, un indicador de la pendiente de la curva de rendimientos del mercado monetario, se incrementó durante el verano, alcanzando su nivel más elevado desde noviembre de 2013, antes de acabar el período analizado en torno a 36 puntos básicos. Los tipos de interés del mercado monetario sin garantías mostraron una volatilidad escasa durante el período considerado, y sus variaciones diarias nunca superaron los 2 puntos básicos 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 septiembre y diciembre de 2014 y marzo y junio de 2015 también registraron un descenso —de entre 6 y 7 puntos básicos, aproximadamente— con respecto a los niveles observados a finales de mayo y se situaron en el 0,14 %, el 0,13 %, el 0,12 % y el 0,13 %, respectivamente, el 3 de septiembre (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, se mantuvo prácticamente sin variación en torno a los niveles observados a finales de mayo (véase gráfico 19). El tipo *swap* del eonia a tres meses se situó por debajo del 0,01 % el 3 de septiembre, unos 11 puntos básicos menos que el tipo

Gráfico 16 Tipos de interés del mercado monetario

(porcentajes; diferencial en puntos porcentuales; datos diarios)

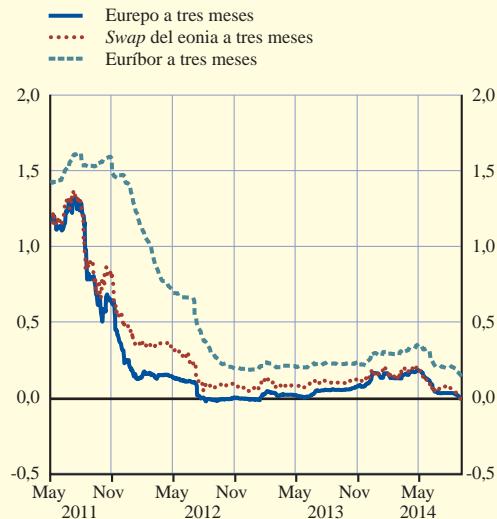
- Euribor a un mes (escala izquierda)
- Euribor a tres meses (escala izquierda)
- - - Euribor a doce meses (escala izquierda)
- Diferencial entre los tipos euribor a doce meses y a un mes (escala derecha)



Fuentes: BCE y Thomson Reuters.

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

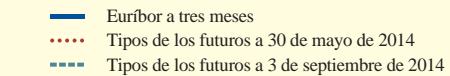
(porcentajes; datos diarios)



Fuentes: BCE, Bloomberg y Thomson Reuters.

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.

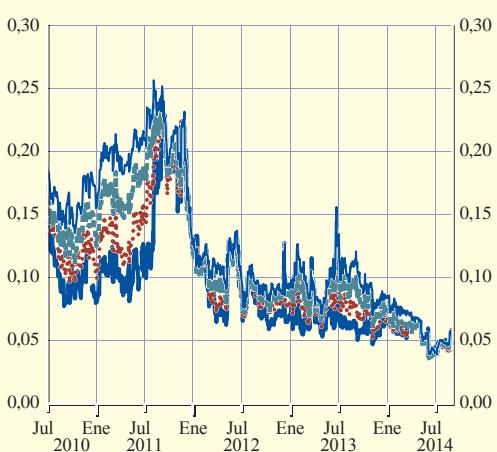
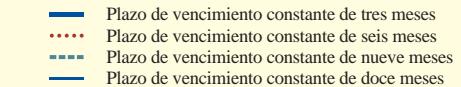
registrado el 4 de junio, antes de las decisiones del Consejo de Gobierno. Así pues, el diferencial entre el euríbor a tres meses y el swap del eonia al mismo plazo se situó en 16 puntos básicos el 3 de septiembre, 5 puntos básicos por debajo del nivel observado el 4 de junio (véase gráfico 17).

Entre principios de junio y comienzos de septiembre, el eonia se redujo alrededor de 12 puntos básicos en total (véase gráfico 20). A lo largo de junio, el eonia fluctuó dentro de una banda estrecha en torno a un nivel del 0,025%, antes de repuntar y situarse justo por debajo del 0,34% en el último día del mes. Posteriormente, osciló entre el 0,03% y el 0,05% durante la mayor parte de julio, y después aumentó brevemente y se situó en el 0,18% en la última semana del mes. Durante la mayor parte de agosto, el eonia fluctuó dentro de una estrecha banda de entre el 0,00% y el 0,02%, y el 3 de septiembre se situó en el 0,01%.

El BCE siguió proporcionando liquidez mediante operaciones de financiación con vencimiento a una semana y tres meses. Todas estas operaciones se llevaron a cabo mediante el procedimiento de

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.

subasta a tipo de interés fijo con adjudicación plena. El 5 de junio, el BCE anunció la interrupción de las operaciones de financiación con plazo especial de un período de mantenimiento, así como la suspensión de las operaciones de ajuste semanales de absorción de liquidez que se habían llevado a cabo para esterilizar la liquidez inyectada a través del programa para los mercados de valores (véase también el recuadro 4).

El período comprendido entre el comienzo del sexto período de mantenimiento (11 de junio) y el 3 de septiembre se caracterizó por un incremento del exceso de liquidez. El aumento del saldo vivo de las operaciones de mercado abierto, como consecuencia de la suspensión de las operaciones de ajuste semanales de absorción de liquidez, no se vio compensado del todo por el menor recurso a las operaciones de financiación del Eurosistema (es decir, OPF y OFPML), el reembolso de la liquidez obtenida en las OFPML a tres años y el vencimiento de las carteras en firme. Los factores autónomos medios se mantuvieron prácticamente sin variación con respecto a los tres períodos de mantenimiento anteriores, mientras que su volatilidad disminuyó ligeramente. El exceso de liquidez osciló entre 101,5 mm de euros y 166,8 mm de euros y ascendió a una media de 131,9 mm de euros en el período analizado, frente a los 117,9 mm de euros de los tres períodos de mantenimiento anteriores. El 3 de septiembre, el exceso de liquidez se situó en 118,2 mm de euros. El recurso medio diario a la facilidad de depósito se cifró en 24,4 mm de euros, mientras que los saldos en cuenta corriente por encima de las reservas obligatorias se situaron en 107,7 mm de euros, en promedio, y el recurso medio a la facilidad marginal de crédito, en 0,2 mm de euros. Las entidades de contrapartida han reembolsado voluntariamente hasta ahora 658,2 mm de euros de los 1.018,7 mm de euros obtenidos en las dos OFPML a tres años.

Recuadro 4

SITUACIÓN DE LIQUIDEZ Y OPERACIONES DE POLÍTICA MONETARIA EN EL PERÍODO COMPRENDIDO ENTRE EL 14 DE MAYO Y EL 12 DE AGOSTO DE 2014

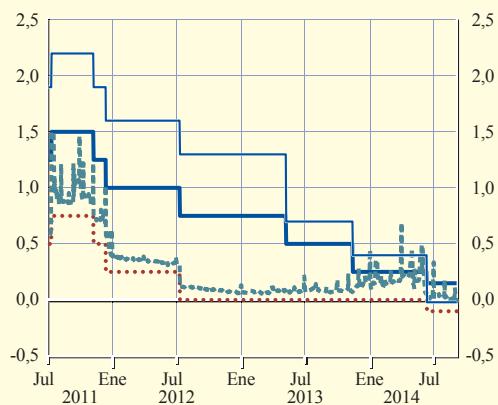
En este recuadro se describen las operaciones de política monetaria del BCE realizadas durante los períodos de mantenimiento de reservas que finalizaron el 10 de junio, el 8 de julio y el 12 de agosto de 2014, es decir, el quinto, sexto y séptimo período de mantenimiento del año.

El 5 de junio, el BCE redujo el tipo de interés aplicable a las operaciones principales de financiación en 10 puntos básicos, situándolo en el 0,15 %, a partir de la operación liquidada el 11 de junio. Asimismo, el BCE rebajó el tipo de interés aplicable a la facilidad marginal de crédito en 35 puntos básicos, situándolo en el 0,40 %, y el aplicable a la facilidad de depósito en 10 puntos básicos, hasta el -0,10 %, ambos con efectos a partir del comienzo del sexto período de mantenimiento (es decir, a

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

(porcentajes; datos diarios)

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



Fuentes: BCE y Thomson Reuters.

partir del 11 de junio). Además, el BCE decidió suspender las operaciones de ajuste semanales de absorción de liquidez que se habían llevado a cabo para esterilizar la liquidez inyectada a través del programa para los mercados de valores (SMP), y la última operación de esterilización relacionada con dicho programa se liquidó el 11 de junio.

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. El 5 de junio, el BCE anunció la interrupción de estas operaciones de financiación con plazo especial con efectos a partir del séptimo período de mantenimiento, es decir, la operación que se liquidó el 11 de junio y venció el 8 de julio fue la última operación ejecutada de este tipo.

Además, las operaciones de financiación a plazo más largo (OFPML) con vencimiento a tres meses también se llevaron a cabo mediante procedimientos de subasta a tipo de interés fijo con adjudicación plena. Los tipos de interés de cada una de estas operaciones se fijaron en la media de los tipos de las OPF ejecutadas durante la vigencia de las respectivas OFPML.

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 612,9 mm de euros, lo que representa un incremento de 24,7 mm de euros con respecto a la media diaria del período de referencia anterior (del 12 de febrero al 13 de mayo de 2014)¹. Los factores autónomos aumentaron significativamente —en 23,5 mm de euros—, situándose en una media de 508,3 mm de euros, mientras que las exigencias de reservas crecieron marginalmente —1,2 mm de euros—, hasta situarse en una media de 104,5 mm de euros (véase cuadro).

La variación registrada en la media de los factores autónomos reflejó el efecto combinado de las variaciones en diversos componentes individuales. Entre los factores de inyección de liquidez, los activos netos denominados en euros aumentaron 30,3 mm de euros y se situaron en una media de 508,2 mm de euros, tras haber registrado un ascenso de 31 mm de euros en el período anterior. Esto fue consecuencia, entre otras cosas, de la disminución de los depósitos denominados en euros mantenidos en el Eurosistema por instituciones oficiales extranjeras. La introducción de un tipo de interés negativo para la facilidad de depósito indujo a algunas entidades extranjeras a seguir reduciendo sus saldos de efectivo en los bancos centrales del Eurosistema para evitar cargos por intereses negativos.

Entre los factores de absorción de liquidez, los billetes en circulación aumentaron en 19,5 mm de euros, hasta situarse en una media de 959,6 mm de euros, reflejo de la evolución estacional habitual de la demanda de billetes durante el verano. Los depósitos de las Administraciones Públicas también se incrementaron, en 22,1 mm de euros, hasta situarse en una media de 103,7 mm de euros. Dado que la introducción de un tipo de interés negativo para la facilidad de depósito también afectó a los depósitos de las Administraciones Públicas mantenidos en el Eurosistema, los Tesoros nacionales intentaron, en mayor medida, invertir su exceso de liquidez en el mercado a tipos de interés nominales positivos, aunque no siempre lo lograron.

1 Todas las comparaciones se realizan con respecto al período anterior, salvo que se indique lo contrario.

La volatilidad de los factores autónomos volvió a aumentar. Las estimaciones semanales, publicadas con el anuncio de las operaciones principales de financiación, oscilaron entre 451,7 mm de euros y 532,1 mm de euros, en comparación con un rango de entre 448,3 mm de euros y 522,3 mm de euros en el período anterior. Esta volatilidad se debió sobre todo a las fluctuaciones de otros factores autónomos y de los depósitos de las Administraciones Públicas. La tradicional volatilidad de estos últimos, derivada de los ciclos impositivos se acrecentó por los citados intentos de los Tesoros y de los clientes de los servicios de gestión de reservas del Eurosistema de invertir una mayor parte de sus tenencias en el mercado.

Las previsiones semanales de los factores autónomos mostraron un error absoluto medio de 6,7 mm de euros, oscilando entre -19,3 mm de euros y 5,2 mm de euros, frente a un error absoluto medio de 3,2 mm de euros en el período de análisis anterior. Dicho incremento puede atribuirse, principalmente, a los depósitos de las Administraciones Públicas, que presentaron un error absoluto medio de 5,8 mm de euros, debido a la dificultad para anticipar las inversiones de los Tesoros en un entorno en el que los tipos de interés del mercado monetario a corto plazo fueron a menudo negativos. También contribuyeron otros factores autónomos, que registraron un error absoluto medio de 3,8 mm de euros.

Inyección de liquidez

El volumen medio de liquidez proporcionado a través de las operaciones de mercado abierto, ejecutadas mediante el procedimiento de subasta a tipo de interés fijo con adjudicación plena, aumentó en 30,2 mm de euros y se situó en 739,7 mm de euros, tras varios períodos de descenso. Este aumento fue consecuencia del efecto combinado del reembolso de la liquidez obtenida en las OFPML a tres años, que se vio parcialmente compensado por el incremento de otras operaciones de subasta de inyección de liquidez y por la suspensión de las operaciones de esterilización semanales relacionadas con el programa para los mercados de valores. La liquidez inyectada a través de las operaciones de subasta ascendió a 531,1 mm de euros, en promedio, lo que supone un crecimiento de 48 mm de euros en comparación con el período de referencia anterior.

La liquidez media inyectada a través de las OPF semanales aumentó en 11 mm de euros, hasta situarse en 121 mm de euros, dado que algunas entidades de contrapartida recurrieron en parte a las OPF para sustituir los importes reembolsados de las OFPML a tres años y dada la interrupción de las operaciones de financiación con plazo especial de un período de mantenimiento. El importe adjudicado semanalmente mantuvo su volatilidad y fluctuó entre un mínimo de 94 mm de euros el 9 de julio y un máximo de 149,3 mm de euros el 4 de junio, ya que las entidades de crédito ajustaron su demanda en consonancia con la evolución de las condiciones de liquidez y con la situación del mercado monetario. La reducción del tipo de interés de las OPF y la rebaja del tipo de interés aplicable a la facilidad de depósito, junto con la suspensión de las operaciones de esterilización relacionadas con el programa para los mercados de valores, pueden haber aumentado el exceso de liquidez y frenado la volatilidad de los tipos de interés del mercado monetario, contribuyendo así a la estabilización de los volúmenes adjudicados en las OPF observada desde mediados de junio (con la excepción de los repuntes de fin de mes).

Los reembolsos de las OFPML a tres años continuaron a un ritmo medio de 6,3 mm de euros semanales. Al final del período analizado, los reembolsos totales habían alcanzado los 626 mm de euros, lo que representa el 63 % del volumen total prestado y el 120 % de la inyección neta inicial de liquidez. El volumen de los reembolsos semanales continuó fluctuando, con una liquidación máxima de

21,5 mm de euros el 23 de julio. Algunos factores idiosincrásicos de las entidades de contrapartida explican la mayor parte de estas variaciones semanales, aunque el ritmo medio se mantuvo prácticamente sin cambios en comparación con el período precedente.

Con anterioridad a la decisión de suspender las operaciones de esterilización semanales relacionadas con el programa para los mercados de valores, las pujas recibidas en las ocho últimas operaciones fueron inferiores al importe que se pretendía absorber. Estos episodios reflejaron el aumento de las tensiones en los tipos del mercado monetario a muy corto plazo 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.

Exceso de liquidez

El exceso de liquidez aumentó en 5,5 mm de euros y se situó, en promedio, en 126,8 mm de euros en el período analizado, frente a los 121,3 mm de euros registrados en el período de referencia anterior, invirtiendo así la continuada tendencia a la baja observada desde principios de 2013. Los saldos diarios en cuenta corriente por encima de las exigencias de reservas se incrementaron en 9,2 mm de euros y se situaron, en promedio, en 101,4 mm de euros, mientras que el recurso medio a la facilidad de depósito disminuyó en 4 mm de euros, hasta situarse en 25,5 mm de euros. El exceso de liquidez cayó al nivel más bajo registrado desde principios de 2012, y se cifró en 116,6 mm de euros en el quinto período de mantenimiento de 2014. Tras las decisiones adoptadas por el BCE en junio de 2014, el exceso de liquidez repuntó en el sexto y séptimo período de mantenimiento, ascendiendo a 130 mm de euros, aproximadamente. El exceso de liquidez osciló de forma bastante significativa en el quinto período de mantenimiento, principalmente como consecuencia de la volatilidad de los factores autónomos y de las fluctuaciones que registraron los importes adjudicados en las OPF y en las operaciones de esterilización relacionadas con los programas para los mercados de valores, lo que contribuyó a intensificar la volatilidad de los tipos de interés a corto plazo del mercado monetario. Sin embargo, a partir del sexto período de mantenimiento, en respuesta a las medidas del BCE, el exceso de liquidez se stabilizó y fluctuó dentro de una banda más estrecha de entre 166 mm de euros (30 de junio) y 104 mm de euros (23 de julio), permaneciendo, por tanto, por encima de los 100 mm de euros.

En el quinto período de mantenimiento, las entidades de contrapartida continuaron manteniendo alrededor del 24 % de su exceso de liquidez en la facilidad de depósito y el 76 % restante en forma de exceso de reservas, en consonancia con el patrón medio registrado en el segundo, tercer y cuarto períodos de mantenimiento. En el sexto y séptimo período de mantenimiento, la proporción del exceso de liquidez mantenido en forma de exceso de reservas aumentó hasta el 82 %, aproximadamente. Dado que al exceso de reservas (es decir, los saldos medios en cuenta corriente por encima de las exigencias de reservas mínimas) también se le carga el tipo de interés negativo aplicado a la facilidad de depósito tras la decisión anunciada el 5 de junio, a las entidades de contrapartida debería resultarles indiferente dónde colocar el exceso de liquidez. No obstante, en este contexto, algunos aspectos técnicos y operativos pueden hacer que sea algo más conveniente mantener el exceso de reservas que recurrir a la facilidad de depósito, lo que explica su mayor proporción. Al mismo tiempo, algunas entidades de contrapartida pueden seguir prefiriendo la facilidad de depósito por razones operativas o regulatorias. El patrón observado en el cuarto y quinto período de mantenimiento, en los que el uso de la facilidad de depósito aumentó en la última semana, que es cuando más entidades de contrapartida habían cumplido ya las exigencias de reservas, desapareció en gran medida en el sexto y séptimo período de mantenimiento.

Evolución de los tipos de interés

El eonia se situó, en promedio, en 24 puntos básicos en el quinto período de mantenimiento, antes de la reducción del tipo de interés de las OPF el 5 de junio, frente a los 20,7 puntos básicos de los tres períodos de mantenimiento anteriores. El eonia fluctuó entre un mínimo de 5,3 puntos básicos el 9 de junio y un máximo de 46,9 puntos básicos el 27 de mayo, reflejando las fluctuaciones del exceso de liquidez. Tras el recorte de los tipos de interés aplicables a las operaciones principales de financiación, a la facilidad de depósito y a la facilidad marginal de crédito, el eonia se estabilizó en 4 puntos básicos, aproximadamente, en el sexto y séptimo período de mantenimiento. La volatilidad fue muy limitada: salvo por los repuntes de final de mes en junio y en julio, el eonia permaneció dentro de una banda relativamente estrecha, fluctuando entre 6 puntos básicos el 11 de junio y 0,9 puntos básicos el 12 de agosto.

Situación de liquidez del Eurosistema

	14 de mayo a 12 de agosto	12 de febrero a 13 de mayo	Séptimo período de mantenimiento	Sexto período de mantenimiento	Quinto período de mantenimiento	
Pasivo – Necesidades de liquidez (medias; mm de euros)						
Factores autónomos de liquidez	1.558,2 (+72,8)	1.485,4	1.560,2 (-1,3)	1.561,5	(+9,1)	1.552,4 (+26,9)
Billetes en circulación	959,6 (+19,5)	940,1	967,6 (+9,5)	958,1	(+7,1)	951,0 (+3,1)
Depósitos de las AAPP	103,7 (+22,1)	81,6	92,4 (-17,5)	110,0	(-1,6)	111,5 (+23,8)
Otros factores autónomos	494,9 (+31,2)	463,7	500,1 (+7)	493,4	(+3,5)	489,8 (+0)
Instrumentos de política monetaria	205,9 (+10,4)	195,5	210,2 (-4)	214,3	(+22)	192,3 (+1)
Exigencias de reservas mínimas	104,5 (+1,2)	103,3	105,0 (+0,6)	104,4	(+0,5)	103,9 (+0,7)
Facilidad de depósito	25,5 (-4)	29,5	24,6 (+0,8)	23,9	(-4,4)	28,3 (-1,4)
Operaciones de ajuste de absorción de liquidez	47,1 (-119,5)	166,6	0,0 (-27,2)	27,2	(-98,8)	126,0 (-26,5)
Activo – Oferta de liquidez (medias; mm de euros)						
Factores autónomos de liquidez	1.050,2 (+49,2)	1.001,0	1.071,5 (+25,4)	1.046,2	(+18,7)	1.027,4 (+1,9)
Activos exteriores netos	541,9 (+18,9)	523,0	547,6 (+7,6)	540,0	(+3,2)	536,8 (+0,4)
Activos netos denominados en euros	508,2 (+30,3)	478,0	523,9 (+17,8)	506,2	(+15,5)	490,7 (+1,5)
Instrumentos de política monetaria	739,7 (+30,2)	709,5	723,6 (-30,2)	753,8	(+7,9)	745,9 (+28)
Operaciones de mercado abierto	121,0 (+11)	109,9	106,6 (-5,1)	111,7	(-36,4)	148,1 (+20,1)
OPF						
Operaciones de financiación con plazo especial	13,0 (-2,1)	15,1	0,0 (-10)	10,0	(-22,4)	32,3 (+4,3)
OPFML a tres meses	33,4 (+5,1)	28,3	32,1 (-3)	35,2	(+1,9)	33,3 (+7,6)
OPFML a tres años	410,8 (-85,6)	496,5	382,6 (-32,3)	414,9	(-27,3)	442,2 (-23,7)
OPFML con objetivo específico	0,0 (+0)	0,0	0,0 (+0)	0,0	(+0)	0,0 (+0)
Operaciones de subasta	531,1 (+48)	483,2	521,3 (-23,3)	544,6	(+14,6)	530,0 (+34,7)
Carteras en firme	208,6 (-17,6)	226,3	202,3 (-6,9)	209,2	(-6,7)	215,9 (-6,8)
Programa de adquisiciones de bonos garantizados (CBPP)	35,0 (-3,2)	38,2	33,4 (-1,7)	35,1	(-1,9)	37,0 (-0,8)
Segundo programa de adquisiciones de bonos garantizados (CBPP2)	14,1 (-0,5)	14,6	13,9 (-0,2)	14,2	(-0,1)	14,3 (-0,1)
Programa para los mercados de valores	159,5 (-13,9)	173,4	154,9 (-5)	159,9	(-4,7)	164,6 (-5,9)
Facilidad marginal de crédito	0,2 (-0,2)	0,4	0,3 (+0,1)	0,1	(+0,1)	0,1 (-0,1)
Otra información relativa a la liquidez (medias; mm de euros)						
Necesidades de liquidez agregadas	612,9 (+24,7)	588,1	593,9 (-26,2)	620,1	(-9,2)	629,3 (+28,6)
Factores autónomos	508,3 (+23,5)	484,8	488,9 (-26,8)	515,7	(-9,7)	525,4 (+28,2)
Exceso de liquidez	126,8 (+5,5)	121,3	129,6 (-3,9)	133,5	(+17)	116,6 (-0,7)
Reembolso de OFPML a tres años	85,2 (+2,6)	82,6	35,4 (+3,9)	31,5	(+13,2)	18,3 (-13,7)
Evolución de los tipos de interés (porcentajes)						
OPF	0,18 (-0,07)	0,25	0,15 (+0)	0,15	(-0,1)	0,25 (+0)
Facilidad marginal de crédito	0,52 (-0,23)	0,75	0,40 (+0)	0,40	(-0,35)	0,75 (+0)
Facilidad de depósito	-0,07 (-0,07)	0,00	-0,10 (+0)	-0,10	(-0,1)	0,00 (+0)
Eonia medio	0,108 (-0,099)	0,207	0,043 (+0,003)	0,040	(-0,2)	0,240 (+0)

Fuente: BCE.

Nota: Dado que todas las cifras de la tabla están redondeadas, en algunos casos la cifra indicada como variación con respecto al período anterior no representa la diferencia entre las cifras redondeadas presentadas para los dos períodos (con una discrepancia de 0,1 mm de euros).

2.4 MERCADOS DE RENTA FIJA

Entre finales de mayo y principios de septiembre de 2014, los rendimientos de la deuda pública de la zona del euro y de Estados Unidos experimentaron un descenso. La reducción generalizada de los rendimientos de estos instrumentos en los mercados internacionales pareció deberse a la intensificación de la incertidumbre geopolítica durante el período analizado, pese a la publicación de datos económicos ligeramente divergentes para las dos áreas económicas. Además, en el caso de la zona del euro, la caída del rendimiento de la deuda pública reflejó el impacto de las medidas de política económica anunciadas en junio y los datos levemente dispares publicados, observándose un aumento del ritmo de descenso en la última parte de período considerado. Los diferenciales de rendimiento de la deuda soberana de la zona del euro disminuyeron en un entorno caracterizado por una incertidumbre reducida en los mercados de renta fija. Los indicadores financieros de las expectativas de inflación a largo plazo de la zona del euro retrocedieron durante el período de referencia, aunque siguieron siendo plenamente acordes con la estabilidad de precios.

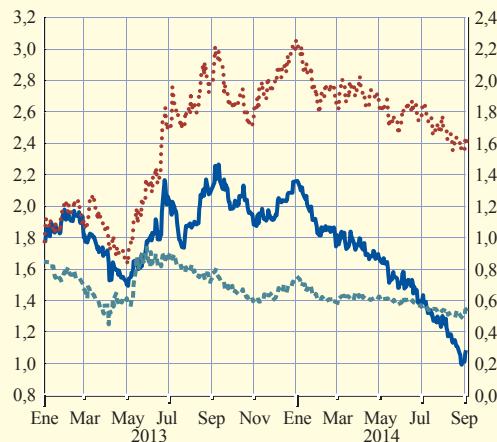
Entre finales de mayo y el 3 de septiembre de 2014, el rendimiento de la deuda pública a diez años con calificación AAA de la zona del euro retrocedió unos 45 puntos básicos, hasta el 1,1% (véase gráfico 21). Durante el mismo período, el rendimiento de la deuda pública a diez años de Estados Unidos experimentó un descenso bastante menos acusado, de unos 10 puntos básicos, hasta el 2,4%, mientras que en Japón también se redujo ligeramente, alrededor de 5 puntos básicos, hasta el 0,5%. En la zona del euro, la curva de tipos en su conjunto se desplazó a la baja, y los rendimientos de la deuda pública a dos y cinco años con calificación AAA disminuyeron 10 y 25 puntos básicos, respectivamente. En 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 30 puntos básicos en el período considerado.

El rendimiento de la deuda pública a largo plazo siguió registrando una ligera volatilidad a ambos lados del Atlántico durante el período analizado, reflejando la creciente preocupación acerca de los riesgos geopolíticos asociados a las crisis políticas en Ucrania y en Iraq. En la primera parte del período de referencia, el rendimiento de la deuda pública a largo plazo de la zona del euro con calificación AAA de la zona del euro básicamente no experimentó variaciones y se mantuvo en niveles similares a las medias observadas en la primavera. No obstante, a partir de finales de junio, el rendimiento de la deuda pública de la zona descendió, principalmente como consecuencia de la intensificación de la incertidumbre geopolítica y de la publicación de datos económicos levemente decepcionantes, especialmente los débiles datos de inflación, del deterioro de la confianza económica y de la ralentización de la actividad en algunos países de la zona y en la zona del euro en su conjunto en el segundo trimestre del año.

Gráfico 21 Rendimiento de la deuda pública a largo plazo

(porcentajes; datos diarios)

— Zona del euro (escala izquierda)
··· Estados Unidos (escala izquierda)
— Japón (escala derecha)



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.

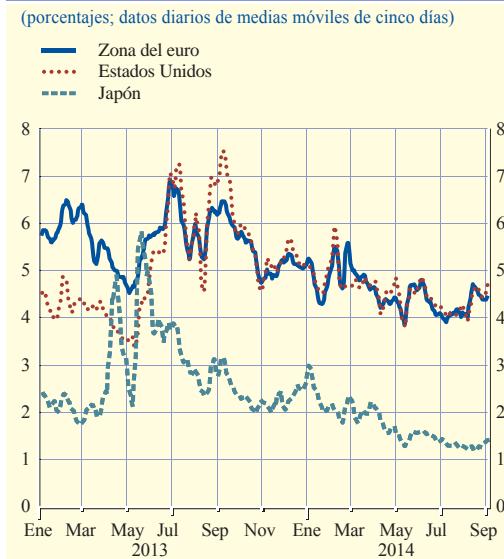
En Estados Unidos, el rendimiento de la deuda pública a largo plazo también se redujo, aunque de forma menos acusada que en la zona del euro. Parece que la estabilidad de la inflación, pese a la publicación de datos sólidos sobre empleo y crecimiento, ha contribuido a estabilizar las expectativas de los mercados sobre la reducción del ritmo de compras de bonos por parte de la Reserva Federal, moderando así las presiones al alza sobre el rendimiento de la deuda pública a largo plazo de Estados Unidos. De hecho, el anuncio del Comité de Operaciones de Mercado Abierto de la Reserva Federal del 30 de julio de reducir a 10 mm de dólares las compras de bonos de titulización hipotecaria de agencias y a 15 mm de dólares al mes las de valores del Tesoro no provocó una variación significativa del rendimiento de la deuda pública estadounidense.

La incertidumbre de los inversores sobre la evolución a corto plazo del mercado de renta fija, medida por la volatilidad implícita obtenida de las opciones sobre bonos a corto plazo, experimentó algunas fluctuaciones durante el período analizado, descendiendo durante la mayor parte del mismo antes de aumentar de nuevo en agosto (véase gráfico 22). Con todo, en conjunto, a principios de septiembre, la volatilidad implícita de los mercados de renta fija se situó en torno al 4,6% en Estados Unidos y en la zona del euro, por debajo de los niveles registrados a finales de mayo.

En consonancia con los niveles relativamente reducidos de volatilidad implícita de los mercados de renta fija, las tensiones en los mercados de deuda soberana de la zona del euro se mantuvieron, en general, contenidas. Algunos episodios transitorios de mayor volatilidad fueron consecuencia, principalmente, de la evolución de factores geopolíticos y, en algunos casos, de la evolución de países concretos. Desde finales de junio, el rendimiento de la deuda pública con calificación AAA de la zona del euro cayó en todos los mercados de deuda soberana de la zona y, a comienzos de septiembre, el rendimiento de la deuda pública a largo plazo de los países de la zona se situaba entre 35 y 80 puntos básicos por debajo de los niveles observados a finales de mayo. Durante el mismo período, los diferenciales de rendimiento de la deuda a largo plazo frente al tipo *swap* del eonia también se redujeron entre 5 y 35 puntos básicos en la mayoría de los países. El estrechamiento de los diferenciales es acorde con el continuado interés de los inversores internacionales, como quedó reflejado en el éxito de las emisiones de deuda pública en varios países que anteriormente se habían visto notablemente afectados por la crisis, así como en las noticias positivas sobre su calificación crediticia.

El rendimiento real de los bonos de la zona del euro, medido por el rendimiento de la deuda pública indexada a la inflación, disminuyó durante gran parte del período considerado, en consonancia con los rendimientos nominales¹. No obstante, a partir de principios de agosto, el rendimiento real de los bonos registró un repunte transitorio (véase gráfico 23), siendo mayor el incremento en los rendimientos a más

Gráfico 22 Volatilidad implícita de los mercados de deuda pública



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.

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.

corto plazo. En conjunto, entre finales de mayo y principios de septiembre, los rendimientos reales de los bonos a cinco años cayeron 10 puntos básicos y se situaron en torno al -0,7%, mientras que los correspondientes a los bonos a diez años se redujeron unos 30 puntos básicos, hasta situarse alrededor del -0,3%. Habida cuenta de los cambios observados 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 50 puntos básicos, situándose ligeramente por encima del 0,1% al final del período analizado.

Los indicadores de los mercados financieros de las expectativas de inflación a largo plazo en la zona del euro retrocedieron a partir de finales de mayo. La tasa de inflación a diez años implícita en los bonos indexados a la inflación descendió unos 15 puntos básicos, hasta situarse en el 1,5%, y la tasa de inflación implícita a cinco años se redujo unos 10 puntos básicos, situándose en torno al 1%. En consecuencia, la tasa de inflación implícita a cinco años dentro de cinco años también se redujo unos 10 puntos básicos entre finales de mayo y el 3 de septiembre, hasta situarse en el 2% (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 considerablemente en el período analizado, en concreto unos 10 puntos básicos, y se situaron en el 2,1% a principios de septiembre. En conjunto, pese a los retrocesos de estos indicadores de las expectativas de inflación basados en bonos y *swaps*, especialmente en la última parte del período examinado, se mantuvieron en niveles en torno al 2%.

La curva de tipos *forward* implícitos a un día de la zona del euro se desplazó a la baja entre 7 y 65 puntos básicos en todos los plazos de vencimiento entre finales de mayo y el 3 de septiembre (véase gráfico 25).

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)

- Rendimiento de los bonos indexados a la inflación a cinco años dentro de cinco años
- Rendimiento de los bonos indexados a la inflación a cinco años
- Rendimiento de los bonos indexados a la inflación a diez años



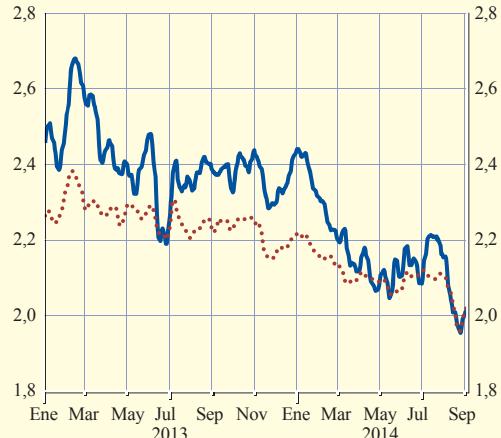
Fuentes: Thomson Reuters y cálculos del BCE.

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)

- Tasa de inflación implícita a cinco años dentro de cinco años
- Tipo swap de inflación a cinco años dentro de cinco años



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.

Los tipos de interés a corto plazo cayeron hasta situarse en niveles próximos a cero, en consonancia con los mínimos históricos registrados por los tipos de interés oficiales tras las decisiones adoptadas por el Consejo de Gobierno en junio de 2014. Sin embargo, estos descensos fueron más acusados para los plazos más largos, y en el caso de los tipos a diez años cayeron hasta situarse en torno al 2,6%.

El rendimiento de los bonos con calificación de grado de inversión emitidos por las empresas de la zona del euro disminuyó en el período analizado, en consonancia con el descenso observado 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 25 y 45 puntos básicos en todas las calificaciones crediticias, correspondiendo los descensos más acusados a las calificaciones más elevadas. Los diferenciales de rendimiento de los bonos de las sociedades no financieras con estas calificaciones (en comparación con el índice Merrill Lynch EMU de deuda pública con calificación AAA) se estrecharon, en general, entre 10 y 20 puntos básicos para los emisores con calificación AAA y AA, y básicamente no se modificaron para los emisores de las demás categorías de calificación. En cambio, los diferenciales de rendimiento de los valores emitidos por instituciones financieras no variaron o se incrementaron ligeramente en todas las categorías, reflejo en gran parte de la publicación de datos negativos de empresas concretas del sector financiero. Con todo, en conjunto, los diferenciales de los valores de renta fija privada se mantuvieron reducidos en comparación con los máximos relativos registrados a comienzos de 2013 para la mayoría de las calificaciones.

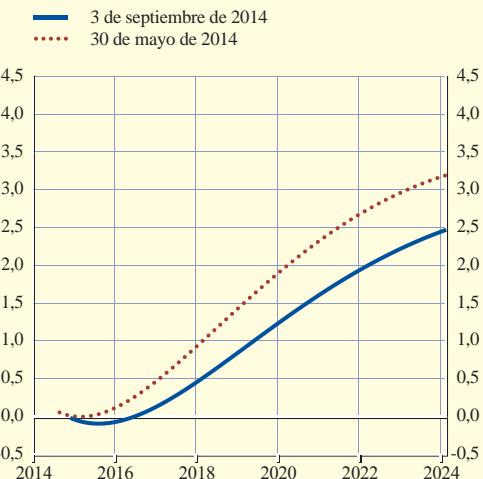
2.5 MERCADOS DE RENTA VARIABLE

Entre finales de mayo y principios de septiembre de 2014, las cotizaciones bursátiles experimentaron cierta volatilidad, influidas por la evolución de las tensiones geopolíticas y por la publicación de datos ligeramente dispares en las distintas áreas económicas consideradas. Las cotizaciones de la zona del euro se redujeron, en general, durante el período analizado, pese a que a finales de julio se inició una recuperación en un contexto de sólidas expectativas de beneficios. En cambio, el repunte de las cotizaciones bursátiles de Estados Unidos, que se produjo en las últimas semanas del período considerado, permitió que se registraran ganancias significativas, respaldadas por las expectativas de una reducción gradual de las compras de activos por parte de la Reserva Federal y por datos positivos sobre empleo y crecimiento.

Durante el período analizado, los precios de las acciones registraron fluctuaciones significativas a ambos lados del Atlántico. No obstante, la intensidad de los movimientos al alza y a la baja fue distinta en cada área, y las variaciones observadas en el período mostraron considerables divergencias (véase

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.

gráfico 26). En la zona del euro, el índice Dow Jones EURO STOXX amplio retrocedió en torno al 2% entre finales de mayo y el 3 de septiembre. En cambio, en Estados Unidos, el índice Standard & Poor's 500 registró un avance de alrededor del 4%. Las cotizaciones bursátiles de Japón, medidas por el índice Nikkei 225, también experimentaron un alza del 7%, aproximadamente, durante el mismo período.

Durante el período considerado, la evolución de los mercados bursátiles de la zona del euro se caracterizó por dos fases muy diferentes. Las cotizaciones de la zona registraron una prolongada tendencia a la baja desde principios de junio, en un contexto de publicación de datos económicos dispares y de crecientes tensiones geopolíticas en Ucrania y en Iraq. La intensificación de las tensiones y los datos más débiles de lo esperado sobre la inflación dieron a conocer a comienzos de julio contribuyeron a la aceleración de la caída de los precios de las acciones en julio y principios de agosto. Posteriormente, cuando las tensiones geopolíticas se relajaron ligeramente y pese a la publicación de datos decepcionantes, especialmente las cifras sobre crecimiento en algunos países y en la zona del euro en su conjunto para el segundo trimestre de 2014, las cotizaciones bursátiles de la zona experimentaron un pronunciado repunte. Con todo, en conjunto, para el 3 de septiembre, la recuperación de las cotizaciones solo había podido compensar parcialmente las pérdidas registradas en la parte anterior del período analizado.

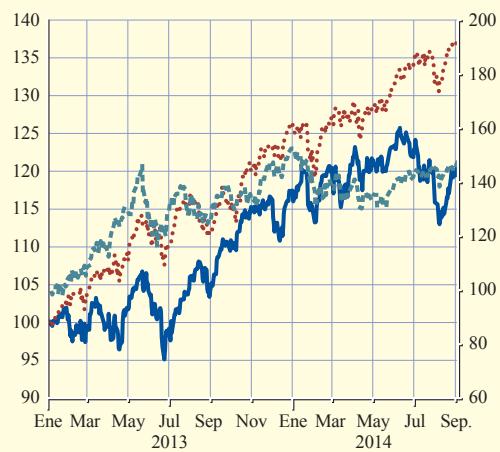
En consonancia con el retroceso del índice general, las cotizaciones bursátiles de la mayoría de los sectores económicos de la zona del euro registraron caídas (véase cuadro 6), correspondiendo los descensos más acusados a los sectores industrial y de telecomunicaciones. En cambio, los sectores de sanidad (+7,4%), tecnológico y de agua, gas y electricidad fueron los únicos que evitaron pérdidas en el período en su conjunto. Las cotizaciones del sector financiero, y más concretamente las del sector bancario, parecieron resistir bien las noticias negativas publicadas sobre la solvencia de entidades concretas durante el período considerado y continuaron beneficiándose de la evaluación de los balances bancarios asociada a la puesta en marcha de la unión bancaria europea. Las cotizaciones de este sector se situaron en torno al -1%, una evolución acorde con la del índice general.

En la primera parte del período analizado, las cotizaciones bursátiles de Estados Unidos parecieron resistir la creciente incertidumbre geopolítica mejor que las de la zona del euro y, aunque registraron cierta volatilidad, básicamente no experimentaron variaciones entre finales de mayo y principios de julio. No obstante, la intensificación de la mencionada incertidumbre a partir de comienzos de julio provocó algunos retrocesos de las cotizaciones hasta principios de agosto. La recuperación observada en agosto y a comienzos de septiembre, respaldada por las expectativas de reducción gradual de las compras de activos por parte de la Reserva Federal, así como por el vigoroso crecimiento y las cifras sobre el mercado de trabajo en Estados Unidos, fue suficientemente fuerte como para contrarrestar

Gráfico 26 Índices bursátiles

(índice: 1 de enero de 2013 = 100; datos diarios)

— Zona del euro
.... Estados Unidos
--- Japón (escala derecha)



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.

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

(porcentajes de los precios a fin de período)

	Euro STOXX	Materias primas	Servicios de consumo	Bienes de consumo	Petróleo y gas	Financiero	Sanidad	Industrial	Tecnología	Telecomunicaciones	Agua, gas, electric.
Participación del sector en la capitalización bursátil											
(datos a fin de período)	100,0	9,9	6,7	16,3	6,7	24,0	5,6	15,0	5,3	4,5	6,3
Variación de los precios (datos a fin de período)											
II 2013	1,1	-2,0	-1,3	-2,2	-4,2	-1,9	-0,7	-2,2	1,0	-1,9	-1,4
III 2013	11,3	6,8	9,6	8,9	12,0	16,7	-3,7	14,5	13,3	19,1	11,1
IV 2013	-10,2	-6,4	-8,8	-8,1	-10,7	-14,3	3,9	-12,7	-11,7	-16,0	-10,0
I 2014	2,9	-1,2	2,1	1,9	5,1	5,0	-1,4	1,9	-0,8	3,0	13,4
II 2014	0,9	3,6	-2,0	2,6	9,1	-3,6	2,8	-0,9	-1,5	6,7	4,6
Jul 2014	-2,7	-1,0	-5,5	-2,7	0,4	-5,5	3,7	-6,1	0,6	2,3	2,4
Ago 2014	-1,6	-1,9	-1,4	-2,8	-2,9	-3,3	7,2	-4,6	6,0	-2,5	4,2
30 may. 2014-3 sep. 2014	-2,9	-4,4	-2,8	-4,9	-3,0	-2,9	6,6	-5,6	3,6	-5,1	0,1

Fuentes: Thomson Reuters y cálculos del BCE.

las pérdidas anteriores y permitió que las cotizaciones experimentaran avances significativos en el período analizado en su conjunto. En términos de evolución relativa por sectores, los precios de las acciones en el mercado estadounidense mostraron un patrón similar a los de la zona del euro. En concreto, los resultados de los sectores de sanidad y tecnológico superaron el índice general, mientras que las cotizaciones del sector de telecomunicaciones fueron las que registraron peores resultados.

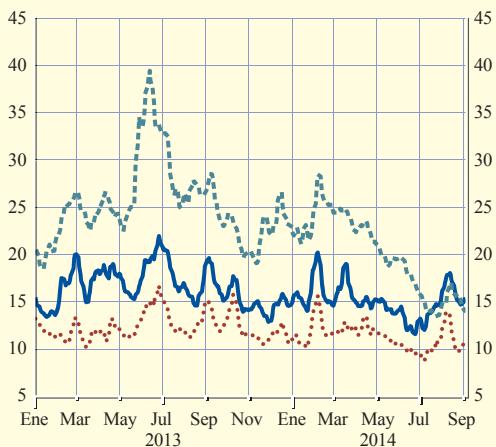
Las cotizaciones bursátiles de Japón registraron los mayores avances de las tres áreas económicas, con una subida de alrededor del 7%. Pese a los datos negativos sobre crecimiento correspondientes al segundo trimestre de 2014, parece que la desaceleración de la actividad económica japonesa se percibió como un episodio muy breve que, junto con las expectativas de los mercados de que el banco central podría prolongar la política de relajación monetaria, respaldó las cotizaciones.

Aunque la incertidumbre de los mercados bursátiles internacionales, medida por la volatilidad implícita, prácticamente no se modificó en el período analizado en su conjunto, mostró algunas fluctuaciones importantes en el verano de 2014 (véase gráfico 27). En concreto, después de permanecer

Gráfico 27 Volatilidad implícita de los mercados de renta variable

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

- Zona del euro
- Estados Unidos
- - - Japón



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.

básicamente estable durante la mayor parte de junio, la volatilidad implícita aumentó gradualmente en la zona del euro y en Estados Unidos en julio, a medida que se incrementaron las tensiones geopolíticas, volviendo a disminuir hacia el final del período considerado. En cambio, en el mercado de renta variable de Japón, la incertidumbre se incrementó un poco más tarde ese mismo mes, lo que puede ayudar a explicar su mejor evolución en comparación con las otras dos áreas económicas.

Con todo, en conjunto, la volatilidad implícita se situaba en torno al 15% y el 10% en la zona del euro y en Estados Unidos, respectivamente, el 3 de septiembre, permaneciendo en niveles relativamente reducidos.

Los datos sobre beneficios de las empresas de los sectores financiero y no financiero de la zona del euro que integran el índice Dow Jones EURO STOXX muestran que la magnitud de la caída de los beneficios reales, calculados para los doce meses anteriores, se redujo a la mitad entre mayo y agosto de 2014, desde alrededor del -6% hasta aproximadamente el -3%. En agosto, los participantes en el mercado esperaban que el beneficio por acción se incremente un 11% en los próximos doce meses, mientras que el crecimiento a largo plazo (cinco años) del beneficio por acción se sitúe en torno al 13% anual (véase gráfico 28).

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

(porcentajes; datos mensuales)

Zona del euro, a corto plazo¹⁾
 Zona del euro, a largo plazo²⁾
 Estados Unidos, a corto plazo¹⁾
 Estados Unidos, a largo plazo²⁾



Fuentes: Thomson Reuters y cálculos del BCE.

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

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

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

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

En el período comprendido entre abril y julio de 2014, el coste real de la financiación de las sociedades no financieras de la zona del euro se redujo ligeramente como consecuencia de un descenso en el coste real tanto de los valores de renta fija como de los préstamos bancarios, que compensó con creces un incremento del coste real de las acciones. Al mismo tiempo, en el segundo trimestre de 2014 los criterios de aprobación del crédito a las sociedades no financieras se relajaron, en términos netos, por primera vez desde el segundo trimestre de 2007. Se estima que el flujo total de financiación externa hacia este sector ha registrado una recuperación en los últimos meses, pese a que sigue siendo débil. Esta mejora refleja a la vez una disminución de las amortizaciones netas de préstamos de las IFM a las sociedades no financieras y un aumento de la emisión neta de valores por parte de las empresas.

CONDICIONES DE FINANCIACIÓN

Entre abril y julio 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 los respectivos saldos vivos, corregido de efectos de valoración, se redujo ligeramente (-4 puntos básicos) y se situó en el 3,5% en julio de 2014 (véase gráfico 29). La evolución del índice general reflejó un incremento

de 14 puntos básicos en el coste real de las acciones y una caída de 27 puntos básicos en el coste real de los valores de renta fija. En ese mismo período, el tipo de interés real de los préstamos bancarios, tanto a corto como a largo plazo, concedidos a las sociedades no financieras se redujo 14 y 19 puntos básicos, respectivamente. Los datos disponibles para agosto de 2014 sugieren que el coste real de las acciones experimentó un incremento adicional, mientras que el coste real de los valores de renta fija disminuyó y registró un nuevo mínimo histórico desde enero de 1999.

Examinando con más detalle los componentes de la financiación externa, se observa que en el período comprendido entre abril y julio de 2014, los tipos de interés nominales que aplican las IFM a los nuevos préstamos concedidos a las sociedades no financieras se redujeron visiblemente en el caso de los préstamos hasta un millón de euros. La caída de los tipos de interés fue ligeramente más pronunciada en el caso de los préstamos a largo plazo (es decir, con un período de fijación del tipo inicial de más de cinco años), que descendieron 22 puntos básicos entre abril y julio de 2014. Al mismo tiempo, 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 descendieron 26 puntos básicos, mientras que los correspondientes a los préstamos de esta cuantía con períodos más largos de fijación del tipo cayeron 6 puntos básicos (véase cuadro 7). Durante el período de referencia, 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 6 puntos básicos en el caso de los préstamos con períodos más cortos de fijación del tipo inicial y se redujo 16 puntos básicos en el caso de los préstamos con período de fijación del tipo inicial de más de cinco años.

Entre abril y julio de 2014, el descenso de los rendimientos de la deuda soberana de la zona del euro ejerció presiones al alza sobre el diferencial entre los tipos de interés de los préstamos bancarios y los tipos de 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 184 puntos básicos en abril a 211 puntos básicos julio. El diferencial entre los tipos de interés de los préstamos a largo plazo de hasta un millón de euros y los tipos de mercado también se incrementó durante este período (+11 puntos básicos). Sin embargo, debido a un menor descenso de los tipos de interés de mercado, el diferencial entre los tipos de interés de los préstamos a corto plazo y el euríbor a tres meses se redujo entre abril y julio de 2014. Más concretamente, el diferencial entre los tipos de interés de los préstamos a corto plazo de más de un millón de euros y el tipo de interés a tres meses del mercado monetario se redujo 13 puntos básicos, mientras que, en el caso de los préstamos hasta un millón de euros, la caída del diferencial fue de 6 puntos básicos.

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

(porcentajes; datos mensuales)

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



Fuentes: BCE, Thomson Reuters, Merrill Lynch y Consensus 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 julio de 2014 ¹⁾		
	II 2013	III 2013	IV 2013	I 2014	Jun 2014	Jul 2014	Abr 2013	Abr 2014	Jun 2014
Tipos de interés aplicados por las IFM									
Descubiertos en cuenta de las sociedades no financieras	3,89	3,26	3,79	3,78	3,71	3,60	-31	-21	-11
Préstamos a las sociedades no financieras hasta un millón de euros									
A tipo flexible y hasta un año de fijación del tipo inicial	3,73	3,76	3,79	3,79	3,59	3,60	-25	-19	1
Más de cinco años de fijación del tipo inicial	3,29	3,26	3,27	3,29	3,11	3,05	-37	-22	-6
Préstamos a las sociedades no financieras de más de un millón de euros									
A tipo flexible y hasta un año de fijación del tipo inicial	2,17	2,15	2,29	2,26	2,09	1,99	-21	-26	-10
Más de cinco años de fijación del tipo inicial	2,93	3,06	2,96	2,98	2,71	2,91	-7	-6	20
Pro memoria									
Tipo de interés a tres meses del mercado monetario	0,22	0,23	0,29	0,31	0,21	0,21	0	-13	0
Rendimiento de la deuda pública a dos años	0,30	0,22	0,25	0,17	0,02	0,01	-3	-15	-1
Rendimiento de la deuda pública a siete años	1,51	1,42	1,58	1,21	0,87	0,80	-15	-33	-7

Fuente: BCE.

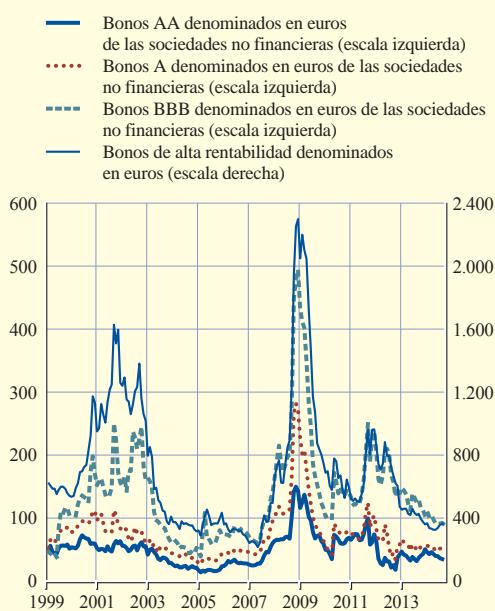
Nota: Los rendimientos de la deuda pública se refieren a los rendimientos de los bonos de la zona del euro basados en los datos del BCE sobre los bonos con calificación AAA (basados en calificaciones crediticias de Fitch), que actualmente incluyen bonos de Alemania, Austria, Finlandia, Francia y Países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

1) Pueden producirse discrepancias, debido al redondeo.

En 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 julio de 2014 correspondiente al segundo trimestre de 2014 mostró que los criterios de concesión de préstamos a las sociedades no financieras se relajaron en términos netos por primera vez desde el segundo trimestre de 2007 (un -3 % de las entidades de crédito indicaron que dichos criterios se habían endurecido en comparación con el 1 % del trimestre anterior). En promedio, tanto las mejoras en el coste de la financiación para las entidades de crédito y la disposición de fondos como las percepciones de riesgo de los bancos contribuyeron a una ligera relajación neta de los criterios de concesión de crédito. La percepción de menor riesgo de crédito de los prestatarios se debió, principalmente, a una mejora en las expectativas de las entidades de crédito respecto a las perspectivas macroeconómicas y de la situación específica de las empresas. Para el tercer trimestre de 2014, las entidades de crédito esperan que continúe la relajación neta de los criterios de aprobación de préstamos a las empresas. Para más información, véase el recuadro

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.

titulado «Resultados de la encuesta sobre préstamos bancarios en la zona del euro correspondiente al segundo trimestre de 2014» en el Boletín Mensual del BCE de agosto de 2014.

En cuanto a las condiciones de financiación en los mercados, en el período comprendido entre abril y julio de 2014, la evolución del coste de los valores de renta fija de las sociedades no financieras varió entre las distintas categorías de calificación de la renta fija privada. Los diferenciales entre la renta fija con calificaciones más altas, como los bonos con calificación AA y los rendimientos de la deuda pública con calificación AAA, se redujeron ligeramente, mientras que, en el caso de los bonos con calificación más baja («de alta rentabilidad»), los diferenciales aumentaron 33 puntos básicos (véase gráfico 30). Los diferenciales de los valores de renta fija privada con calificación intermedia, como los bonos con calificación A, no experimentaron variación durante este período. Los datos más recientes sobre la financiación de mercado indican que los diferenciales de los valores de renta fija con calificación más baja siguieron aumentando en agosto de 2014.

FLUJOS DE FINANCIACIÓN

La tasa de variación interanual de los beneficios por acción de las sociedades cotizadas de la zona del euro fue menos negativa en julio de 2014 que en marzo. Concretamente, la tasa correspondiente a las empresas cotizadas pasó del -9,7% registrado en abril de 2014 al -2,2% de agosto (véase gráfico 31). De cara al futuro, basándose en los indicadores de proveedores de mercado, los participantes en el mercado esperan que los beneficios por acción se sitúen de nuevo en niveles positivos en el cuarto trimestre de este año.

Se estima que el flujo global de financiación externa a las sociedades no financieras se ha recuperado en los últimos meses, tras un período de estabilización que siguió al cuarto trimestre de 2013, cuando el flujo se situó en mínimos históricos. Esta mejora refleja tanto el descenso de las amortizaciones netas de los préstamos concedidos por las IFM a las sociedades no financieras como un incremento de la

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

(tasas de variación interanual; datos mensuales)

— Reales
.... Esperados

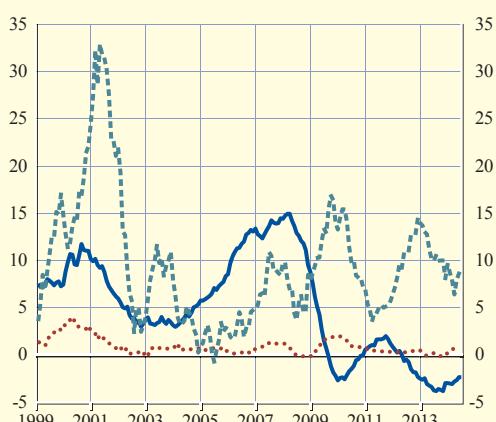


Fuentes: Thomson Reuters y cálculos del BCE.

Gráfico 32 Detalle por instrumentos de la financiación externa de las sociedades no financieras

(tasas de variación interanual)

— Préstamos de las IFM
.... Acciones cotizadas
--- Valores distintos de acciones



Fuente: BCE.

Nota: Las acciones cotizadas están denominadas en euros.

emisión neta de valores por parte de las empresas (véase gráfico 32). No obstante, el nivel de financiación externa de las sociedades no financieras sigue siendo débil, como reflejo de la fragilidad de la economía, las continuas necesidades de desapalancamiento de las empresas en varios países, los máximos alcanzados en la tenencia de efectivo y la persistencia de algunas restricciones de oferta de financiación, sobre todo en el caso de las pequeñas y medianas empresas (pymes).

Ajustada de ventas de préstamos y titulizaciones, la tasa de crecimiento interanual de los préstamos concedidos por las IFM a las sociedades no financieras se situó en el -2,2% a finales del segundo trimestre de 2014, frente al -3,1% del trimestre anterior. En julio de 2014, esta tasa se mantuvo sin cambios en el -2,2%. La tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones emitidos aumentó hasta el 8,6% en el segundo trimestre de 2014, desde el 7,9% registrado en el trimestre precedente., mientras que la tasa de crecimiento de las acciones cotizadas permaneció inalterada en niveles moderados (véase cuadro 8). La sólida emisión neta en curso de valores distintos de acciones por parte de las sociedades no financieras se ha visto favorecida por el considerable apetito de los inversores por el riesgo y el consiguiente bajo rendimiento de los valores de renta fija privada. En general, esta emisión continua compensando la amortización neta de los préstamos concedidos por las entidades de crédito a las empresas. Sin embargo, en términos absolutos, la emisión de valores distintos de acciones sigue concentrada en algunos países, estando limitado el acceso a los mercados de deuda, en la mayoría de los casos, a las grandes empresas con elevada calificación crediticia. Habitualmente, las pymes son demasiado pequeñas para absorber los costes fijos asociados con la emisión de deuda en el mercado financiero. Como resultado, son mucho más dependientes de la financiación bancaria que las grandes empresas y, por lo tanto, se ven afectadas de manera desproporcionada por la actual contracción del crédito bancario.

En el segundo 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 entre uno y cinco años. Si se compara con el trimestre precedente, el ritmo de contracción se moderó en el caso de los préstamos a

Cuadro 8 Financiación de las sociedades no financieras

	Tasas de crecimiento interanual				
	2013 II	2013 III	2013 IV	2014 I	2014 II
Préstamos de IFM	-3,4	-3,6	-3,0	-3,1	-2,3
Hasta un año	-2,1	-3,1	-4,0	-4,9	-2,8
De uno a cinco años	-6,2	-5,6	-5,7	-5,1	-3,3
Más de cinco años	-3,0	-3,2	-1,7	-1,6	-1,8
Valores distintos de acciones	10,2	10,0	8,1	7,9	8,6
A corto plazo	-8,9	0,8	-9,2	-9,0	-11,1
A largo plazo, <i>de los cuales</i> ¹⁾	12,4	10,9	9,7	9,6	10,5
A tipo fijo	13,5	11,0	9,4	9,0	10,3
A tipo variable	4,9	11,0	12,2	14,0	12,0
Acciones cotizadas	0,2	0,1	0,2	0,6	0,6
Pro memoria²⁾					
Total financiación	1,0	0,7	0,7	0,8	-
Préstamos a sociedades no financieras	0,2	-0,7	-1,5	-1,0	-
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.

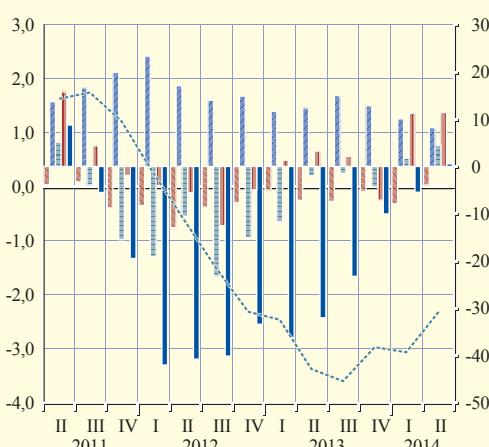
corto plazo, es decir, con período de fijación del tipo inicial hasta un año, mientras que aumentó ligeramente en los préstamos con período de fijación del tipo inicial de entre uno y cinco años. Desde 2007 la emisión de valores distintos de acciones por las sociedades no financieras se ha inclinado hacia instrumentos a más largo plazo. Esta evolución continuó en junio de 2014, cuando el porcentaje de instrumentos representativos de deuda a largo plazo emitidos por las sociedades no financieras se elevó al 93% (desde el 84% en 2007).

Los resultados de la encuesta sobre préstamos bancarios de julio 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) siguió recuperándose en el segundo trimestre de 2014 (4%, frente al 2% del trimestre anterior). Las necesidades de financiación relacionadas con la reestructuración de la deuda, así como con las existencias y el capital circulante fueron el factor que contribuyó más positivamente a la demanda de préstamos por parte de las empresas en ese trimestre. Por primera vez desde el segundo trimestre de 2011, la contribución de la inversión en capital fijo al aumento neto de la demanda, registrado durante el segundo trimestre de 2014, fue ligeramente positiva (véase gráfico 33). Las entidades de crédito de la zona del euro esperan un nuevo incremento neto de la demanda de préstamos a empresas en el tercer trimestre de 2014.

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)

- Inversión en capital fijo (escala derecha)
- Existencias y capital circulante (escala derecha)
- Fusiones, adquisiciones y reestructuraciones de empresas (escala derecha)
- Reestructuración de la deuda (escala derecha)
- Financiación interna (escala derecha)
- Préstamos a sociedades no financieras (escala izquierda)



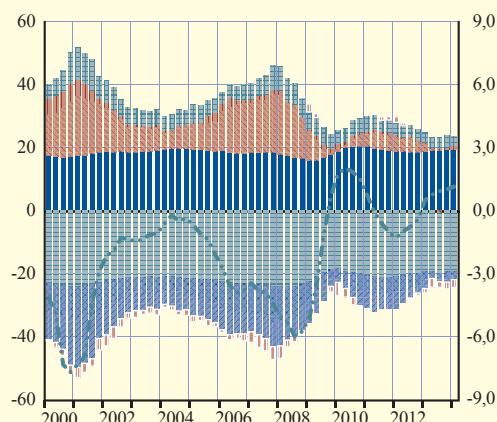
Fuente: BCE.

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)

- Ahorro bruto y transferencias netas de capital
- Emisión de acciones y otras participaciones cotizadas
- Formación bruta de capital
- Adquisiciones netas de acciones y otras participaciones
- Financiación mediante deuda
- Emisión de acciones y otras participaciones no cotizadas
- Adquisiciones netas de activos financieros, excluidas acciones y otras participaciones
- Otros
- Brecha de financiación (escala derecha)



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.

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— se incrementó marginalmente hasta el 1,1% en el segundo trimestre de 2014, desde el 1% del trimestre precedente (véase gráfico 34), como consecuencia del ligero aumento del ahorro bruto y de las transferencias de capital netas, así como del leve descenso de la formación bruta de capital.

Por lo que se refiere al lado del activo, en el primer trimestre de 2014, la tasa de crecimiento interanual de la inversión financiera de las sociedades no financieras se redujo hasta el 1%, desde el 1,4% registrado en el trimestre anterior. Esta reducción se debió a un descenso de la tasa de crecimiento interanual de las acciones y otras participaciones (excluidas las participaciones en los fondos de inversión) y de las participaciones en fondos de inversión, hasta el 0,6% y el -6,2% respectivamente (frente al 1,2% y al -3,3% en el trimestre precedente). La tasa de crecimiento del efectivo y los depósitos y de otros activos financieros, que incluyen préstamos y otras cuentas pendientes de cobro, también se contrajo. En el primer trimestre de 2014, la inversión en valores distintos de acciones (excluidos los derivados financieros) y las reservas técnicas de seguro fueron las dos únicas variables que contribuyeron positivamente a la tasa de crecimiento interanual de la inversión financiera de las sociedades no financieras. El avance fue particularmente pronunciado en el caso de los valores distintos de acciones, cuya tasa de crecimiento interanual aumentó hasta el -3,4%, desde el -12,3% del trimestre anterior. Dado que los valores distintos de acciones y las reservas técnicas de seguro solo representan un 3% del saldo vivo total de activos financieros de las sociedades no financieras, esta positiva evolución se vio contrarrestada con creces por las caídas de las tasas de crecimiento interanual de todas las demás partidas de balance registradas en ese trimestre.

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 primer trimestre de 2014. La ratio de deuda en relación con el PIB siguió disminuyendo, desde el 79,1% en el cuarto trimestre de 2013 hasta el 78,8% en el primer trimestre de 2014. El ritmo de ajuste de los balances de las sociedades no financieras desde los máximos registrados en el punto álgido de la crisis financiera continuó siendo bastante lento, debido en parte a la persistente debilidad de la recuperación económica. En el mismo período, la ratio de deuda sobre activos totales se redujo marginalmente, desde el 25,4% hasta el 25,3% (véase gráfico 35). La sostenibilidad de la deuda de las sociedades no financieras siguió mejorando en el primer trimestre de 2014. La carga bruta por intereses en relación con el excedente bruto de explotación retrocedió hasta situarse en el 11,3%, frente al 11,6% del cuarto trimestre de 2013. En términos netos, la carga por intereses de las sociedades no financieras se contrajo hasta el 4,5% en el primer trimestre de 2014, lo

Gráfico 35 Ratios de deuda del sector de sociedades no financieras

(porcentajes)



Fuentes: BCE, Eurostat y cálculos del BCE.

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

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

2.7 FLUJOS DE FINANCIACIÓN Y POSICIÓN FINANCIERA DEL SECTOR HOGARES

En el segundo trimestre de 2014, las condiciones de financiación de los hogares de la zona del euro estuvieron determinadas por la reducción de los tipos de interés de los préstamos bancarios, en un contexto de persistencia de una heterogeneidad significativa entre los distintos países e instrumentos. La continua moderación de la evolución del endeudamiento de los hogares es el 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 y de tributación, la debilidad de los mercados de la vivienda, la necesidad de corregir excesos del pasado en términos de acumulación de deuda y la incertidumbre existente en torno a las perspectivas económicas. Las estimaciones correspondientes al segundo trimestre de 2014 sugieren que la tasa de crecimiento interanual del total de préstamos concedidos a los hogares retornó a valores positivos en ese trimestre, mientras que se estima que la deuda de los hogares en relación con la renta bruta disponible aumentó ligeramente en el segundo trimestre.

CONDICIONES DE FINANCIACIÓN

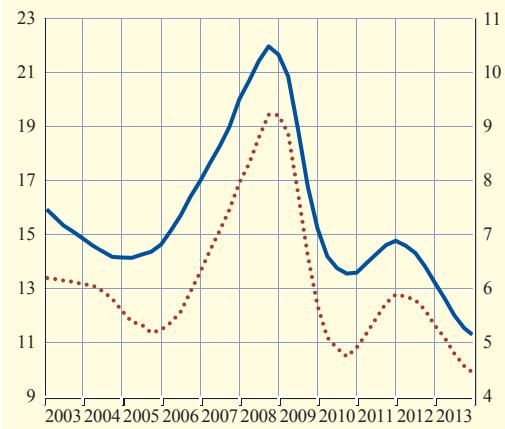
Los costes de financiación de los hogares de la zona del euro descendieron en el segundo trimestre de 2014 y continuaron presentando divergencias en función de la categoría, del plazo del vencimiento y del país de origen del préstamo. Si se consideran los componentes individuales, los tipos de interés de los préstamos para adquisición de vivienda disminuyeron con respecto a los niveles registrados en el primer trimestre (véase gráfico 37). Por lo que respecta al desglose de los costes de financiación de los préstamos hipotecarios según su plazo de vencimiento, los tipos de interés aplicados a los préstamos a corto y a medio plazo (es decir, préstamos a tipo flexible o hasta un año de fijación del tipo inicial y préstamos con periodo de fijación del tipo inicial de más de un año y hasta cinco años) experimentaron una caída de 9 puntos básicos. Los tipos de interés de los préstamos a largo plazo (esto es, 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 13 y 11 puntos básicos, respectivamente, con respecto a los niveles del primer trimestre (véase gráfico 37). En julio de 2014 se observaron nuevos descensos en todos los plazos de vencimiento, registrándose una reducción particularmente pronunciada en el caso de los tipos de los préstamos a largo plazo, que retrocedieron 10 puntos básicos en comparación con el mes anterior.

En cuanto a los nuevos préstamos para consumo, los tipos de interés aplicados a los préstamos a corto plazo (es decir, aquellos con un periodo de fijación del tipo inicial de hasta un año), a los préstamos a medio plazo (esto es, préstamos con periodo de fijación del tipo inicial de más de un año y hasta cinco

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.

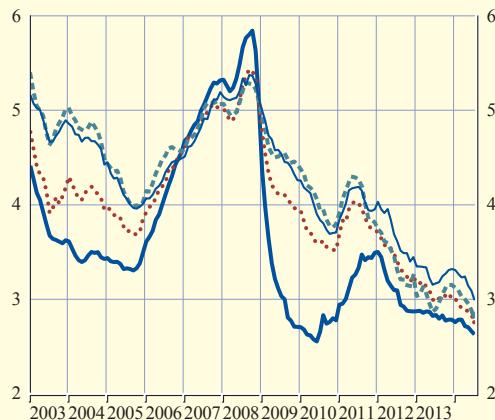
años) y a los préstamos a largo plazo (es decir, aquellos con período de fijación del tipo inicial de más de cinco años) se redujeron en el segundo trimestre. El descenso más pronunciado (una caída de 22 puntos básicos con respecto al trimestre anterior) se observó en el segmento a corto plazo del mercado.

Según los resultados de la encuesta sobre préstamos bancarios en la zona del euro de julio de 2014, las entidades de crédito de la zona participantes en la encuesta indicaron que los criterios de aprobación aplicados a los préstamos para adquisición de vivienda otorgados a los hogares se habían relajado, en términos netos, en el segundo trimestre (el -4 %, porcentaje prácticamente similar al del trimestre anterior). Todos los factores subyacentes contribuyeron a la relajación neta de los criterios de aprobación de los préstamos para adquisición de vivienda. La encuesta sugiere que los criterios aplicados al crédito al consumo y a otros préstamos también se relajaron, en términos netos, en el segundo trimestre (el -2 %, porcentaje básicamente similar al del trimestre precedente). La relajación neta de los criterios señalada para este segmento del mercado de crédito puede atribuirse a la disminución de la percepción de riesgos y de los costes de financiación de las entidades de crédito, así como a las menores restricciones en la disponibilidad de fondos. La competencia también siguió contribuyendo a la relajación neta de los criterios en este segmento del mercado. Para más detalles, véase el recuadro titulado «The results of the euro area bank lending survey for the second quarter of 2014», en el Boletín Mensual de agosto de 2014.

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)

- Tipo flexible y hasta un año de fijación del tipo inicial
- Más de un año y hasta cinco años de fijación del tipo inicial
- - - Más de cinco años y hasta diez años de fijación del tipo inicial
- Más de diez años de fijación del tipo inicial

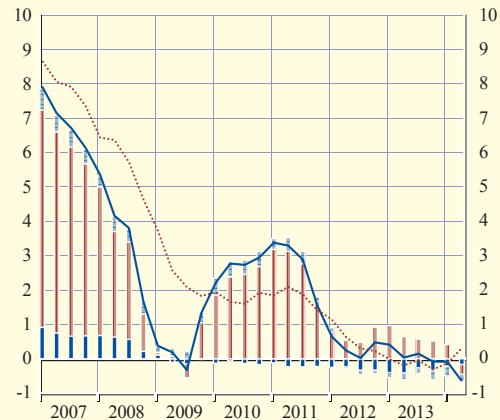


Fuente: BCE.

Gráfico 38 Total de préstamos concedidos a los hogares

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

- Crédito al consumo de IFM
- Préstamos de IFM para adquisición de vivienda
- Otros préstamos de IFM
- Total préstamos de IFM
- Total préstamos



Fuente: BCE.
Notas: El total de préstamos comprende los préstamos a hogares concedidos por todos los sectores institucionales, incluido el resto del mundo. El total de préstamos concedidos a los hogares en el segundo trimestre de 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. Los datos sobre préstamos de las IFM no están ajustados de ventas o titulizaciones. Los datos del último trimestre que figuran en el gráfico se han estimado en parte.

FLUJOS DE FINANCIACIÓN

Tras registrar un mínimo histórico en el trimestre anterior, la tasa de crecimiento interanual del total de préstamos concedidos a los hogares fue algo menos negativa en el primer trimestre de 2014 (el último trimestre para el que se dispone de datos procedentes de las cuentas de la zona del euro) y se situó en el $-0,1\%$, desde el $-0,3\%$ del trimestre precedente. El ligero aumento de la citada tasa en ese trimestre se debió a una contribución menos negativa de los préstamos concedidos por instituciones distintas de IFM, cuya tasa de crecimiento interanual se situó en el $-0,4\%$, frente al $-1,6\%$ del trimestre anterior. Estos préstamos suelen reflejar las ventas y titulizaciones de préstamos, 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). En cambio, la tasa de crecimiento interanual del total de préstamos otorgados por las IFM se mantuvo básicamente sin variación en el $-0,1\%$. Las estimaciones para el segundo trimestre de 2014 sugieren que la tasa de crecimiento interanual del total de préstamos concedidos a los hogares retornó a terreno positivo en ese trimestre (véase gráfico 38). Este fortalecimiento de la evolución de los préstamos obedece fundamentalmente al aumento de la actividad de originación de préstamos a este sector por parte de las IFM en el primer semestre de 2014, en comparación con los niveles observados en 2013.

La tasa de crecimiento interanual de los préstamos concedidos por las IFM a los hogares (ajustados de ventas y titulizaciones) experimentó un aumento marginal y se situó en el $0,5\%$ en el segundo trimestre, desde el $0,4\%$ del primer trimestre, continuando así la moderada tendencia al alza observada desde principios de año. Posteriormente, en julio, se mantuvo sin variación, en el $0,5\%$, pese a registrar otro modesto flujo de entrada. El detalle de los préstamos de las IFM según su finalidad indica que la tasa de crecimiento interanual de los préstamos de este sector para adquisición de vivienda (ajustados de ventas y titulizaciones) pasó a ser negativa y se situó en el $-0,4\%$ en el segundo trimestre, frente al $0,6\%$ del trimestre precedente. Esta evolución reflejó considerables transferencias de préstamos de las IFM al sector de OIF en un país concreto en el segundo trimestre. En julio, la tasa de crecimiento interanual de los préstamos para adquisición de vivienda se incrementó hasta el $-0,1\%$. El crédito para consumo siguió reduciéndose en el segundo trimestre, aunque a un ritmo más lento, situándose la tasa de crecimiento interanual en el $-1,5\%$, desde el $-1,9\%$ del primer trimestre. En julio, esta tasa fue del $-1,7\%$. Los datos sobre operaciones indican que los flujos trimestrales de crédito para consumo siguieron registrando valores ligeramente negativos en el segundo trimestre, con un flujo prácticamente nulo en julio. La tasa de crecimiento interanual de otros préstamos (que incluye los préstamos a empresas sin personalidad jurídica) pasó a ser algo menos negativa y se situó en el $-1,4\%$ en el segundo trimestre, frente al $-1,9\%$ del trimestre precedente. En julio, la tasa de crecimiento interanual de otros préstamos se situó en el $-1,3\%$.

La evolución persistentemente moderada de los préstamos a los hogares refleja varios factores, entre ellos la falta de dinamismo de la renta disponible de este sector, los altos niveles de desempleo y de tributación, la debilidad de los mercados de la vivienda, la necesidad de corregir los excesos del pasado en términos de acumulación de deuda y la incertidumbre existente en torno a las perspectivas económicas. Según los resultados de la Encuesta sobre Préstamos Bancarios en la zona del euro de julio de 2014, la demanda neta de préstamos para adquisición de vivienda y de crédito para consumo se incrementó de nuevo en el segundo trimestre. De cara al futuro, las entidades de crédito esperan un aumento neto continuado de la demanda de todas las categorías de préstamo en el tercer trimestre.

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 $1,5\%$ en el primer trimestre de 2014 (inferior al $1,6\%$ registrado en el trimestre precedente; véase gráfico 39). Esta evolución tuvo su origen en las menores contribuciones de: i) la inversión en acciones y otras participaciones (excluidas participaciones en

Gráfico 39 Inversión financiera de los hogares

(tasas de variación interanual; contribuciones en puntos porcentuales)

- Efectivo y depósitos
- Valores distintos de acciones, excluidos derivados financieros
- Acciones y otras participaciones
- Reservas técnicas de seguro
- Otros¹⁾
- Activos financieros totales



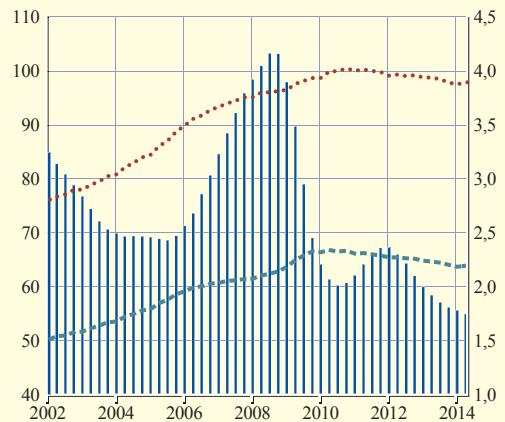
Fuentes: BCE y Eurostat.

1) Incluye préstamos y otras cuentas pendientes de cobro.

Gráfico 40 Endeudamiento y carga por intereses de los hogares

(porcentajes)

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



Fuentes: BCE y Eurostat.

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

fondos de inversión), cuya tasa de crecimiento interanual cayó hasta situarse en el 1,1% en el primer trimestre de 2014, frente al 2% del cuarto trimestre de 2013, y ii) la inversión en participaciones en fondos de inversión, cuya tasa de crecimiento interanual se redujo hasta el 3% en el primer trimestre, frente al 4,4% del trimestre anterior. No obstante, esta evolución oculta el hecho de que las entradas trimestrales en participaciones en fondos de inversión aumentaron con respecto al trimestre precedente, mientras que los flujos trimestrales de acciones cotizadas pasaron a ser positivos. Al mismo tiempo, la tasa de crecimiento interanual de la inversión en efectivo y depósitos cayó hasta el 2,3% en el primer trimestre de 2014, frente al 2,6% del cuarto trimestre de 2013. En cambio, la contribución de la inversión en reservas técnicas de seguro se incrementó levemente y la de los valores distintos de acciones pasó a ser algo menos negativa. En conjunto, el proceso de desapalancamiento en curso, los altos niveles de desempleo y de tributación, y la debilidad del ciclo económico (factores todos ellos 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.

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 97,6% en el primer trimestre de 2014, desde el 97,9% del cuarto trimestre de 2013. La deuda de este sector en relación con el PIB también disminuyó, situándose en

el 63,7% en el primer trimestre, frente al 64,1% del trimestre precedente. De igual modo, la carga por intereses de los hogares se redujo de nuevo y se situó en el 1,78% de la renta total disponible, un mínimo histórico.

Las estimaciones para el segundo trimestre de 2014 indican que la deuda de los hogares aumentó ligeramente (véase gráfico 40). En cambio, se estima que la carga por intereses de este sector disminuyó de nuevo, aunque solo marginalmente, en el segundo trimestre.

3 PRECIOS Y COSTES

Según la estimación preliminar de Eurostat, la inflación interanual medida por el IAPC de la zona del euro se situó en el 0,3% en agosto de 2014, frente al 0,4% de julio. Este descenso refleja, principalmente, la caída de la tasa de variación de los precios de la energía, mientras que el resto de los principales componentes se mantuvo prácticamente sin cambios en términos agregados. Las tasas de inflación han permanecido en niveles bajos durante un período considerable. Las decisiones de política monetaria del 4 de septiembre, junto con otras medidas puestas en marcha, se adoptaron para reforzar el firme anclaje de las expectativas de inflación a medio y largo plazo en niveles compatibles con el objetivo del Consejo de Gobierno de mantener las tasas de inflación por debajo del 2%, aunque próximas a este valor. 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, antes de aumentar gradualmente durante 2015 y 2016.

Las proyecciones macroeconómicas de septiembre de 2014 elaboradas por los expertos del BCE para la zona del euro prevén que la inflación interanual medida por el IAPC se sitúe en el 0,6% en 2014, el 1,1% en 2015 y el 1,4% en 2016. En comparación con las proyecciones macroeconómicas de junio de 2014 elaboradas por los expertos del Eurosistema, la previsión de inflación para 2014 se ha revisado a la baja. Las previsiones para 2015 y 2016 se han mantenido sin variación.

Los riesgos para las perspectivas de evolución de los precios en el medio plazo serán objeto de un estrecho seguimiento, en particular con respecto a las posibles repercusiones de la moderación de la dinámica de crecimiento, los cambios geopolíticos, la evolución de los tipos de cambio y la transmisión de las medidas de política monetaria.

3.1 PRECIOS DE CONSUMO

La tendencia a la baja de la inflación medida por el IAPC de la zona del euro, iniciada a finales de 2011, se ha debido, principalmente, a factores mundiales, como la evolución de los precios de las materias primas y de los tipos de cambio, que incidieron no solo en la tasa de variación de los precios de la energía en particular, sino también en el ritmo de avance de los precios de los alimentos. Desde finales de 2013, la menor contribución tanto de los precios de los alimentos no elaborados como de los precios

Cuadro 9 Evolución de los precios

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

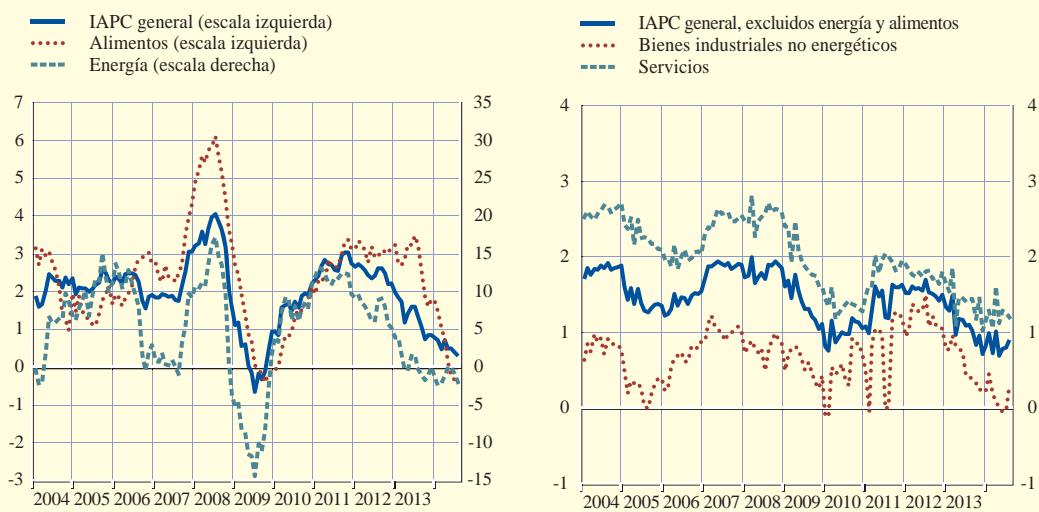
	2012	2013	2014 Mar	2014 Abr	2014 May	2014 Jun	2014 Jul	2014 Ago
IAPC y sus componentes¹								
Índice general	2,5	1,4	0,5	0,7	0,5	0,5	0,4	0,3
Energía	7,6	0,6	-2,1	-1,2	0,0	0,1	-1,0	-2,0
Alimentos	3,1	2,7	1,0	0,7	0,1	-0,2	-0,3	-0,3
Alimentos no elaborados	3,0	3,5	-0,1	-0,7	-2,1	-2,8	-2,6	.
Alimentos elaborados	3,1	2,2	1,7	1,6	1,5	1,4	1,1	.
Bienes industriales no energéticos	1,2	0,6	0,2	0,1	0,0	-0,1	0,0	0,3
Servicios	1,8	1,4	1,1	1,6	1,1	1,3	1,3	1,2
Otros indicadores de precios								
Precios industriales	2,8	-0,2	-1,6	-1,2	-1,0	-0,8	-1,1	.
Precios del petróleo (euros por barril)	86,6	81,7	77,8	78,2	79,4	82,3	79,9	77,6
Precios de las materias primas no energéticas	-5,2	-8,0	-12,4	-7,6	-6,9	-4,2	-4,8	-3,6

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 agosto de 2014 corresponde a la estimación preliminar de Eurostat.

Gráfico 41 Desagregación del IAPC por principales componentes

(tasas de variación interanual; datos mensuales)



Fuente: Eurostat.

de los bienes industriales no energéticos y de los servicios ha añadido una presión adicional a la baja sobre la inflación medida por el IAPC, situándola en niveles inferiores al 1 %.

Si se analizan los datos recientes, la inflación medida por el IAPC se situó, según la estimación preliminar de Eurostat, en el 0,3 % en agosto de 2014, frente al 0,4 % de julio (véase cuadro 9). Al mismo tiempo, la inflación medida por el IAPC, excluidos los alimentos y la energía, fue del 0,9 % en agosto, en comparación con el 0,8 % de julio. Este indicador ha permanecido, en gran medida, estable desde finales de 2013, lo que indica que las menores tasas interanuales de inflación registradas recientemente están relacionadas con los componentes de energía y de alimentos. De hecho, la tasa de variación de los precios de la energía ha sido negativa casi todos los meses de 2014 hasta la fecha y la tasa de crecimiento de los precios de los alimentos lo ha sido desde junio.

Si se examinan en más detalle los principales componentes del IAPC, la estimación preliminar de Eurostat de agosto apunta a una caída de 1 punto porcentual de las tasas de variación interanual de los precios de la energía (-2 % en agosto, frente al -1 % de julio). El grueso de este descenso refleja los menores precios del petróleo en euros.

La tasa de avance interanual de los precios del componente de alimentos, que incluye los precios de los alimentos elaborados y no elaborados, permaneció estable, en el -0,3 %, en agosto. Aunque todavía no se dispone de información oficial sobre el detalle del componente de alimentos para agosto, es probable que los precios de los alimentos no elaborados sean el principal factor determinante de la reducida (y negativa) tasa de variación de los precios de los alimentos. Las tasas de los precios de los alimentos no elaborados pasaron en marzo a ser negativas y lo han seguido siendo desde entonces (-2,6 % en julio). Esto refleja el efecto a la baja sobre el ritmo de crecimiento interanual de los precios de las frutas y de las legumbres y hortalizas asociado a las favorables condiciones meteorológicas de este año en comparación con las condiciones meteorológicas más adversas del año pasado. Por el momento, apenas hay evidencia que permita evaluar, para la zona del euro en su conjunto, si las restricciones a las

importaciones de alimentos por parte de Rusia han provocado un impacto adicional a la baja en la inflación de los precios de los alimentos. La tasa de variación de los precios de los alimentos elaborados también ha descendido en los últimos meses, aunque a un ritmo más lento que la de los precios de los alimentos no elaborados, y se ha situado en el 1,1 % en julio.

Considerados en su conjunto, los dos restantes componentes de la inflación medida por el IAPC, es decir, la inflación de los precios de los bienes industriales no energéticos y la inflación de los precios de los servicios, se han mantenido básicamente estables en los bajos niveles registrados a finales de 2013. El reducido nivel de la tasa de crecimiento de los precios de los bienes industriales no energéticos (que se situó en el 0,3 % en agosto, frente al 0 % de julio) continúa reflejando la debilidad de la demanda de consumo, la baja capacidad de fijación de precios de las empresas y, en general, la contención de la evolución salarial. Además, las pasadas apreciaciones de los tipos de cambio del euro han moderado los costes de los factores para varias partidas de bienes industriales no energéticos. La inflación interanual de los precios de los servicios, el principal componente del IAPC, también se ha mantenido en niveles reducidos (1,2 % en agosto, frente al 1,3 % de julio), principalmente como consecuencia de la debilidad de la demanda interna. Además, algunos factores especiales han contribuido a la reciente volatilidad de los precios de los servicios (relacionados con las fechas de las vacaciones de Semana Santa y el domingo de Pentecostés). Haciendo abstracción de la volatilidad mensual, en 2014 la contribución de los precios de los servicios a la inflación medida por el IAPC ha sido, en promedio, de 0,5 puntos porcentuales, aún muy por debajo de la media de largo plazo desde el inicio de la unión monetaria (0,8 puntos porcentuales).

La inflación medida por el IAPC, excluidos los alimentos y la energía, debería comenzar a subir a medida que prosiga la recuperación económica. En el recuadro 5 se analiza la relación entre las variaciones en el grado de holgura de la economía y las medidas de la inflación subyacente, excluidos los alimentos y la energía.

Recuadro 5

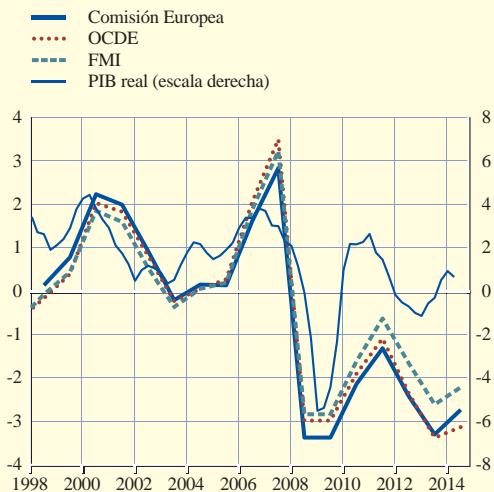
LA SENSIBILIDAD DE LOS COMPONENTES DEL IAPC A VARIACIONES EN EL GRADO DE HOLGURA DE LA ECONOMÍA

La inflación subyacente, medida por las variaciones del índice armonizado de precios de consumo (IAPC), excluidos la energía y los alimentos, ha fluctuado en niveles reducidos desde octubre del año pasado. Al mismo tiempo, se ha iniciado una moderada recuperación de la economía de la zona del euro, y las medidas de la brecha de producción han empezado a reducirse con respecto al elevado grado de holgura económica. Las relaciones históricas sugieren que los puntos de inflexión de la inflación medida por el IAPC, excluidos la energía y los alimentos, siguen a los correspondientes a la brecha de producción con un cierto desfase. No obstante, también sugieren que el punto de inflexión de la inflación podría inicialmente ser incierto, debido a la limitada fortaleza de la correlación entre las dos series.

Dadas estas circunstancias, en este recuadro se analiza la sensibilidad de la inflación subyacente a variaciones en el grado de holgura de la economía en lo que se refiere a las distintas partidas del IAPC, excluidos la energía y los alimentos. Un «subíndice» que incluye componentes del IAPC que han estado estrechamente correlacionados con la brecha de producción en el pasado podría ofrecer señales más claras de un punto de inflexión de la inflación en respuesta a la evolución económica real.

Gráfico A Estimaciones de la brecha de producción de la zona del euro

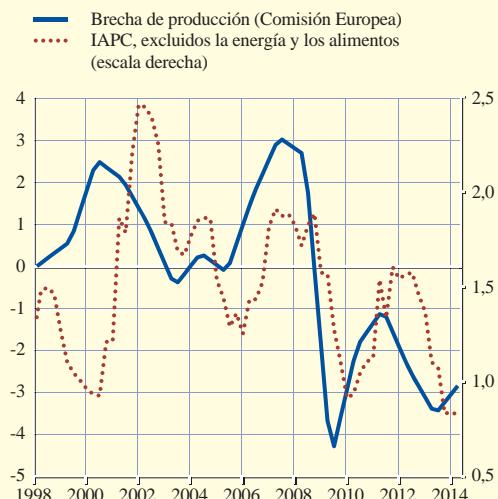
(porcentaje del producto potencial y tasas de variación interanual)



Fuentes: Eurostat, previsiones económicas de la Comisión Europea (primavera de 2014), Perspectivas de la Economía Mundial del FMI (abril de 2014) y Economic Outlook de la OCDE (mayo de 2014).

Gráfico B Brecha de producción e IAPC, excluidos la energía y los alimentos, de la zona del euro

(porcentaje y tasas de variación interanual)



Fuentes: Eurostat y previsiones económicas de la Comisión Europea (primavera de 2014).
Nota: Las observaciones correspondientes a la brecha de producción trimestral se han obtenido interpolando los datos anuales.

La brecha de producción como indicador de la evolución de la inflación subyacente

La brecha de producción indica en qué medida el producto registrado se desvía del producto potencial de la economía. Un estrechamiento de la brecha de producción debería ir asociado a menores presiones a la baja o a mayores presiones al alza sobre los precios en la economía interna y, por lo tanto, sería de esperar que provocara un aumento de la inflación.

Haciendo abstracción de la conocida dificultad de estimar las brechas de producción en tiempo real¹, todas las estimaciones recientes efectuadas por organizaciones internacionales sugieren que la brecha de producción de la zona del euro comenzó a estrecharse en 2013, cuando el crecimiento del PIB real repuntó hasta situarse en niveles superiores a la tasa de crecimiento potencial. Estas estimaciones también indican que este estrechamiento se produjo partiendo de un grado elevado de holgura económica, cercano al 3 % del producto potencial (véase gráfico A).

Como medida de la intensidad de uso de recursos de producción internos, la brecha de producción no siempre es un indicador fiable de la evolución de la inflación medida por el IAPC general, ya que los precios de algunos componentes, como la energía y los alimentos, tienden a verse mucho más afectados por factores externos, como los precios de las materias primas y los tipos de cambio. Al realizar un seguimiento de la relación entre brecha de producción e inflación, la atención se suele centrar en medidas de la inflación subyacente, como el IAPC excluidos la energía y los alimentos². En el caso de la zona del euro, esta relación tiene una correlación máxima de 0,6 (cuando se considera un

¹ Véanse el artículo titulado «Crecimiento del producto potencial y brechas de producción: concepto, utilización y estimación», *Boletín Mensual*, BCE, octubre de 2000 y el recuadro 5, titulado «Slack in the euro area economy», *Boletín Mensual*, BCE, abril de 2014.

² Véase el artículo titulado «The Phillips curve relationship in the euro area», *Boletín Mensual*, BCE, julio de 2014.

desfase de tres trimestres entre las variaciones del IAPC, excluidos la energía y los alimentos, y la brecha de producción). Si se examina concretamente el patrón de desfases y de adelantos durante los puntos de inflexión en el período desde 1998, las variaciones más intensas en la inflación medida por el IAPC, excluidos la energía y los alimentos, se han producido, en promedio, unos cuatro trimestres después de los máximos y mínimos observados en la brecha de producción, pero con diferencias notables de un ciclo a otro (véase gráfico B).

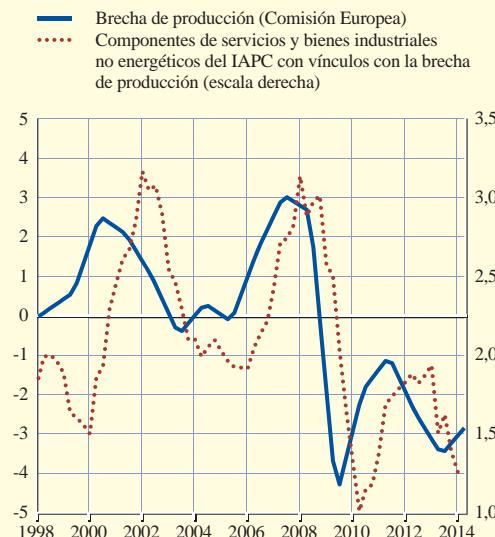
No todas las partidas de las medidas de inflación subyacente son sensibles a la brecha de producción

La inflación medida por el IAPC, excluidos la energía y los alimentos, incluye 33 partidas de bienes industriales no energéticos y 39 partidas de servicios. No es previsible que algunas de ellas reaccionen a la evolución a corto plazo de la actividad económica y, por lo tanto, deberían ser relativamente resistentes a cambios en la brecha de producción. Estas partidas están relacionadas principalmente con el componente de servicios del IAPC e incluyen agua, gas y electricidad, seguros y sanidad. No obstante, hay también algunas partidas, en particular del componente de bienes industriales no energéticos, que reaccionarían normalmente a movimientos de la actividad y de la renta, pero para los que, debido a su elevado contenido en importaciones, esta relación queda difuminada por la influencia de factores internacionales. Importantes ejemplos de estas partidas son productos como ordenadores y algunos otros productos electrónicos.

Un análisis de regresión de cada una de las partidas del IAPC confirma que solo unas pocas de ellas tienen un vínculo positivo y estadísticamente significativo con la brecha de producción³. Más concretamente, solo alrededor de un tercio de las partidas (con una ponderación del 45%) del IAPC, excluidos la energía y los alimentos, presentan este vínculo. Algunos ejemplos notables de bienes industriales no energéticos incluyen muebles, alfombras y aparatos de calefacción, cocina y electrodomésticos, y en el caso de los componentes de servicios, vacaciones organizadas, servicios de restauración y cafetería, y servicios de reparación para hogares. En el caso de algunas partidas, por ejemplo, determinados servicios de transporte, la falta de significatividad estadística podría reflejar una elasticidad relativamente baja de la demanda o factores relacionados con las estructuras de mercado. Los componentes con un vínculo significativo pueden variar o no en función de la especificación de la curva de Phillips, la brecha de producción estimada y el período muestral.

Gráfico C Brecha de producción y sensibilidad del IAPC a la brecha de producción en la zona del euro

(tasas de variación interanual; datos trimestrales)



Fuentes: BCE y previsiones económicas de la Comisión Europea (primavera de 2014).

Nota: Las observaciones trimestrales correspondientes a la brecha de producción trimestral se han obtenido interpolando los datos anuales.

3 Las relaciones de curva de Phillips para cada una de las 72 partidas incluidas en los componentes de bienes industriales no energéticos y de servicios (tasas de inflación intertrimestral) se estimó para el período que comienza en 1998, e incluye en cada caso un término de inflación desfasada y la estimación de la Comisión Europea de la brecha de producción de la zona del euro (desfasada en un trimestre). Este tipo de ecuación se ha utilizado en anteriores análisis de la curva de Phillips (véase nota 2).

El subíndice formado por las partidas del IAPC que son sensibles a la brecha de producción tiene una correlación de 0,9 (con un desfase de cuatro trimestres) con la brecha de producción (véase gráfico C). Este subíndice es más suave que el IAPC, excluidos la energía y los alimentos, lo que hace más fácil determinar los puntos de inflexión. En el período que comienza en 1998, los puntos de inflexión observados en las series de inflación basadas en el subíndice presentaban un desfase de unos cinco trimestres con respecto a los de la brecha de producción. Evidentemente, existen algunas divergencias de un ciclo a otro, como fue el caso del más largo desfase que siguió al máximo alcanzado en 2011 por la brecha de producción, que refleja, en parte, el impacto al alza de los impuestos indirectos en ese momento, que mantuvieron la inflación en un nivel más elevado por un período más prolongado de lo que habría sido acorde con la evolución económica real.

En resumen, suponiendo que se produjo un punto de inflexión en la brecha de producción en los últimos meses de 2013, las regularidades históricas sugerirían un cambio de tendencia de la inflación subyacente más adelante en el año actual, lo que debería poder apreciarse antes en el subíndice de los componentes del IAPC sensibles a la brecha de producción. Tal cambio de tendencia sería coherente con el perfil de inflación de las últimas proyecciones de los expertos del BCE, que contemplan un aumento gradual durante la última parte del año.

3.2 PRECIOS INDUSTRIALES

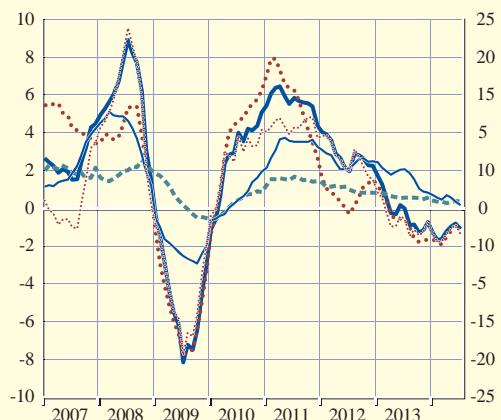
Las tendencias de los precios industriales apuntan a una continuación de la moderación de las presiones latentes. Las bajas presiones inflacionistas reflejan la debilidad de la demanda y una respuesta algo retardada de los precios a incrementos en la utilización de la capacidad productiva, al menos en comparación con los patrones históricos. También reflejan la contenida evolución de los precios de la energía y de las materias primas no energéticas. Por lo que respecta a los datos más recientes, la tasa de variación interanual de los precios industriales (excluida la construcción) siguió fluctuando en territorio negativo (-1,1% en julio, frente al -0,8% de junio). Si también se excluye la energía, el ritmo de variación de los precios industriales permaneció invariable en el -0,1% en julio (véanse cuadro 9 y gráfico 42).

Los datos, tanto cuantitativos como cualitativos, publicados en los últimos meses implican el mantenimiento de unas tímidas presiones inflacionistas latentes sobre el componente de bienes industriales no energéticos del IAPC. La tasa de crecimiento interanual de los precios de producción de los bienes de consumo no alimenticio ha registrado un ligero repunte desde el mínimo del 0,1% registrado en noviembre de 2013 (0,3% en julio de 2014). Los indicadores de opinión relativos a los márgenes de beneficio en el sector de comercio al por menor han fluctuado ligeramente en los últimos meses, confirmando moderadas presiones inflacionistas latentes

Gráfico 42 Desagregación de los precios industriales

(tasas de variación interanual; datos mensuales)

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



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

en las últimas fases de la cadena de precios. En las primeras fases de la cadena de precios, la tasa de variación interanual de los precios de producción de los bienes intermedios aumentó, en general, en 2014, aunque siguió siendo negativa ($-1,9\%$ en marzo, frente al $-0,7\%$ en julio). Es probable que ello refleje las menores presiones a la baja ejercidas por los precios del petróleo en euros y por los precios de las materias primas industriales, pero, dada la caída de estos precios en agosto, es posible que se interrumpa esta tendencia.

En los últimos meses, las presiones latentes sobre el ritmo de avance de los precios de los alimentos se moderaron, en general, tanto en las primeras como en las últimas fases de la cadena de precios. La tasa de variación interanual de los precios de producción de bienes de consumo alimenticio cayó por tercer mes consecutivo y se situó en el $-0,1\%$ en julio. En las primeras fases de la cadena de precios, la tasa de variación interanual de los precios agrícolas en origen de la zona del euro y de los precios internacionales de las materias primas alimenticias en euros ha aumentado recientemente, aunque se mantiene en territorio negativo.

Desde una perspectiva sectorial, la evidencia más reciente basada en encuestas confirma las moderadas presiones inflacionistas latentes observadas en las manufacturas y en los servicios y no sugieren cambios en las perspectivas de una baja inflación en los próximos meses. En cuanto a los datos más recientes, los resultados del índice de directores de compras mostró que los índices de precios de los bienes intermedios en los sectores manufacturero y de servicios disminuyeron en agosto (véase gráfico 43). Durante el mismo período, los índices de precios de venta aumentaron marginalmente en las manufacturas y registraron una leve caída en los servicios. Todos los subíndices continúan fluctuando próximos al umbral de 50, en el caso de las tasas de variación de precios positivas. Además, según la encuesta de la Comisión Europea, las expectativas de precios de venta para el conjunto de la industria (excluida la construcción) registraron un descenso en agosto y las del sector servicios se incrementaron ligeramente. Ambos índices siguen fluctuando en niveles inferiores a sus medias de largo plazo, apuntando así a una continuación de las moderadas presiones inflacionistas.

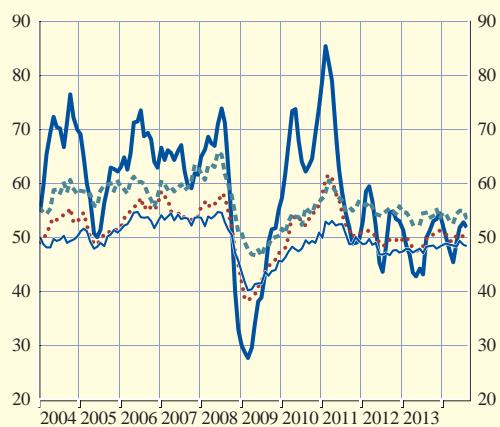
3.3 INDICADORES DE COSTES LABORALES

Los datos sobre costes laborales de los últimos trimestres siguen apuntando a presiones inflacionistas internas moderadas, aunque estables en general (véanse cuadro 10 y gráfico 44). Al mismo tiempo, el patrón de crecimiento salarial en la zona del euro continúa ocultando divergencias sustanciales en la evolución de los salarios entre países.

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

(índices de difusión; datos mensuales)

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



Fuente: Markit.

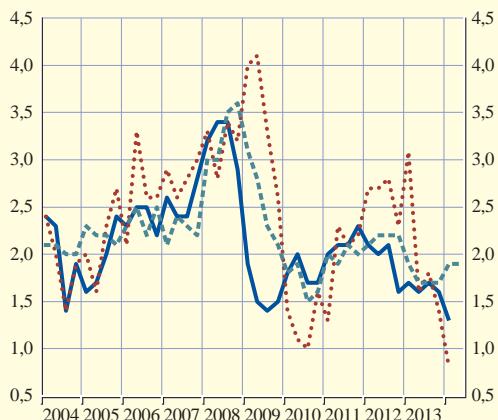
Nota: Un valor del índice superior a 50 indica un aumento de los precios, mientras que un valor inferior a 50 señala una disminución.

Desde el último trimestre de 2012, la tasa de variación interanual de la remuneración por asalariado ha oscilado dentro de un estrecho intervalo (entre el 1,6% y el 1,7%). La ralentización del crecimiento de los salarios en el primer trimestre de 2014, desde el 1,6% hasta el 1,3%, si se mide en términos de la remuneración por asalariado (y desde el 1,4% hasta el 0,8%, si se mide en términos de la remuneración por hora trabajada) se debió, principalmente, a la menor contribución de los servicios no de mercado (véase gráfico 45), donde el perfil de crecimiento refleja los efectos de base asociados a un incremento de las remuneraciones en el sector público de una serie de países de la zona del euro en 2013. Los salarios negociados de la zona del euro crecieron a una tasa interanual del 1,9% en el primer trimestre de 2014 y los datos disponibles indican que también lo harán en el segundo trimestre del año. Haciendo abstracción de algunos efectos distorsionadores en el primer trimestre, la práctica alineación del crecimiento de la remuneración por asalariado y de los salarios negociados en los últimos trimestres sugiere que el crecimiento de la remuneración por asalariado debería repuntar algo en el segundo trimestre.

Gráfico 44 Indicadores de costes laborales

(tasas de variación interanual; datos trimestrales)

- Remuneración por asalariado
- Remuneración por hora trabajada
- - Salarios negociados



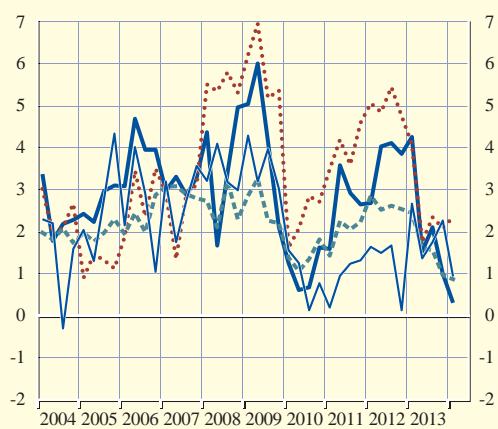
Fuentes: Eurostat, datos nacionales y cálculos del BCE.

Gráfico 45 Evolución de los costes laborales por sectores

(tasas de variación interanual; datos trimestrales)

- Industria, excluida construcción: RPA
- Construcción: RPA
- - Servicios de mercado: RPA
- Servicios no de mercado

- Industria, excluida construcción: RPH
- Construcción: RPH
- - Servicios de mercado: RPH
- Servicios no de mercado, RPH



Fuentes: Eurostat, datos nacionales y cálculos del BCE.

Nota: 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 restante con el total de servicios (secciones G a U de la clasificación NACE Revisión 2).

Cuadro 10 Indicadores de costes laborales

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

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

Fuentes: Eurostat, datos nacionales y cálculos del BCE.

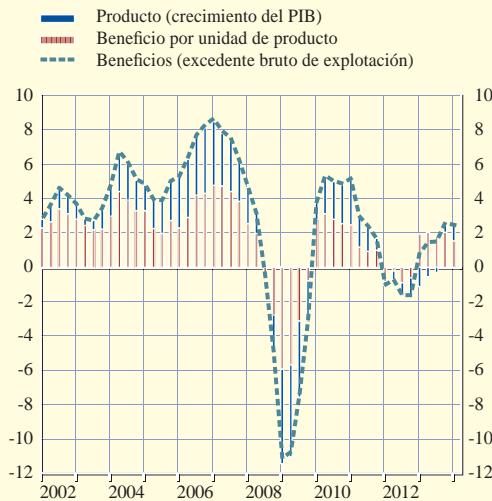
La tasa de crecimiento interanual de los costes laborales unitarios ha descendido en los últimos trimestres principalmente como consecuencia de un crecimiento más acusado de la productividad del trabajo. Los últimos datos indican una caída del 0,5% en el primer trimestre de 2014, debido a la menor tasa de crecimiento de la remuneración por asalariado.

3.4 EVOLUCIÓN DE LOS BENEFICIOS EMPRESARIALES

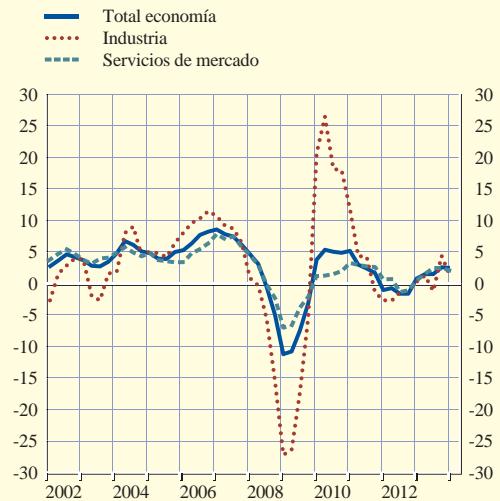
Los beneficios (medidos en términos del excedente bruto de explotación) continuaron recuperándose gradualmente en los últimos trimestres (véase gráfico 46). Más concretamente, desde el mínimo registrado en el cuarto trimestre de 2012, el crecimiento interanual de los beneficios aumentó desde el -1,6%, hasta situarse en el 2,5% en el primer trimestre de 2014. El repunte del crecimiento de los beneficios se vio favorecido tanto por la recuperación del propio producto como por el incremento de los beneficios unitarios (es decir, los beneficios por unidad de producto).

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.

La recuperación del crecimiento de los beneficios a principios de 2014 fue generalizada en todos los sectores. La evolución de los beneficios en la industria estuvo sujeta a una volatilidad más elevada que en el sector de servicios de mercado y también fue, en conjunto, algo más contenida, debido muy probablemente a su mayor sensibilidad a la situación del ciclo económico y, sobre todo, a los cambios en el entorno exterior. Por lo que respecta a los datos más recientes, el crecimiento interanual de los beneficios en la industria descendió hasta el 1,2% en el primer trimestre de este año, tras haber repuntado hasta el 4,4% en el trimestre anterior. El crecimiento de los beneficios en el sector de servicios de mercado fue del 2,1%, tan solo algo menor que en el trimestre precedente.

3.5 PERSPECTIVAS DE INFLACIÓN

Las tasas de inflación han permanecido en niveles bajos durante un período considerable. Las decisiones de política monetaria del 4 de septiembre, junto con otras medidas puestas en marcha, se adoptaron para reforzar el firme anclaje de las expectativas de inflación a medio y largo plazo en niveles compatibles con el objetivo del Consejo de Gobierno de mantener las tasas de inflación por debajo del 2%, aunque próximas a este valor. 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, antes de aumentar gradualmente durante 2015 y 2016.

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 seguirá en niveles negativos o próximos a cero hasta principios de 2015 y que posteriormente aumentará, tan solo de manera moderada, hasta otoño. El repunte de los precios de la energía durante el próximo año se deberá, en gran medida, a la subida prevista de los precios de la electricidad y del gas, compensada en parte por la tendencia a la baja de los combustibles para transporte en el caso de que se materialice el supuesto descenso de los precios del petróleo en euros implícito actualmente en los precios de los mercados de futuros.

La tasa de variación interanual de los precios de los alimentos no elaborados se ha visto considerablemente influída por las condiciones meteorológicas recientes. De cara al futuro, a medida que vaya desapareciendo su efecto, está previsto que vuelva a aumentar y pase a ser positiva a principios de 2015, antes de elevarse hasta niveles próximos al 2% en el plazo de un año. Se prevé que la tasa de crecimiento interanual de los precios de los alimentos elaborados permanezca prácticamente sin cambios hasta el primer trimestre de 2015, antes de registrar un ligero repunte en el segundo y tercer trimestre. El moderado aumento refleja fundamentalmente el supuesto de un alza de los precios de las materias primas alimenticias.

Se espera que el ritmo de avance de los precios de los bienes industriales no energéticos se mantenga en unas tasas ligeramente por encima de cero hasta finales de 2014, antes de repuntar levemente en 2015. La moderada aceleración prevista refleja la mejora esperada del consumo privado y del crecimiento de los salarios, así como la desaparición gradual de los impactos moderadores de los precios de las importaciones.

Las proyecciones indican que la tasa de variación interanual de los precios de los servicios se mantendrá básicamente estable en los próximos meses, antes de aumentar hasta alrededor del 1,5% a finales de 2014. El incremento de esta tasa en el futuro refleja, principalmente, el moderado incremento previsto de la demanda de consumo y las mayores subidas salariales en algunos países.

Las proyecciones macroeconómicas de septiembre de 2014 elaboradas por los expertos del BCE para la zona del euro prevén que la inflación interanual medida por el IAPC se sitúe en el 0,6% en 2014, el 1,1% en 2015 y el 1,4% en 2016. En comparación con las proyecciones macroeconómicas de junio de 2014 elaboradas por los expertos del Eurosistema, la previsión de inflación para 2014 se ha revisado a la baja. Las previsiones para 2015 y 2016 se han mantenido sin variación.

Los riesgos para las perspectivas de evolución de los precios en el medio plazo serán objeto de un estrecho seguimiento, en particular con respecto a las posibles repercusiones de la moderación de la dinámica de crecimiento, los cambios geopolíticos, la evolución de los tipos de cambio y la transmisión de las medidas de política monetaria.

4 PRODUCTO, DEMANDA Y MERCADO DE TRABAJO

Tras cuatro trimestres de expansión moderada, en el segundo trimestre de este año el PIB real de la zona del euro se mantuvo sin cambios con respecto al trimestre anterior. Aunque este resultado se debió, en parte, a factores extraordinarios, fue más débil de lo esperado. En lo que se refiere al tercer trimestre, los datos de las encuestas disponibles hasta agosto indican una pérdida de dinamismo del crecimiento de carácter cíclico, al tiempo que se mantienen acordes con una expansión moderada. El abanico de medidas de política monetaria, las mejoras en curso en las condiciones de financiación, los progresos realizados en materia de consolidación fiscal y de reformas estructurales, así como unos precios de la energía más bajos que sostienen la renta real disponible, deberían respaldar la demanda interna. Además, la demanda de exportaciones debería verse favorecida por la recuperación mundial. Asimismo, es probable que el elevado desempleo, la considerable capacidad productiva sin utilizar, el sostenido crecimiento negativo de los préstamos otorgados por las IFM al sector privado y los necesarios ajustes de los balances en los sectores público y privado sigan frenando la recuperación.

Todo lo anterior se refleja en las proyecciones macroeconómicas de septiembre de 2014 elaboradas por los expertos del BCE para la zona del euro, que prevén que el PIB real aumente un 0,9% en 2014, un 1,6% en 2015 y un 1,9% en 2016. Si se comparan con las proyecciones macroeconómicas de junio de 2014 elaboradas por los expertos del Eurosistema, las previsiones de crecimiento del PIB real se han revisado a la baja tanto para 2014 como para 2015 y al alza para 2016. Los riesgos en torno a las perspectivas económicas de la zona del euro siguen siendo a la baja.

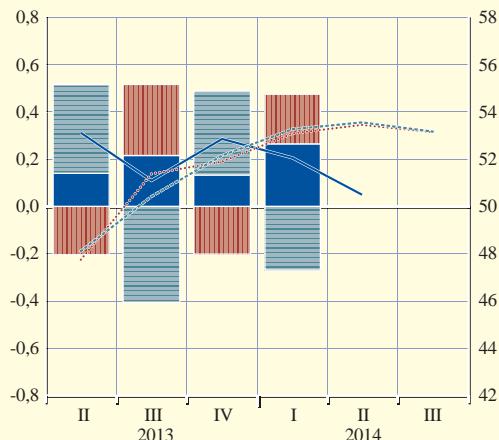
4.1 PIB REAL Y COMPONENTES DE LA DEMANDA

Según la estimación preliminar de Eurostat, el PIB real mostró un crecimiento nulo, en términos intertrimestrales, en el segundo trimestre de 2014 (véase gráfico 48), tras cuatro trimestres consecutivos de crecimiento positivo del producto. Aunque en la fecha de cierre del presente Boletín Mensual no se disponía de una desagregación del gasto, los datos correspondientes a los países y los indicadores de corto plazo disponibles sugieren que las contribuciones positivas de la demanda interna y de la demanda exterior neta al crecimiento se vieron contrarrestadas por una aportación negativa de la variación de existencias. Aunque el resultado para el segundo trimestre fue decepcionante, parece que parte de la debilidad fue reflejo de factores técnicos transitorios relacionados con la suavidad del invierno y con el número de puentes, lo que podría explicar en cierta medida por qué los resultados de las encuestas no captaron plenamente el descenso. Sin embargo, parece también que en algunos países de la zona del euro se ha observado una reducción de carácter cíclico. Entre los principales países de la zona, el PIB real disminuyó en el segundo trimestre en Alemania y en Italia, se mantuvo sin cambios en Francia, y se incrementó en España y en los Países Bajos.

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)

- Demanda interna, excluidas las existencias (escala izquierda)
- Variación de existencias (escala izquierda)
- Demanda exterior neta (escala izquierda)
- Crecimiento del PIB total (escala izquierda)
- PMI compuesto de producción (escala derecha)
- Indicador de sentimiento económico¹⁾ (escala derecha)



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

Nota: La última observación para el crecimiento del PIB total se refiere a la estimación preliminar de Eurostat.

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.

Aunque los resultados de las encuestas han tendido a estabilizarse y a caer ligeramente en los últimos meses, siguen siendo compatibles con un crecimiento moderado en el tercer trimestre de 2014. Aunque, en el promedio de julio y agosto, tanto el índice de sentimiento económico de la Comisión Europea como el índice compuesto de producción PMI se mantuvieron ligeramente por debajo de los resultados respectivos correspondientes al segundo trimestre de este año, siguieron estando por encima de sus medias de largo plazo.

Desde la perspectiva de un período algo más largo, la confianza empresarial y de los consumidores ha aumentando, la incertidumbre macroeconómica ha disminuido, las condiciones de financiación han mejorado y el crecimiento de la renta real se ha incrementado. La recuperación económica en curso se ha beneficiado, asimismo, de la orientación acomodaticia de la política monetaria y de los progresos realizados hasta la fecha en materia de consolidación fiscal y de reformas estructurales. Pese a que en el segundo trimestre el crecimiento fue ligeramente menor de lo esperado, los indicadores económicos más recientes apuntan al mantenimiento de la moderada recuperación en curso. Se espera que esta recuperación se fortalezca gradualmente en los próximos años (véase el artículo titulado «Proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE para la zona del euro»).

CONSUMO PRIVADO

El consumo privado se incrementó un 0,2 % en el primer trimestre de 2014, por cuarto trimestre consecutivo. Este avance fue consecuencia del alza registrada en el consumo de bienes al por menor, que se vio contrarrestada en parte por el descenso observado en las adquisiciones de automóviles. Al mismo tiempo, el consumo de servicios fue prácticamente neutral. La evolución reciente de los indicadores de corto plazo y de las encuestas apunta, en general, a una persistencia del positivo crecimiento del gasto de los hogares en el segundo y tercer trimestre de este año.

Si se considera un período más largo, la mejora 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 período prolongado se ha visto afectada negativamente por la caída del empleo, está viéndose favorecida de forma creciente por la estabilización y la ligera mejora observada en los mercados de trabajo, así como 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. Más recientemente, en el primer trimestre de 2014, el crecimiento de la renta nominal de los hogares se desaceleró, a pesar de la contribución positiva y estable de la remuneración de los asalariados, de determinados aumentos en la aportación de la renta de los trabajadores autónomos y de una contribución menos negativa de los impuestos directos. La desaceleración se debió a las aportaciones negativas de las rentas de la propiedad netas y —por primera vez desde finales de 2011— de las prestaciones sociales netas. En un contexto de debilidad de la dinámica de los precios, el crecimiento de la renta real siguió siendo positivo en el primer trimestre del 2014, pero también registró una reducción. Al recuperarse el consumo nominal y superar la renta, la tasa de ahorro de los hogares disminuyó de nuevo en el primer trimestre, hasta situarse próxima a mínimos históricos.

Por lo que respecta a la dinámica a corto plazo en el segundo y tercer trimestre de 2014, los indicadores tanto cuantitativos como cualitativos sugieren, en general, el mantenimiento de un crecimiento moderado del gasto en consumo. Las ventas del comercio al por menor se incrementaron de nuevo un 0,3 %, en tasa intertrimestral, en el segundo trimestre, y se redujeron un 0,4 %, en tasa intermensual, en julio, hasta situarse un 0,2 % por debajo del nivel observado en el segundo trimestre. Además, al mismo tiempo, el PMI del comercio al por menor se elevó, alcanzando niveles compatibles con el crecimiento, antes de volver a caer en julio. Esta evolución representa, en general, una mejora con

respecto al primer trimestre, cuando el índice mostraba una lenta contracción de las ventas. En el segundo trimestre y en julio y en agosto, el indicador de confianza del comercio al por menor de la Comisión Europea permaneció en niveles prácticamente similares a los del primer trimestre, y por encima de su media de largo plazo. Además, las matriculaciones de automóviles registraron un avance cercano al 2%, en tasa intertrimestral, en el segundo trimestre. Esta variable también experimentó un aumento intermensual en junio, provocando con ello un efecto arrastre positivo en el tercer trimestre. Sin embargo, las encuestas indican que probablemente las adquisiciones de automóviles y de otros bienes duraderos mantengan su debilidad en el futuro próximo. Por ejemplo, aunque el indicador de la Comisión Europea sobre grandes compras esperadas ha mejorado ligeramente, continúa situándose en niveles muy inferiores a los correspondientes a su media de largo plazo. No obstante, conviene ser cautos a la hora de interpretar la evolución de este indicador, pues parece que su capacidad para explicar el consumo de bienes duraderos ha disminuido desde el inicio de la crisis. Finalmente, la confianza de los consumidores de la zona del euro, que ofrece una guía razonablemente buena de la evolución tendencial del gasto de los hogares, descendió nuevamente en julio y en agosto. El índice se situó, en promedio, por debajo del valor del segundo trimestre, pero por encima de su nivel medio en el primer trimestre. Así pues, la evolución más reciente apunta a una estabilización del reciente fortalecimiento de la dinámica subyacente del consumo (véase gráfico 49). La caída de la confianza de los consumidores que se ha observado en los tres últimos meses refleja la valoración de los hogares de la situación económica general y del desempleo. La valoración relacionada con la situación financiera y con el ahorro futuro se ha mantenido prácticamente estable. La evolución en los distintos países ha sido bastante dispar durante los últimos meses. Sin embargo, todos los países más grandes de la zona del euro han experimentado un descenso en la confianza de los consumidores, excepto España donde la confianza apenas ha sufrido cambios.

INVERSIÓN

La recuperación de la formación bruta de capital fijo parece haber perdido cierto impulso. La inversión total aumentó solo un 0,2%, en tasa intertrimestral, en el primer trimestre de 2014. En el segundo trimestre, la debilidad de dicha inversión se reflejó en una caída tanto de los bienes de equipo como de la producción de la construcción. Como resultado, en el primer semestre de 2014, la inversión en relación con el PIB se mantuvo prácticamente inalterada, en un nivel notablemente inferior al registrado antes de la crisis.

El detalle de la inversión en el primer trimestre de este año muestra que la inversión, excluida la construcción, que representa la mitad de la inversión total, cayó un 0,2%, en tasa intertrimestral. Esta caída oculta una evolución divergente en los países más grandes de la zona del euro, de modo que esta variable aumentó en Alemania y en los Países Bajos, pero se redujo en Francia, Italia y España. Es probable que

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.

la inversión, excluida la construcción, haya sido débil en el segundo trimestre, en línea con la contracción intertrimestral de la producción de bienes de equipo y con la menor utilización de la capacidad productiva en el sector manufacturero. Por otra parte, la inversión en construcción creció un 0,5 %, en tasa intertrimestral, en el primer trimestre de 2014, sostenida por las favorables condiciones meteorológicas en varios países de la zona del euro. Este crecimiento es plenamente atribuible a una subida intertrimestral de un 1 % de la inversión en vivienda. Por lo que respecta al segundo trimestre, todos los indicadores apuntan a una desaceleración —o incluso a un nuevo descenso— de la inversión en construcción, como consecuencia, en parte, de: i) una corrección posterior a la actividad inesperadamente intensa observada en el primer trimestre; ii) una reducción de la obra civil, y iii) el efecto de factores de largo plazo, como el prolongado ajuste registrado en algunos mercados de la vivienda de la zona y la continuación de una débil demanda en el sector de la construcción.

En cuanto al segundo semestre de 2014, los indicadores disponibles señalan una moderada recuperación de la inversión, excluida la construcción. Según la encuesta sobre préstamos bancarios de la zona del euro, estas perspectivas se ven confirmadas por una situación financiera algo más favorable, atribuible al aumento de los beneficios empresariales, a los bajos tipos de interés y a una nueva relajación de las condiciones de financiación para fines de inversión. El PMI del sector manufacturero y el indicador de confianza de la Comisión Europea para el sector de bienes de equipo, ambos disponibles hasta agosto, han descendido con respecto al primer semestre del año, pero aún registran niveles compatibles con el crecimiento. Se prevé que la recuperación de la inversión sea débil, como consecuencia del sostenido desapalancamiento observado en las empresas y de la capacidad productiva sin utilizar que aún existe. Esto último se refleja, por ejemplo en la encuesta trimestral de la Comisión Europea sobre la tasa de utilización de la capacidad productiva en las manufacturas, que en el tercer trimestre de 2014 se mantuvo por debajo de su media de largo plazo. Ahora la falta de equipo no parece ser el problema que era, en general, en el pasado, lo que indica una menor necesidad de ampliar la inversión. El indicador de confianza de la construcción, que aumentó en julio debido a los nuevos pedidos y al empleo en la construcción, descendió de nuevo en agosto y se sigue situando considerablemente por debajo de su media histórica. El índice PMI de nuevos pedidos de la construcción disminuyó adicionalmente en julio hasta 38, mientras que el índice PMI de actividad inmobiliaria y el índice de producción de la construcción registraron un ligero avance, permaneciendo, sin embargo, por debajo de 50, el umbral teórico de expansión. En el segundo semestre de 2014 se esperan leves mejoras intertrimestrales en la inversión en construcción, como consecuencia de incrementos en la renta real disponible de los hogares y de la relajación de las condiciones de financiación.

Las perspectivas relativas a la inversión total son de una recuperación sostenida, debida a la mejora progresiva de la demanda, de los beneficios y de la renta de los hogares, así como a mejores condiciones de financiación y a una reducción de la consolidación fiscal. Se prevé que la inversión sea más moderada en 2014, ya que se ha visto afectada negativamente por la debilidad observada en el primer semestre del año, por la previsión de una demanda más contenida y por una mayor incertidumbre. La intensificación de las tensiones geopolíticas constituye un riesgo a la baja para las perspectivas de inversión, mientras que el recurso generalizado a las TLTRO podría estimular la inversión a través de un aumento del crédito.

CONSUMO PÚBLICO

Se espera que el crecimiento del consumo público en términos reales haya disminuido en el segundo trimestre de 2014, tras un incremento intertrimestral del 0,7 % en el primero. Si se consideran las tendencias subyacentes de sus principales componentes, la remuneración de los empleados públicos, que representa casi la mitad del consumo público total, solo parece haber seguido aumentando marginalmente.

Además, la tasa de crecimiento de las transferencias sociales en especie, que incluyen partidas como el gasto en sanidad, parece haberse estabilizado en los últimos trimestres. No obstante, el gasto en consumo intermedio, que supone ligeramente menos de un tercio del consumo público total, continuó siendo bastante volátil, con signos de descenso en el segundo trimestre. De cara al futuro, la contribución del consumo público a la demanda interna se prevé que mejore solo marginalmente 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. Los últimos datos confirman una falta de dirección clara en la contribución de la variación de existencias al crecimiento del PIB en el último año aproximadamente. Las encuestas más recientes de la Comisión Europea (disponibles hasta agosto) indican que, en las manufacturas (productos terminados) y en el comercio al por menor, las empresas consideran que las existencias son bastante reducidas en el segundo y tercer trimestre, a pesar de los avances registrados a lo largo de 2014 (véase el gráfico 50, panel a). Así pues, es probable que se produzca una reposición de existencias moderada o neutral a medida que se recupere la economía. Además, los últimos datos de la encuesta PMI (disponibles hasta agosto), en particular en relación con las variaciones en los productos intermedios y terminados de las manufacturas, sugieren que la contribución de las existencias al crecimiento del PIB podría ser prácticamente neutral en el segundo y tercer trimestre (véase gráfico 50, panel b).

Gráfico 50 Existencias de la zona del euro

a) Percepción de los niveles de existencias

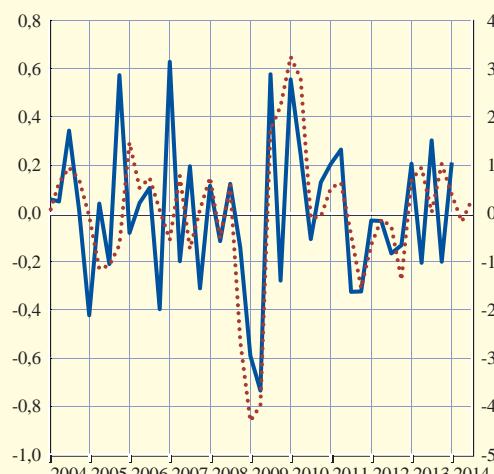
(saldo neto; datos desestacionalizados y no ajustados por días laborables)



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

(variación de los índices de difusión; puntos porcentuales)

— Cuentas nacionales (escala izquierda)
···· Variación del PMI (escala derecha)



Fuentes: Encuestas de opinión de la Comisión Europea.

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.

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 0,2%, en tasa intertrimestral (véase gráfico 51), como consecuencia de la fortaleza de las exportaciones a Estados Unidos, Japón y China. Al mismo tiempo, las exportaciones a países europeos no pertenecientes a la zona del euro y a América Latina se redujeron.

Las importaciones de la zona del euro experimentaron un incremento relativamente marcado (del 0,8%) en el primer trimestre, principalmente como resultado de las importaciones de China. Como el crecimiento de las importaciones fue mayor que el de las exportaciones, las contribuciones de la demanda exterior neta al crecimiento del PIB pasaron a ser negativas en el primer trimestre (-0,3 puntos porcentuales).

Los indicadores de opinión disponibles apuntan a una mejora de las exportaciones de la zona del euro en el segundo y tercer trimestre de este año. El PMI de nuevos pedidos exteriores se deterioró, en promedio, en el segundo trimestre, pero se mantuvo por encima de 50, el umbral de expansión, y de su media de largo plazo. El descenso general continuó en el tercer trimestre: tras un pequeño aumento, desde 52,4 en junio hasta 52,6 en julio, el índice cayó en agosto hasta 51,7. Mientras tanto, el indicador de la Comisión Europea relativo a la cartera de pedidos exteriores se redujo en el segundo trimestre, hasta un nivel que estaba aún por encima de su media de largo plazo, y mejoró nuevamente en julio y en agosto. Ambos indicadores se sitúan en niveles compatibles con un crecimiento moderado de las exportaciones a corto plazo, que también se ve respaldado por el sostenido impulso positivo de la actividad mundial. 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 gradual de la demanda interna. En general, esta evolución apunta a contribuciones básicamente neutrales de la demanda exterior neta al crecimiento intertrimestral del PIB en el futuro próximo.

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 los distintos sectores. El valor añadido real de los servicios alcanzó un máximo histórico en el primer trimestre de 2014, mientras que el valor añadido de la construcción se situó en torno a tres cuartos de su máximo anterior, registrado 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 disponibles sugieren que el valor añadido total apenas varió en el segundo trimestre de 2014 y que su crecimiento podría reanudarse en el tercer trimestre.

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

(tasas de variación intertrimestral; puntos porcentuales)

■ Demanda exterior neta (escala derecha)
..... Exportaciones (escala izquierda)
---- Importaciones (escala izquierda)



Fuentes: Eurostat y BCE.

INDUSTRIA, EXCLUIDA LA CONSTRUCCIÓN

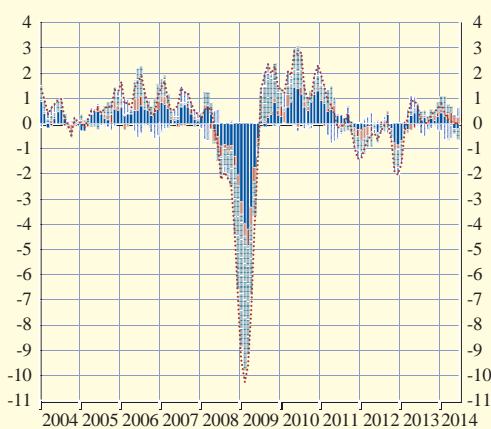
El valor añadido de la industria, excluida la construcción, se contrajo un 2%, en tasa intertrimestral, en el primer trimestre de 2014. En cambio, la producción aumentó de forma moderada en el primer trimestre, y su crecimiento intertrimestral fue nulo en el segundo trimestre (véase gráfico 52). En este último trimestre, la producción de bienes de consumo no duradero se elevó, en tasa intertrimestral, mientras que la de los bienes de equipo, bienes intermedios y bienes de consumo duradero se redujo. La producción de energía se incrementó considerablemente tras la caída anterior, que fue atribuible a las suaves temperaturas del invierno en algunas zonas de Europa. Los resultados de las encuestas PMI y de la Comisión Europa apuntan a mayores niveles de actividad en el segundo trimestre. Estas señales incluían unas condiciones de demanda ligeramente mejores que en el primer trimestre, como indicaban las encuestas de opinión de la Comisión Europea.

De cara al futuro, los indicadores de corto plazo se han deteriorado, señalando, en líneas generales, solo una expansión moderada de la actividad industrial en el tercer 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 que el total de nuevos pedidos, pasó a ser negativo en tasa intertrimestral en el segundo trimestre de 2014, situándose en el -0,2%. Los datos de las encuestas de opinión de la Comisión Europea indican que el nivel de las órdenes de pedidos, que ha venido aumentando desde comienzos de 2013, empeoró marginalmente en julio y agosto de 2014 en relación con el segundo trimestre. Además, en el mismo período, los índices PMI de producción de las manufacturas y de nuevos pedidos cayeron por debajo de los niveles registrados en el segundo trimestre, aunque seguían por

Gráfico 52 Crecimiento de la producción industrial y contribuciones

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

- Bienes de equipo
- Bienes de consumo
- Bienes intermedios
- Energía
- Total, excluida la construcción



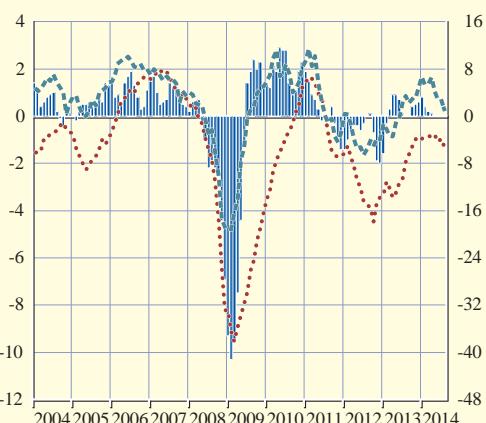
Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

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)

- Producción industrial¹⁾ (escala izquierda)
- Confianza industrial²⁾ (escala derecha)
- PMI de producción de las manufacturas³⁾ (escala derecha)



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.

encima de 50, el umbral teórico de expansión (véase gráfico 53). Asimismo, el indicador de confianza industrial de la Comisión Europea también registró un valor ligeramente inferior a la media correspondiente al segundo trimestre.

CONSTRUCCIÓN

Continuando la tendencia positiva que se inició a mediados de 2013, el valor añadido de la construcción se incrementó un 0,4%, en tasa intertrimestral, en el primer trimestre de 2014. Este incremento está en línea con el sólido avance intertrimestral de la producción de la construcción, que aumentó un 1,6%, impulsada por las condiciones meteorológicas tan suaves observadas en varios países de la zona del euro. En el segundo trimestre del presente año, el índice de producción de la construcción registró un descenso de un 0,6%, en tasa intertrimestral, y todos los demás indicadores de corto plazo también se deterioraron significativamente con respecto a sus resultados para el primer trimestre, lo que apunta a una evolución general más débil durante el segundo trimestre. Por ejemplo, los indicadores PMI de producción de la construcción y de nuevos pedidos siguieron mostrando niveles inferiores a 50, lo que indica una contracción de la actividad. En el segundo semestre del año, cabe esperar un ligero incremento de la actividad constructora, como consecuencia de la mejora de la renta de los hogares y de las condiciones de financiación. No obstante, estas mejoras seguirán siendo moderadas, dado que, en julio, los indicadores PMI se mantuvieron en niveles muy inferiores a 50. Además, aunque los indicadores de confianza de la construcción y de nuevos pedidos de la Comisión Europea mejoraron ligeramente en julio, en comparación con los valores registrados en el segundo trimestre, retrocedieron de nuevo en agosto, y permanecieron significativamente por debajo de sus respectivas medias históricas.

SERVICIOS

El valor añadido de los servicios creció un 0,2% en el primer trimestre, por cuarto trimestre consecutivo. Este crecimiento fue generalizado en todos los subsectores, excepto en la actividad inmobiliaria, que registró un descenso. Las contribuciones más positivas procedieron de los servicios de mercado, en concreto, del comercio, transporte, alojamiento y alimentación, así como de los servicios financieros y de seguros. El nivel de actividad, medido por el valor añadido real, se situó un 5% por encima del nivel anterior a la crisis en el caso de los servicios no de mercado (que incluyen la administración pública, la educación, la sanidad y los servicios sociales) y próximo a su máximo anterior en el caso de los servicios de mercado. Las encuestas apuntan a un nuevo avance del valor añadido de los servicios en el segundo trimestre de este año. El índice PMI de actividad comercial del sector servicios siguió aumentando, hasta alcanzar el nivel más elevado desde el segundo trimestre de 2011. Del mismo modo, el indicador de confianza de los servicios de la Comisión Europea también registró una mejora y se situó en niveles que no se habían observado desde el verano de 2011.

De cara al futuro, se espera que la recuperación del sector servicios continúe en el tercer trimestre. En el período de tres meses hasta julio no se observaron restricciones de demanda específicas; al menos, y a pesar de un ligero deterioro, la proporción de empresas de servicios que informaron de que la demanda insuficiente constitúa una limitación para su actividad se mantuvo próxima a su media de largo plazo. Las restricciones financieras siguieron reduciéndose, si bien continuaron siendo una limitación importante para las empresas de servicios. Además, sobre la base de los indicadores de opinión disponibles para los dos primeros meses del tercer trimestre, se prevé que el valor añadido de los servicios continúe su tendencia expansionista. El índice PMI de actividad comercial del sector servicios mejoró aún más en los dos primeros meses del tercer trimestre, y su nivel de 53,9 muestra el sólido crecimiento de la actividad en este sector. Al mismo tiempo, el indicador de confianza de los servicios de la Comisión Europea se situó ligeramente por debajo del nivel registrado en el segundo trimestre y, si bien siguió siendo positivo, se mantuvo por debajo de su media de largo plazo y de los niveles registrados a

principios de 2011. La confianza fue relativamente elevada y mejoró adicionalmente en el caso de las agencias de viajes, los operadores turísticos y otros servicios de reservas y actividades relacionadas. Según la encuesta de servicios de la Comisión Europea, la demanda esperada en los próximos meses registró un ligero descenso en los dos primeros meses del tercer trimestre en comparación con el trimestre anterior y, por lo tanto, se mantuvo por debajo de su media de largo plazo. El índice PMI de actividad comercial futura (dentro de doce meses) disminuyó de nuevo en los dos primeros meses del tercer trimestre, permaneciendo levemente por debajo de su media de largo plazo. Esta evolución está en consonancia con la recuperación económica sostenida, pero moderada, en curso.

4.3 MERCADO DE TRABAJO

Los mercados de trabajo de la zona del euro han mostrado señales incipientes de mejora desde la primavera de 2013, en línea con la moderada recuperación de la actividad económica. El desempleo ha experimentado descensos intertrimestrales sucesivos desde mediados de 2013 y el crecimiento intertrimestral del empleo había returnedo a niveles positivos a finales de año. Pese a la ligera mejora general registrada en la zona del euro, las cifras siguen siendo muy diferentes 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 primer trimestre de 2014, tras observarse un crecimiento igualmente débil en el trimestre anterior (véase cuadro 11). Detrás del moderado crecimiento a escala agregada de la zona del euro, siguen registrándose marcadas diferencias entre los países, aunque estas son menores que en 2013. A nivel sectorial, el empleo creció ligeramente en el primer trimestre de 2014 tanto en los servicios como en la industria, excluida la construcción, (un 0,2 % y un 0,1 %, en tasa intertrimestral, respectivamente), mientras que siguió disminuyendo en la construcción (-1 %, en tasa intertrimestral).

Pese al escaso crecimiento del empleo en el primer trimestre, el total de horas trabajadas registró un leve descenso, de un 0,1 % en tasa intertrimestral, revirtiéndose así la mejora observada en el último

Cuadro 11 Crecimiento del empleo

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

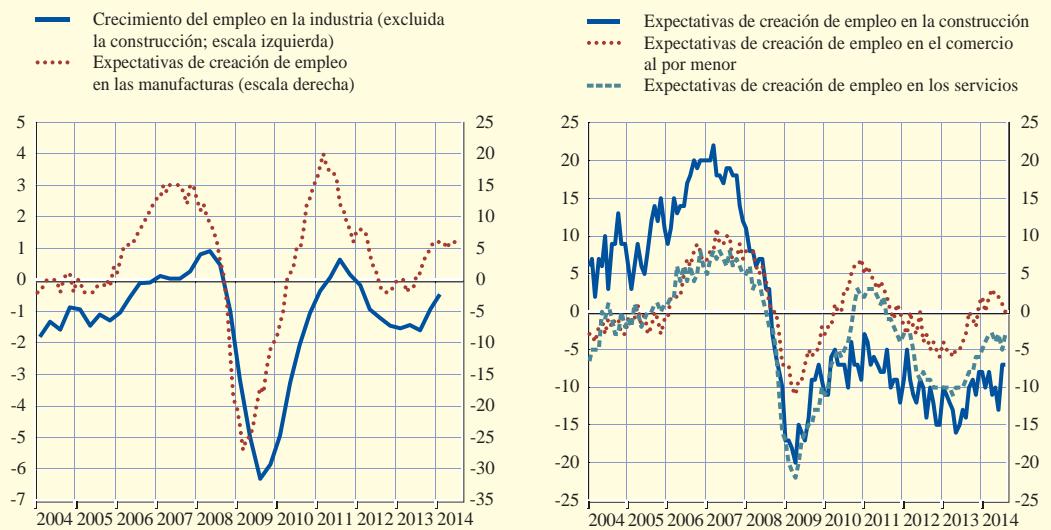
	Personas					Horas				
	Tasas interanuales		Tasas intertrimestrales			Tasas interanuales		Tasas intertrimestrales		
	2012	2013	2013 III	2013 IV	2014 I	2012	2013	2013 III	2013 IV	2014 I
Total de la economía	-0,6	-0,8	0,0	0,1	0,1	-1,4	-1,1	-0,1	0,1	-0,1
Del cual:										
Agricultura y pesca	-1,9	-1,4	-0,4	-0,5	0,0	-2,9	-1,0	-0,1	-0,1	0,7
Industria	-2,1	-2,3	-0,4	0,0	-0,2	-3,3	-2,4	-0,2	-0,3	-0,2
Excluida la construcción	-0,9	-1,4	-0,4	0,2	0,1	-2,0	-1,2	-0,1	-0,1	0,1
Construcción	-4,7	-4,6	-0,4	-0,5	-1,0	-6,1	-5,0	-0,6	-0,9	-0,7
Servicios	-0,1	-0,3	0,1	0,2	0,2	-0,7	-0,7	0,0	0,2	-0,2
Comercio y transporte	-0,8	-0,8	-0,1	0,2	-0,1	-1,6	-1,2	-0,1	0,1	-0,2
Información y comunicaciones	1,2	0,0	-0,3	0,6	0,1	0,6	-0,1	-0,5	0,7	-0,2
Actividades financieras y de seguros	-0,4	-0,7	0,1	-0,1	0,0	-0,9	-0,8	0,1	-0,1	-0,4
Actividades inmobiliarias	-0,4	-1,9	0,3	-1,2	1,5	-1,1	-2,4	-1,0	-1,5	1,3
Actividades profesionales	0,7	0,4	0,5	0,1	0,4	0,5	-0,1	0,1	-0,3	0,4
Administración pública	-0,3	-0,2	0,2	0,3	0,2	-0,5	-0,5	0,1	0,6	-1,0
Otros servicios ¹⁾	0,6	0,0	0,3	0,1	0,4	-0,1	-0,5	0,3	0,1	1,5

Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

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

Gráfico 54 Crecimiento del empleo y expectativas de creación de empleo

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



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

trimestre de 2013, lo que sugiere una estabilización del agregado de horas trabajadas en ausencia de una recuperación sólida.

Los resultados de las encuestas de empleo correspondientes al segundo trimestre de 2014 y a principios del tercer trimestre indican una ligera mejora adicional del empleo en el segundo trimestre del año y señales de estabilización a comienzos del tercero (véase gráfico 54). Los indicadores adelantados también apuntan a una cierta estabilización en las condiciones del mercado de trabajo en los próximos trimestres.

La productividad del trabajo por persona ocupada aumentó un 0,8%, en tasa interanual, en el primer trimestre de 2014, similar al crecimiento observado en el último trimestre de 2013 (véase gráfico 55). La productividad por hora trabajada se moderó ligeramente, hasta el 0,4%, en tasa interanual, tras un fuerte crecimiento (del 0,7%) en los dos trimestres anteriores. La reciente evolución del crecimiento de la productividad en la zona del euro refleja en gran medida el repunte de carácter cíclico del crecimiento interanual del producto que se inició en el segundo semestre de 2013. Se prevé que el crecimiento de la productividad continúe estabilizándose en los próximos meses, ya que es probable que la recuperación de la activi-

Gráfico 55 Productividad del trabajo por persona ocupada

(tasas de variación interanual)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

dad económica en curso se vea acompañada de un aumento del empleo.

En consonancia con la evolución reciente de los mercados de trabajo, la tasa de paro de la zona del euro continuó disminuyendo en torno a un 0,1 punto porcentual al trimestre desde su máximo del 12%, alcanzado en el segundo trimestre de 2013, hasta una media del 11,6% en el segundo trimestre de 2014 (véase gráfico 56). Los últimos datos mensuales sugieren que la caída del desempleo parece que va a proseguir, con una nueva reducción de 0,1 puntos porcentuales, en tasa intermensual, en junio de 2014, seguida de una evolución estable en julio, con una tasa de desempleo del 11,5%. Mientras que las caídas recientes parecen haber sido compartidas de forma generalizada en todos los grupos de edad y sexo, las tasas de paro siguen siendo muy diferentes entre las distintas economías de la zona del euro.

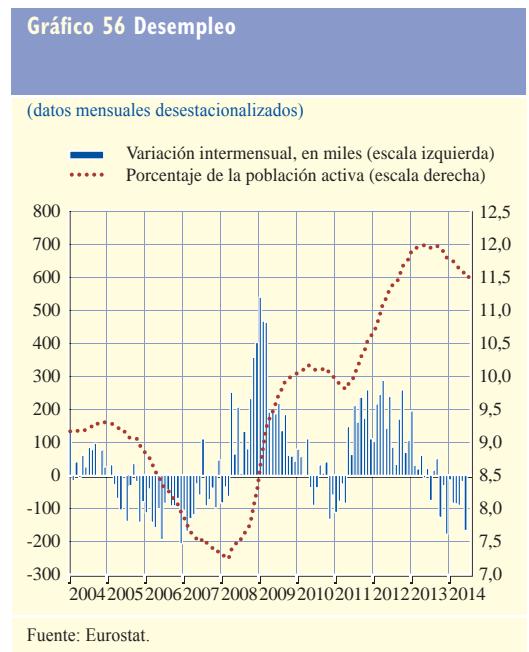
De cara al futuro, pese a algunos meses de volatilidad, se prevé que la tasa de desempleo disminuya aún más en los próximos trimestres, aunque a un ritmo lento.

4.4 PERSPECTIVAS DE LA ACTIVIDAD ECONÓMICA

En lo que se refiere al tercer trimestre, los datos de las encuestas disponibles hasta agosto indican una pérdida de dinamismo del crecimiento de carácter cíclico, al tiempo que se mantienen acordes con una expansión moderada. El abanico de medidas de política monetaria, las mejoras en curso en las condiciones de financiación, los progresos realizados en materia de consolidación fiscal y de reformas estructurales, así como unos precios de la energía más bajos que sostienen la renta real disponible, deberían respaldar la demanda interna. Además, la demanda de exportaciones debería verse favorecida por la recuperación mundial. Asimismo, es probable que el elevado desempleo, la considerable capacidad productiva sin utilizar, el sostenido crecimiento negativo de los préstamos otorgados por las IFM al sector privado y los necesarios ajustes de los balances en los sectores público y privado sigan frenando la recuperación.

Todo lo anterior se refleja en las proyecciones macroeconómicas de septiembre de 2014 elaboradas por los expertos del BCE para la zona del euro, que prevén que el PIB real aumente un 0,9% en 2014, un 1,6% en 2015 y un 1,9% en 2016. Si se comparan con las proyecciones macroeconómicas de junio de 2014 elaboradas por los expertos del Eurosistema, las previsiones de crecimiento del PIB real se han revisado a la baja tanto para 2014 como para 2015 y al alza para 2016 (véase el artículo titulado «Las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE para la zona del euro»).

Los riesgos en torno a las perspectivas económicas de la zona del euro siguen siendo a la baja. En concreto, la pérdida de dinamismo económico podría frenar la inversión privada, y los mayores riesgos geopolíticos podrían tener un nuevo efecto negativo sobre la confianza empresarial y de los consumidores. Otro riesgo a la baja está relacionado con una aplicación insuficiente de las reformas estructurales en los países de la zona del euro.



5 EVOLUCIÓN DE LAS FINANZAS PÚBLICAS

Según las estadísticas de finanzas públicas de la zona del euro más recientes, el déficit público de la zona continuó descendiendo durante el primer trimestre de 2014, mientras que la deuda en relación con el PIB siguió incrementándose. De acuerdo con las proyecciones macroeconómicas de septiembre de 2014 elaboradas por los expertos del BCE, el déficit de la zona se reducirá de forma gradual desde el 3% del PIB en 2013 hasta el 1,9% del PIB en 2016, y la ratio de deuda registrará un máximo en 2014.

EVOLUCIÓN DE LAS FINANZAS PÚBLICAS EN 2014 Y EN AÑOS POSTERIORES

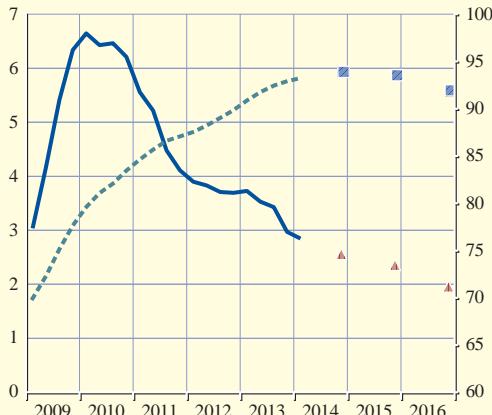
Según las estadísticas de finanzas públicas de la zona del euro más recientes, el déficit público de la zona continuó descendiendo en el primer trimestre de 2014. Como se muestra en el gráfico 57, la suma móvil de cuatro trimestres del déficit de la zona, es decir, el déficit acumulado en los cuatro últimos trimestres, ascendió al 2,8% del PIB en el primer trimestre de este año, frente al 3% del PIB registrado en el trimestre anterior. Esa mejora fue consecuencia principalmente de un crecimiento más acusado de los ingresos públicos, que superó el aumento del gasto público en el primer trimestre (véase gráfico 58). De acuerdo con las proyecciones macroeconómicas de septiembre de 2014 elaboradas por los expertos del BCE, el déficit continuará disminuyendo hasta situarse en el 2,6% del PIB en 2014, frente al 3% de 2013¹. De cara al futuro se prevé que la consolidación fiscal prácticamente se paralice en 2015 y 2016, como también indica la orientación básicamente neutral de las políticas fiscales (véase recuadro 6). Se espera que el déficit público de la zona del euro siga reduciéndose de forma gradual, principalmente como resultado de la mejora prevista del entorno macroeconómico, y que se sitúe en el 1,9% del PIB en 2016.

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

Gráfico 57 Ratios de déficit y de deuda de las Administraciones Públicas de la zona del euro

(sumas móviles de cuatro trimestres en porcentaje del PIB)

- Ratio de déficit
- ▲ Ratio anual de déficit (proyecciones de los expertos del BCE)
- - - Ratio de deuda
- Ratio anual de deuda (proyecciones de los expertos del BCE)

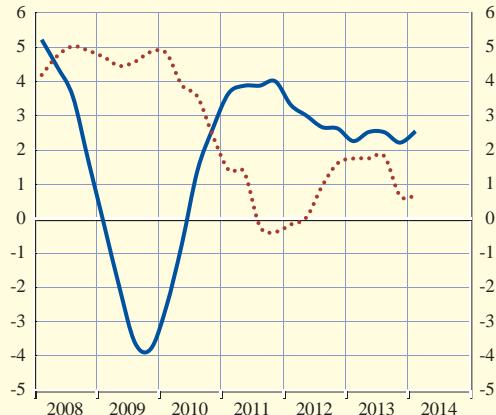


Fuentes: Cálculos del BCE basados en datos de Eurostat y en datos nacionales, y en las proyecciones macroeconómicas de los expertos del BCE de septiembre de 2014.

Gráfico 58 Total de ingresos y gasto

(sumas móviles de cuatro trimestres de la tasa de crecimiento interanual)

- Total ingresos (trimestral)
- Total gasto (trimestral)



Fuentes: Cálculos del BCE basados en datos de Eurostat y en datos nacionales.
Notas: Los datos se refieren a las Administraciones Públicas. Sumas móviles de cuatro trimestres para el período comprendido entre el primer trimestre de 2008 y el primer trimestre de 2014.

En cuanto a los datos más recientes sobre la evolución de la deuda pública bruta de la zona del euro, la suma móvil de cuatro trimestres de la deuda en relación con el PIB continuó aumentando, situándose en el 93,2 % en el primer trimestre de 2014 (véase gráfico 57). De acuerdo con las proyecciones macroeconómicas de septiembre de 2014 elaboradas por los expertos del BCE, la ratio de deuda se incrementará hasta alcanzar el 93,9 % del PIB en 2014, como consecuencia de un efecto adverso del diferencial entre crecimiento y tipos de interés y del ajuste entre déficit y deuda (este último relacionado, en gran medida, con el apoyo prestado al sector financiero no contabilizado en el déficit), que se espera que superen el superávit primario en 2014. Dado que se augura que el efecto de estos dos primeros factores revierta en 2015 y en años posteriores, se prevé que la ratio de deuda descienda a partir de 2015.

Recuadro 6

EL SALDO ESTRUCTURAL COMO INDICADOR DE LA POSICIÓN PRESUPUESTARIA SUBYACENTE

El saldo presupuestario de las Administraciones Públicas ha fluctuado enormemente en los últimos años. La evolución cíclica de la economía ha sido, sin duda, un importante factor determinante de dicha fluctuación, y las medidas discrecionales de los Gobiernos —en forma de estímulos fiscales y medidas de consolidación— también han tenido un efecto muy considerable. Asimismo, han contribuido factores especiales como los relacionados con las operaciones de rescate del sector financiero. El déficit público del conjunto de la zona del euro siguió situándose en el 3 % del PIB en 2013, mientras que en varios países de la zona fue significativamente más elevado.

Para la vigilancia presupuestaria, es importante entender la naturaleza de la evolución de las finanzas públicas y determinar la posición presupuestaria subyacente. Esta última ajusta el saldo público total por el impacto del ciclo económico (componente cíclico), así como por medidas de carácter transitorio adoptadas por los Gobiernos, como ingresos extraordinarios (por ejemplo, las ventas de licencias de telecomunicaciones) o transferencias de capital extraordinarias (por ejemplo, la ayuda financiera al sector bancario).

Todo ello se suele reflejar en la estimación del saldo estructural, que puede interpretarse como la parte de la posición fiscal que prevalecería si la economía funcionara a su potencial¹. Sin embargo, las estimaciones del saldo estructural están rodeadas de una incertidumbre considerable en lo que se refiere a la determinación del ciclo, así como al tamaño y a la naturaleza de las medidas transitorias. Además, existen diferencias en la metodología utilizada para estimarlo. La estimación del SEBC y la proyección del saldo público estructural de la zona del euro se han venido publicando en el Boletín Mensual desde diciembre de 2013 (para las estimaciones más recientes, véase cuadro 2). Este recuadro arroja cierta luz sobre las metodologías utilizadas por el SEBC y por la Comisión Europea para estimar el saldo público estructural.

Metodologías utilizadas para el ajuste cíclico del saldo público

El SEBC y la Comisión Europea aplican diferentes métodos para llevar a cabo el ajuste cíclico de los saldos públicos. También utilizan definiciones diferentes de las medidas de carácter transitorio y extraordinario, pero esto es menos significativo. La principal diferencia metodológica es que la

¹ Para más información, véase el recuadro titulado «Ajuste cíclico del saldo presupuestario de las Administraciones Públicas», *Boletín Mensual*, BCE, marzo de 2012.

Comisión Europea² obtiene el componente cíclico directamente de la brecha de producción agregada (la diferencia entre el PIB observado y el producto potencial), mientras que el SEBC emplea una metodología fiscal específica que no se basa en la brecha de producción agregada.

La metodología de la Comisión Europea se fundamenta en la reacción del gasto y de los ingresos públicos a la desviación del producto agregado con respecto a su potencial. El componente cíclico del saldo presupuestario se calcula, pues, como el producto de la brecha de producción y un parámetro que refleja la reacción automática del saldo público al tamaño de la brecha de producción. Este parámetro, denominado semielasticidad, es específico de cada país y refleja las elasticidades estimadas de componentes presupuestarios individuales con respecto a la brecha de producción, así como al tamaño y estructura del sector público. Por consiguiente, en el enfoque de la Comisión, el componente cíclico tiende a seguir estrechamente el movimiento de la brecha de producción agregada. Por ello, en ausencia de medidas transitorias, el saldo público estructural está sincronizado con el saldo público sin ajustar cuando la economía funciona a su potencial.

La metodología fiscal específica del SEBC aplica lo que se conoce como «enfoque desagregado»³. La esencia de este enfoque es que las posiciones cíclicas se estiman por separado para las principales bases macroeconómicas, impositivas y de gasto, que determinan la evolución de componentes presupuestarios individuales, tales como los ingresos fiscales y las prestaciones por desempleo; en el caso de los impuestos, para aproximar el tamaño de las bases impositivas se utilizan principalmente los agregados de contabilidad nacional y sus previsiones. Por ejemplo, el gasto en consumo privado se emplea como base subyacente para los impuestos sobre el consumo y la remuneración de los asalariados se aplica como base para los impuestos sobre la renta de las personas físicas. De este modo, el enfoque del SEBC tiene en cuenta las diferencias entre las bases macroeconómicas individuales y su evolución cíclica. El componente cíclico de cada partida presupuestaria se calcula, pues, en función de la desviación del agregado macroeconómico relevante con respecto a su tendencia, utilizando una técnica de filtrado estadístico conocida como filtro de Hodrick-Prescott (HP), así como la elasticidad (estimada o calibrada) de la partida presupuestaria a este agregado. Sumando los componentes cíclicos de todas las partidas presupuestarias se obtiene, entonces, el componente cíclico total del saldo presupuestario. El resultado de este cálculo se compara con una estimación «agregada» alternativa del componente cíclico, basada en la desviación del PIB con respecto a su tendencia (utilizando también el filtro HP) y en la sensibilidad presupuestaria agregada. La diferencia entre los dos se suele denominar «efecto de composición». Esta diferencia, expresada como tasa de variación interanual, es una medida del efecto sobre el saldo presupuestario en relación con el PIB causado por variaciones en la composición del PIB real en comparación con la tendencia.

La ventaja principal del enfoque del SEBC es que permite explícitamente la identificación de tales efectos de composición. En el corto plazo, los efectos de composición aparecen si el movimiento cíclico de una base macroeconómica es distinto del correspondiente al PIB, lo que refleja, entre otras cosas, el hecho de que las bases impositivas suelen reaccionar con un desfase temporal a las variaciones en

2 El método de ajuste cíclico de la Comisión se basa en un trabajo previo llevado a cabo por la OCDE. Para una descripción detallada, véase G. Mourre, G.-M. Isbasoiu, F. Paternoster y M. Salto «The cyclically-adjusted budget balance used in the EU fiscal framework: an update», *European Economy – Economic Papers*, n.º 478, Comisión Europea, marzo de 2013.

3 Para una descripción detallada del enfoque desagregado y de sus aplicaciones, véanse C. Bouthevillain, P. Cour-Thimann, G. Van den Dool, P. Hernández de Cos, G. Langenus, M. Mohr, S. Momigliano y M. Tujula, «Cyclically adjusted budget balances: an alternative approach», *Working Paper Series*, n.º 77, BCE, septiembre de 2001; y J. Kremer, C. Rodrigues Braz, T. Brosens, G. Langenus, S. Momigliano y M. Spolander, «A disaggregated framework for the analysis of structural developments in public finances», *Working Paper Series*, n.º 579, BCE, enero de 2006.

el entorno macroeconómico. Además, el enfoque del SEBC tiene en cuenta una posible disociación de las bases impositiva y de gasto con respecto al PIB total, debido, por ejemplo, a una variación permanente en la composición del crecimiento del PIB, lo que es importante porque la posición cíclica de las bases impositivas y de gasto subyacentes pueden ofrecer señales inadecuadas sobre la parte autocorrectora del saldo presupuestario de las Administraciones Públicas.

Existen también diferencias metodológicas relacionadas con la determinación de la posición cíclica. La Comisión Europea estima la brecha de producción agregada a partir del enfoque de función de producción⁴. La ventaja principal de este enfoque es que permite una interpretación estructural en términos de las contribuciones del capital, el trabajo y la productividad total de los factores al PIB. No obstante, por lo general solo es viable para una estimación agregada de la brecha de producción, no para el enfoque desagregado del SEBC. El enfoque del SEBC emplea el filtro HP para calcular las posiciones cíclicas de las bases macroeconómicas subyacentes⁵. La ventaja de este enfoque estadístico, aparte de consideraciones de viabilidad, es que puede aplicarse mecánicamente y, por tanto, es transparente, ya que los resultados se pueden replicar con facilidad. Asimismo, es simétrico a lo largo del ciclo económico, dado que las desviaciones positivas y negativas de la tendencia se contrarrestan con el tiempo. Sin embargo, hay que tener en cuenta que las estimaciones de la posición cíclica no observable —utilizando cualquiera de los distintos métodos— están siempre rodeadas de una considerable incertidumbre, que se refleja asimismo en importantes revisiones de las estimaciones, incluso después de transcurrido un largo período de tiempo.

Estimaciones del saldo estructural

En el gráfico, se muestran las estimaciones del saldo estructural publicadas por el SEBC y por la Comisión Europea, junto con las cifras correspondientes del saldo presupuestario de las Administraciones Públicas (sin ajustar). Aun cuando las medidas empleadas por el SEBC y por la Comisión presentan una amplitud similar desde el punto de vista cualitativo, sus niveles difieren marcadamente en muchos de los años. Esto sucede especialmente en 2009 y 2010, los años posteriores al inicio de la crisis financiera. La acusada caída de la brecha de producción agregada en 2009 se debió principalmente al descenso observado en componentes con escaso efecto sobre los ingresos fiscales, en particular, de la inversión privada, mientras que las bases impositivas de las principales partidas de ingresos, como la remuneración de los asalariados y el consumo privado, reaccionaron de una manera mucho menos marcada, y con un desfase temporal, a la caída repentina del PIB. Por consiguiente, en el enfoque desagregado, el empeoramiento de la posición presupuestaria solo se interpreta en menor medida como cíclico y en mayor medida como consecuencia de las variaciones estructurales en los Estados miembros.

Lo anterior plantea la pregunta relativa a qué factores son los que determinaron el fuerte deterioro del saldo estructural en el marco desagregado del SEBC en 2009. Buena parte de la respuesta se encuentra en las medidas de estímulo fiscal adoptadas en la mayoría de los países de la zona del euro en respuesta a la crisis financiera mundial. Además, el estallido de la burbuja inmobiliaria provocó una reducción significativa de los ingresos, que se interpreta como estructural porque no se espera que se recuperen ni siquiera después de que se cierre totalmente la brecha de producción. Por lo tanto, en estos años el enfoque del SEBC, comparado con el utilizado por la Comisión, indica un

4 Este enfoque se explica de manera más detallada en F. D'Auria, C. Denis, K. Havik, K. Mc Morrow, C. Planas, R. Raciborski, W. Röger, y A. Rossi, «The production function methodology for calculating potential growth rates and output gaps», *European Economy – Economic Papers*, n.º 420, Comisión Europea, julio de 2010.

5 La aplicación del filtro HP supone la selección de un parámetro de suavizado λ , que impone un compromiso entre la suavidad de la tendencia y su ajuste a los datos observados. Las estimaciones del SEBC se basan en una elección de $\lambda = 30$.

componente cíclico menor, y un componente estructural mayor, del saldo presupuestario⁶. La magnitud de la mejora estructural posterior es similar en ambos enfoques y refleja principalmente los considerables efectos de la consolidación fiscal.

Conclusiones

Las estimaciones del saldo estructural son necesarias para determinar la posición presupuestaria subyacente. No obstante, aparte de la incertidumbre general que rodea a cualquier estimación de la posición cíclica de la economía, existen también diferentes maneras de estimar el componente cíclico del saldo presupuestario. A efectos del análisis macroeconómico, como delimitar el grado de holgura de la economía y posibles presiones inflacionistas, las organizaciones internacionales utilizan una diversidad de métodos para estimar la brecha de producción⁷. La Comisión Europea emplea una metodología para el ajuste cíclico del saldo presupuestario que también está relacionada directamente con la brecha de producción agregada. En cambio, el SEBC aplica una metodología fiscal específica, conocida como el «enfoque desagregado». Esto significa, a su vez, que la estimación del SEBC del componente cíclico del saldo presupuestario no puede utilizarse para inferir la brecha de producción agregada y, por lo tanto, no proporciona indicación alguna de la determinación y la predicción del SEBC de la posición cíclica de la zona del euro. La ventaja principal del enfoque desagregado utilizado por el SEBC es que tiene en cuenta las diferencias entre las bases macroeconómicas individuales y su evolución cíclica, por lo que permite una estimación más precisa de la posición presupuestaria subyacente.

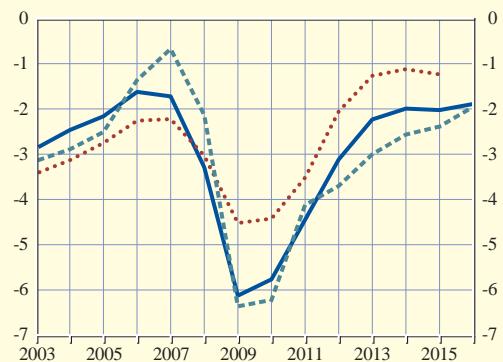
6 Ademá, en 2010 las diferencias en el cálculo de los efectos de carácter extraordinario y transitorio contribuyeron en 0,4 puntos porcentuales del PIB a la brecha entre las dos medidas.

7 Véase el recuadro titulado «Slack in the euro area economy», *Boletín Mensual*, BCE, abril de 2014.

Comparación del saldo presupuestario de las Administraciones Públicas y las estimaciones del saldo estructural en la zona del euro

(en porcentaje del PIB)

— Saldo estructural-SEBC
··· Saldo estructural-Comisión Europea
- - - Saldo presupuestario de las AAPP



Fuentes: BCE, Comisión Europea y Eurostat.

Nota: Los valores para el saldo presupuestario de las Administraciones Públicas en 2014 y 2015 son proyecciones de los expertos del BCE, que figuran en el cuadro 2.

A continuación se presenta la evolución presupuestaria reciente en los países más grandes de la zona del euro y en los países actualmente acogidos a un programa de ajuste de la UE y el FMI o que lo han concluido recientemente.

En Alemania, los datos de las cuentas nacionales correspondientes al primer semestre de 2014 muestran un superávit de alrededor del 0,6% del PIB anual², lo que representa un aumento de 0,2 puntos porcentuales en comparación con el mismo período de 2013. Esta evolución apunta a que este país ha superado los objetivos fiscales en 2014. De acuerdo con la actualización del programa de estabilidad de 2014 y con el proyecto de plan presupuestario revisado, de 8 de abril de 2014, los objetivos del Gobierno básicamente no se han modificado y prevén mantener un saldo equilibrado en términos nominales entre 2014 y 2016 y registrar superávits del 0,5% del PIB en 2017 y 2018. En términos estructurales se espera un

2 El «PIB anual» se refiere al PIB registrado en el año natural, que es el utilizado para elaborar las previsiones oficiales.

superávit constante del 0,5% del PIB, que superaría el objetivo presupuestario a medio plazo (OMP), esto es, un déficit estructural del 0,5% del PIB. El Gobierno alemán tiene previsto lograr una reducción sustancial de la ratio de deuda en los próximos años, yendo más allá de los requisitos establecidos en el contexto de la estrategia nacional de «freno a la deuda», del OMP del país y del valor de referencia de reducción de la deuda establecido en el Pacto de Estabilidad y Crecimiento.

En Francia, los datos de los presupuestos públicos en términos de caja, para el período de seis meses hasta junio de 2014, arrojan un déficit de aproximadamente el 3% del PIB anual, es decir, no se han registrado mejoras con respecto a los datos sobre ejecución presupuestaria del mismo período del año anterior. Tras realizar una revisión a la baja de sus previsiones de crecimiento económico, el Gobierno francés señaló recientemente que el objetivo de déficit para 2014 (el 3,8% del PIB) no se cumplirá por un margen significativo. Además, a partir de los planes actuales, se espera que la mejora acumulada del saldo estructural sea considerablemente inferior a la exigida en la recomendación formulada en junio de 2013 en el contexto del PDE (una mejora estructural de 2,9 puntos porcentuales). En vista del mayor riesgo de incumplimiento del plazo para la corrección del déficit excesivo el año 2015 y con el fin de asegurar que se respeten íntegramente las exigencias del Pacto de Estabilidad y Crecimiento, es necesario adoptar medidas de consolidación adicionales en el proyecto de plan presupuestario para ese año.

En Italia, las Administraciones Públicas registraron un déficit de aproximadamente el 1,6% del PIB anual en el primer trimestre de 2014 (según la metodología del SEC 95). Esto supone una mejora de 0,2 puntos porcentuales con respecto al mismo período del año pasado, y puede atribuirse fundamentalmente a la disminución del gasto público, especialmente de los gastos de capital, mientras que los ingresos se han mantenido prácticamente constantes en porcentaje del PIB anual. Los datos de los presupuestos públicos más recientes disponibles sobre la recaudación tributaria para el período de seis meses hasta junio de 2014 apuntan a un descenso de alrededor del 0,1% del PIB anual en comparación con el mismo período del año anterior. Sin embargo, este descenso puede explicarse por las diferencias en el calendario de pago de impuestos, especialmente en lo que se refiere a la tributación de los autónomos y a los impuestos sobre la propiedad. Persisten riesgos para la consecución del objetivo de déficit del Gobierno para 2014 (el 2,6% del PIB), particularmente en vista de una evolución económica más adversa de lo esperado. De cara al futuro es importante seguir reforzando la política fiscal del país, con el fin de asegurar el cumplimiento de los requisitos del Pacto de Estabilidad y Crecimiento, sobre todo en lo que concierne a la reducción de la deuda de las Administraciones Públicas en relación con el PIB.

En España, la deuda de las Administraciones Públicas (excluidas las Corporaciones Locales) según las cuentas nacionales (PDE) entre enero y mayo ascendió al 2,3% del PIB anual, frente al 2,7% registrado en ese mismo período en 2013 (o al 2,5% si se excluye el impacto del apoyo prestado a instituciones financieras). A finales de junio, la deuda de las Administraciones Públicas se situó en el 96,8% del PIB anual, frente al 93,9% del final de 2013. En la segunda mitad de junio, el Gobierno dio a conocer los principales aspectos de su reforma fiscal que, entre otras cosas, simplifica y reduce el impuesto sobre la renta y el impuesto de sociedades. Esta reforma tiene por objeto estimular el crecimiento y la creación de empleo, si bien es probable que suponga una pérdida neta de ingresos. En el contexto de una recuperación económica más fuerte de lo previsto es posible que se alcance el objetivo de déficit fijado en el PDE para este año (el 5,8% del PIB) e incluso el objetivo más ambicioso del Gobierno (el 5,5% del PIB). No obstante, la reforma fiscal y el hecho de que el gasto haya tocado fondo parecen dificultar el cumplimiento de los objetivos de déficit del PDE para 2015 (el 4,2% del PIB) y 2016 (el 2,8% del PIB).

En Grecia, los datos más recientes indican que es posible cumplir el objetivo del programa de lograr un superávit primario del 1,5% del PIB. Los riesgos para las perspectivas fiscales a corto plazo tienen su

origen en la incertidumbre existente en torno al impacto de las amplias reformas del impuesto sobre la renta introducidas este año, así como en las resoluciones judiciales adversas adoptadas en relación con anteriores recortes de los salarios y de las pensiones en determinadas profesiones, y en la tensa situación financiera del sector sanitario. Para los años posteriores a 2014 existen considerables brechas fiscales en comparación con los objetivos más ambiciosos de superávit primario, el 3% y el 4,5% del PIB en 2015 y 2016, respectivamente. Será necesario debatir las soluciones que se propongan para abordar estas brechas en el contexto de la preparación de los presupuestos de 2015 y de la próxima evaluación del programa en otoño de 2014.

En Chipre, los datos de las Administraciones Públicas en términos de caja apuntan a un superávit primario del 1,1% del PIB anual en el primer semestre de 2014. La quinta misión de evaluación del programa de ajuste de la UE y el FMI tuvo lugar en julio y se llegó a la conclusión de que los objetivos fiscales establecidos para el primer semestre de este año se habían cumplido con un margen significativo, como consecuencia de una ejecución presupuestaria prudente que, si continuaba durante el resto del año, se traduciría en un holgado cumplimiento del objetivo del 1,6% del PIB fijado para 2014. El objetivo del programa es registrar un superávit primario del 1,2% del PIB en 2016, de acuerdo con el plazo de 2016 fijado en el PDE, para que el déficit se reduzca hasta situarse por debajo del 2,8% del PIB y cumplir la exigencia de que se alcance un superávit primario del 4% del PIB para 2018, a fin de que la deuda pública se sitúe en una senda descendente y sostenible.

En Irlanda, los datos en términos de caja para los siete meses hasta julio indican que el déficit fue de aproximadamente el 3% del PIB anual, lo que representa una mejora de unos 0,5 puntos porcentuales en comparación con el perfil presupuestario y de 1,4 puntos porcentuales con respecto al mismo período del año anterior. Esta evolución estuvo impulsada por unos ingresos mayores de lo esperado, especialmente de los procedentes del IVA, y del descenso del gasto, en particular de los costes derivados del servicio de la deuda, mientras que el nivel de gasto sanitario superó el objetivo del Gobierno, con lo que continúa constituyendo una fuente de riesgo fiscal. En vista de los datos publicados recientemente, parece que tanto el objetivo de déficit público asociado al PDE para 2014, cifrado en el 5,1% del PIB, como el objetivo presupuestario más ambicioso, del 4,8% del PIB, pueden lograrse sin problemas.

En Portugal, los datos de las Administraciones Públicas en términos de caja para el período comprendido entre enero y julio apuntan a un déficit de alrededor del 3,5% del PIB anual, lo que constituye un empeoramiento de 0,2 puntos porcentuales en comparación con el mismo período del año anterior. Se espera que varias resoluciones del Tribunal Constitucional, emitidas entre finales de mayo y mediados de agosto de 2014, provoquen un deterioro de los presupuestos de 2014 que en total será equivalente a aproximadamente el 0,3% del PIB. Después de que, el 30 de mayo, el Tribunal Constitucional portugués declarara inconstitucionales algunas de las medidas de consolidación adoptadas, principalmente las relacionadas con los salarios públicos, más recientemente ha fallado a favor de las restantes medidas incluidas en los presupuestos de 2014. El Tribunal también consideró constitucional un recorte salarial para 2014-2015, que compensa parcialmente el impacto de la decisión adoptada en mayo. Con todo, una medida relativa a las pensiones que se pretendía incluir en los presupuestos de 2015 se declaró inconstitucional. Las autoridades portuguesas reiteraron su compromiso de adoptar otras medidas para contrarrestar el impacto presupuestario de los fallos judiciales en 2014 y 2015.

RETOS PARA LA POLÍTICA FISCAL

Pese a los progresos realizados para seguir reduciendo los desequilibrios presupuestarios, los niveles de deuda de las Administraciones Públicas continúan siendo elevados y están aumentando en muchos países de la zona del euro. Por lo tanto, aunque el ritmo de consolidación puede ser considerablemente más

lento que en el momento álgido de la crisis, son necesarios ajustes adicionales que sean acordes con los planes a medio plazo para asegurar la sostenibilidad de las finanzas públicas en la zona del euro en su conjunto. A principios de julio de 2014, los ministros de Finanzas de la UE concluyeron el Semestre europeo formulando recomendaciones específicas por país para la zona del euro y para los 26 países de la UE no acogidos a un programa de asistencia financiera (véase recuadro 7). Las recomendaciones específicas instaban a la mayoría de los países de la zona a que refuerzen sus estrategias presupuestarias en 2014. Para continuar erradicando los desequilibrios fiscales existentes en los países de la zona es importante que los proyectos de planes presupuestarios para 2015, que deben presentarse a la Comisión Europea para mediados de octubre, recojan íntegramente las recomendaciones específicas por país y que, en particular, especifiquen las medidas necesarias para garantizar el cumplimiento de los compromisos adquiridos en el marco del Pacto de Estabilidad y Crecimiento. En consonancia con las orientaciones ofrecidas en el contexto del Semestre europeo, los proyectos de planes presupuestarios deben centrarse en conseguir impulsar el crecimiento. A tal fin, la reducción del gasto improductivo puede liberar recursos para preservar el gasto productivo y reducir la elevada presión fiscal sobre el empleo.

El marco de gobernanza fiscal reforzado, que entró en vigor a finales de 2011, ha demostrado el compromiso de los Gobiernos de la UE para superar la crisis de la deuda soberana y restablecer la sostenibilidad de las finanzas públicas a medio plazo. En la reunión del Consejo Europeo celebrada los días 26 y 27 de junio de 2014, los jefes de Estado o de Gobierno de los Estados miembros de la UE coincidieron en que la consolidación fiscal debe continuar con un enfoque diferenciado y que promueva el crecimiento, así como en que las normas vigentes del Pacto de Estabilidad y Crecimiento proporcionan suficiente flexibilidad para tener en cuenta una evolución económica adversa y los costes presupuestarios a corto plazo derivados de importantes reformas estructurales, como las de los sistemas de pensiones³. En este contexto, la Comisión Europea debe revisar antes de finales de este año las modificaciones introducidas en el marco de gobernanza en 2011 y 2013 por los reglamentos que componen el «six-pack» y el «two-pack», respectivamente. En general, el Pacto de Estabilidad y Crecimiento actúa como ancla de la confianza, y el marco de gobernanza fiscal reforzado es sólido y se centra en preservar la sostenibilidad de las finanzas públicas. No parece haber gran necesidad de modificar los reglamentos. Una lección clave extraída de la crisis es que las normas —que deben ser efectivas en su contribución al mantenimiento de la sostenibilidad fiscal— han de aplicarse con mayor coherencia. Esto es esencial para lograr la credibilidad del nuevo marco de gobernanza y evitar la reaparición de desequilibrios fiscales con efectividad.

3 Véanse las conclusiones del Consejo Europeo del 26 y 27 de junio de 2014, que pueden consultarse en http://www.consilium.europa.eu/uedocs/cms_Data/docs/pressdata/en/ec/143478.pdf

Recuadro 7

RECOMENDACIONES ESPECÍFICAS DE POLÍTICA FISCAL POR PAÍS EN EL CONTEXTO DEL SEMESTRE EUROPEO 2014

El 8 de julio de 2014, el Consejo de Asuntos Económicos y Financieros adoptó recomendaciones específicas de política económica y fiscal para 26 países de la Unión Europea no sujetos a un programa de asistencia financiera, es decir, para todos los Estados miembros excepto Chipre y Grecia, concluyendo así formalmente el Semestre europeo 2014¹. Las recomendaciones ofrecen dictámenes sobre

1 Las recomendaciones se basaron en propuestas adoptadas por la Comisión Europea el 2 de junio de 2014 y refrendadas por el Consejo Europeo los días 26 y 27 de junio, concluyendo así el Semestre europeo 2014. Para un análisis del Semestre europeo 2014, véase el recuadro titulado «Principales retos para la supervisión de las políticas económicas y presupuestarias en el marco del Semestre europeo 2014», en el Boletín Mensual de marzo de 2014.

Cuadro A Recomendaciones específicas de política fiscal por país en 2014 y 2015

País	Compromiso asumido en el PEC (variación del saldo estructural en porcentaje del PIB si no se ha alcanzado el OMP)		Previsiones de primavera de 2014 de la Comisión Europea (variación del saldo estructural en porcentaje del PIB)		Brecha anual de consolidación (diferencia entre las previsiones y el compromiso si no se ha alcanzado el OMP)		Recomendación específica por país sobre la estrategia presupuestaria			
	2014	2015	2014	2015	2014	2015	2014	2015		
Componente preventivo										
Bélgica	0,5	0,6	0	-0,2	-0,5	-0,8	reforzar	fortalecer sustancialmente		
Alemania	en el OMP	en el OMP	-0,2	-0,4	en el OMP	en el OMP	velar por el cumplimiento del OMP			
Estonia	0	0,5	-0,1	-0,2	-0,1	-0,7	reforzar	fortalecer sustancialmente		
Italia	0,7	0,7	0,1	0,1	-0,6	-0,6	reforzar	fortalecer sustancialmente		
Letonia	en el OMP	0,5	-0,5	-0,4	0	-0,6**	mantener situación saneada	fortalecer		
Luxemburgo	en el OMP	0	-0,8	-1,9	en el OMP	-1,8	mantener situación saneada	fortalecer sustancialmente		
Países Bajos	0,5	0,5	0	0,5	-0,5	0	reforzar	fortalecer sustancialmente		
Austria	0,6	0,6	-0,1	0,1	-0,7	-0,5	reforzar	fortalecer sustancialmente		
Eslovaquia	0,1	0,1	-0,2	0,4	-0,3	0,3	reforzar	garantizar el ajuste exigido		
Finlandia	0	0,1	-0,3	0,6	-0,3	0,5	limitar la brecha al OMP	aplicar plan		
Componente corrector (PDE)										
Plazo fijado en el PDE	2014	Malta	0,7	0,6	0,1	-0,1	-0,6	-0,7	corregir el déficit según el PDE	fortalecer sustancialmente
	2015	Irlanda *	1,9	1,9	1,7	0,4	n.a.	n.a.	aplicar íntegramente	corregir el déficit según el PDE
	2016	Francia	0,8	0,8	0,6	0,4	-0,2	-0,4	reforzar la estrategia presupuestaria	
	2017	Portugal	1,4	0,5	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	aplicar las medidas necesarias	aplicar la estrategia revisada
	2018	Eslovenia	0,5	0,5	0,2	0,2	-0,3	-0,3	reforzar [...] en 2014 y años posteriores	
		España	0,8	0,8	0,4	-1,1	-0,4	-1,9	reforzar la estrategia presupuestaria a partir de 2014	

Fuentes: Recomendaciones específicas por país para 2014 (<http://www.consilium.europa.eu/special-reports/european-semester/documentsin-2014>) y previsiones de primavera de 2014 de la Comisión Europea.

Notas: Los países mencionados en el cuadro incluyen los países de la zona del euro que no están sujetos a un programa de asistencia financiera (todos los Estados miembros, excepto Chipre y Grecia). El compromiso de esfuerzo de ajuste estructural en el marco del componente preventivo del PEC se basa en el valor de referencia del 0,5% del PIB por año, pero tiene en cuenta la ratio de deuda y la situación económica. El esfuerzo de ajuste estructural de Italia debe cumplir la regla sobre la deuda en el período de transición. Con arreglo al componente corrector del PEC, el compromiso de esfuerzo de ajuste estructural está relacionado con el que figura en las recomendaciones del Consejo sobre la corrección del déficit excesivo.

* Irlanda estuvo sujeta a un PDE antes de la reforma que introdujeron los reglamentos que componen el «six-pack», por lo que debía alcanzar ajuste estructural medio por año al no disponer de objetivos anuales.

** Incluidos los costes derivados de la reforma del sistema de pensiones.

los planes presupuestarios a medio plazo esbozados en los programas de estabilidad y convergencia que los países debían presentar a la Comisión Europea a mediados de abril. A tal fin, las orientaciones de política fiscal están diseñadas para velar por que los países cumplan el Pacto de Estabilidad y Crecimiento reforzado (PEC)². Las orientaciones repercuten directamente en la elaboración y evaluación de los proyectos de planes presupuestarios para 2015, que se llevará a cabo en noviembre de este año³. Esto se debe a que el artículo 2 bis del Reglamento 1466/1997 exige que los Estados miembros tengan en cuenta las orientaciones que les hayan sido dirigidas con miras al desarrollo de sus políticas presupuestarias, antes de adoptar decisiones clave sobre los presupuestos nacionales de los años siguientes.

En este contexto, en este recuadro se analizan las recomendaciones específicas de política fiscal formuladas para los dieciséis países de la zona del euro en el contexto del Semestre europeo 2014 y se ponen de relieve las repercusiones para la evaluación de los proyectos de planes presupuestarios para 2015 que los países deben presentar a mediados de octubre, como muy tarde.

Evaluación de las recomendaciones específicas de política fiscal por país

De acuerdo con las previsiones de primavera de 2014 de la Comisión Europea, los esfuerzos de ajuste estructural realizados por la mayoría de los países de la zona del euro en 2014 no serán suficientes para cumplir los compromisos asumidos en el marco del PEC, y existe el riesgo de que los déficits aumenten en 2015 si se parte de una hipótesis de que «no se modifiquen las políticas» (véase cuadro A). De hecho, se espera que el esfuerzo estructural de la zona del euro en 2014 ascienda solo a alrededor del 0,15% del PIB y que pase a ser negativo en 2015 (-0,11% del PIB), sustancialmente inferior al ajuste estructural exigido a partir de los compromisos adquiridos por los países en el marco del PEC (el 0,5% del PIB, en promedio, en 2014). También indica una respuesta insuficiente a los dictámenes sobre los proyectos de planes presupuestarios para 2014 emitidos por la Comisión Europea en noviembre de 2013, en los que se consideraba que únicamente dos países (Alemania y Estonia) habían elaborado planes que cumplían plenamente el PEC. En concreto, la Comisión también pidió a ocho países de la zona del euro que diseñaran medidas adicionales para cumplir los compromisos asumidos con arreglo al PEC⁴.

Por ello, las recomendaciones específicas de política fiscal formuladas para cada país en el contexto del Semestre europeo 2014 instan a nueve de los dieciséis países de la zona del euro a que refuercen sus estrategias presupuestarias este año. Concretamente, se reclama que estos países adopten medidas adicionales para abordar el riesgo de incumplimiento del PEC (véase cuadro A)⁵. Del mismo modo, para 2015 se recomienda que los proyectos de planes presupuestarios de los países de la zona incluyan las medidas que se consideren necesarias para garantizar el cumplimiento del PEC. Para Alemania, el único país de la zona que está previsto que supere el nivel exigido en el PEC en 2014 y 2015, las recomendaciones en el ámbito fiscal contemplan el mantenimiento de una situación

2 Para más información sobre las reformas del PEC, véanse los recuadros titulados «Entrada en vigor de un marco de gobernanza económica reforzado», *Boletín Mensual*, BCE, diciembre de 2011, y «The “two-pack” regulations to strengthen economic governance in the euro area», *Boletín Mensual*, BCE, abril de 2013.

3 La evaluación de los proyectos de planes presupuestarios se introdujo como un nuevo elemento de la vigilancia fiscal en la zona del euro a través de los reglamentos que componen el denominado «two-pack», que entraron en vigor el 30 de mayo de 2013.

4 Para más información sobre el resultado de la primera evaluación efectuada en este ejercicio en relación con los proyectos de planes presupuestarios para 2014, véase el recuadro titulado «Consolidación fiscal en la zona del euro: avances realizados y planes para 2014», en el *Boletín Mensual* de diciembre de 2013.

5 Incluye los dos países a los que la Comisión Europea había formulado una recomendación autónoma en marzo de este año, considerándose que Francia ha reaccionado adecuadamente, en general, a estas recomendaciones y Eslovenia parcialmente.

presupuestaria saneada, velar por el cumplimiento del objetivo presupuestario a medio plazo, al tiempo que se utiliza el margen disponible para aumentar las inversiones públicas en infraestructuras, educación e investigación y la eficiencia de estas inversiones. También contemplan la mejora de las condiciones que sigan respaldando la demanda interna, entre otras medidas mediante reducciones de los elevados impuestos y cotizaciones sociales, especialmente para los trabajadores con rentas bajas.

En el caso de los países sujetos al componente corrector del PEC, las recomendaciones se centran, en particular, en el riesgo de que los esfuerzos de ajuste estructural sean insuficientes para lograr los objetivos estructurales anuales o acumulados fijados en el contexto de los procedimientos de déficit excesivo (PDE). Para los países encuadrados en el componente preventivo del Pacto, las recomendaciones se ocupan principalmente del riesgo de que se produzca una desviación significativa de la senda de ajuste establecida para cumplir el objetivo presupuestario a medio plazo (OMP) de alcanzar un saldo estructural próximo al equilibrio o superavitario (Austria, Bélgica, Estonia, Países Bajos y Eslovaquia), de incumplimiento del valor de referencia para el gasto público (Austria, Bélgica, Estonia, Italia, Luxemburgo y Malta) y de incumplimiento de la regla sobre la deuda, que exige que la deuda superior al 60 % del PIB se reduzca, tras un período transitorio, una veinteava parte al año, en promedio (Bélgica e Italia). Para la zona del euro en su conjunto, se prevé que la brecha de consolidación con respecto a las exigencias del PEC sea equivalente al 0,6 % en 2015.

Las recomendaciones específicas de política presupuestaria por país para 2014 reflejan que un número creciente de países de la zona del euro ha pasado a estar sujeto a vigilancia presupuestaria en el contexto del componente preventivo del PEC⁶, o se le ha recomendado que ponga fin al componente corrector, el PDE, en los próximos años. El elemento clave de la vertiente preventiva es el OMP de alcanzar un saldo estructural próximo al equilibrio o superavitario⁷. Para cumplir las exigencias del componente preventivo, un país que no haya logrado su OMP debe mejorar su saldo estructural un 0,5 % al año como referencia, debiendo dedicar mayores esfuerzos en épocas de bonanza y menores en los malos tiempos⁸. Los reglamentos que componen el denominado «six-pack» y que entraron en vigor en noviembre de 2011 reforzaron la vigilancia fiscal en aplicación del componente preventivo. Estos reglamentos contemplan principalmente la posibilidad de imponer una sanción económica en caso de producirse una desviación significativa de la senda de ajuste hacia la consecución del OMP. Además, el pacto fiscal (*fiscal compact*) dispone que la Comisión Europea debe presentar «calendarios de convergencia» con el fin de asegurar que los Estados miembros que se desvían de su OMP converjan con rapidez hacia su consecución⁹. Los plazos fijados para alcanzar los OMP asociados a estos calendarios se incluyeron en las recomendaciones específicas por país para 2013. Como indica el cuadro B, varios países, entre ellos Austria, Bélgica, Francia e Italia, planean lograr sus objetivos más tarde de lo recomendado por el Consejo en 2013, mientras que España y Malta prevén alcanzar los suyos un año antes. Las recomendaciones específicas por país formuladas por el Consejo para

6 Entre los diecisésis países de la zona del euro no sujetos a un programa de ajuste que participan en el Semestre europeo, diez están actualmente sujetos a vigilancia en el marco del componente preventivo. A Malta se le ha recomendado que corrija su déficit excesivo este año, a Irlanda, Francia, Portugal y Eslovenia en 2015, y a España en 2016.

7 El OMP se define para cada país en función de la situación de las finanzas públicas, las perspectivas macroeconómicas y los costes previstos asociados al envejecimiento de la población.

8 En concreto, la exigencia de ajuste se ha fijado en el 0,6 % del PIB para los países con una ratio de deuda superior al 60 % del PIB y en épocas que no sean favorables ni desfavorables económicamente, lo que se indica por una brecha de producción de entre el -1,5 % y el 1,5 % del PIB. En tiempos económicamente desfavorables, los países que registren una brecha de producción de entre el -1,5 % y el -4 % del PIB y una deuda inferior al 60 % deben mejorar su saldo presupuestario el 0,1 % del PIB o más. Los países que hayan alcanzado su OMP no necesitan mejorar más su saldo estructural.

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

Cuadro B Objetivos presupuestarios a medio plazo: planes de los Gobiernos y recomendaciones del Consejo

País	Recomendación específica para alcanzar el OMP (emitida en 2013)	Plan del Gobierno para alcanzar el OMP según el programa de estabilidad de 2014	Recomendación específica para alcanzar el OMP (emitida en 2014)	OMP
Alemania	- (se considera que está en el OMP)	mantenimiento del OMP	mantener el OMP	-0,5
Letonia	- (se considera que está en el OMP)	mantenimiento del OMP	mantener el OMP	-1
Estonia	- (se considera que está en el OMP)	mantenimiento del OMP	2015*	>0
Finlandia	- (se considera que está en el OMP)	2015	2015*	-0,5
Luxemburgo	2013	2016	permanecer en el OMP	0,5
Italia	2014	2016	2015	0
Paises Bajos	2015	2015	2015	-0,5
Austria	2015	2016	2015	-0,45
Bélgica	2016	2017	-	0,75
Francia	2016	2017	-	0
Portugal	2017	2017	-	-0,5
Eslovenia	2017	2017	-	0
Eslovaquia	2017	2017	-	-0,5
España	2018	2017	-	0
Irlanda	2018	2018	-	0
Malta	2019	2018	-	0

Fuentes: Recomendaciones específicas por país para 2013, disponibles en <http://www.consilium.europa.eu/special-reports/european-semester/documents-in-2013>, y para 2014, en <http://www.consilium.europa.eu/special-reports/european-semester/documents-in-2014>, así como los programas de estabilidad para 2014, que pueden consultarse en http://ec.europa.eu/europe2020/making-it-happen/country-specific-recommendations/index_en.htm.

Notas: Los objetivos presupuestarios a medio plazo (OMP) reflejan los indicados en los programas de estabilidad de los países para 2014. Las cifras en rojo indican un aplazamiento previsto del OMP y las cifras en verde la consecución del objetivo antes del plazo fijado. * De acuerdo con el nuevo cálculo efectuado por la Comisión del saldo estructural que figura en el programa de estabilidad, Finlandia y Estonia se desvían de su OMP en 2014.

2014 no respaldan el aplazamiento previsto para Austria, pero mantienen sin variación el plazo de 2015 para alcanzar su OMP. Al mismo tiempo, las recomendaciones específicas por país de este año no incluyen orientaciones actualizadas para los países que se espera que logren sus OMP con posterioridad a 2015¹⁰.

En conjunto, las recomendaciones específicas de política fiscal por país se centran en los riesgos de incumplimiento de los compromisos asumidos en el contexto del PEC de manera general, respaldando así el restablecimiento de unas situaciones presupuestarias saneadas en la zona del euro. Al mismo tiempo, la vigilancia fiscal que contempla el marco de gobernanza reforzado alcanzará su máxima eficacia si las recomendaciones específicas por país en el ámbito presupuestario son plenamente coherentes —en el tiempo y en los distintos países— y suficientemente concretas. Esto se refiere a la necesidad de especificar detalladamente las brechas de consolidación en lo que respecta a los compromisos asumidos en el PEC, así como de formular orientaciones más claras sobre los plazos para alcanzar los OMP, lo que evitaría que continúen siendo «objetivos móviles»¹¹.

Consecuencias para la evaluación de los proyectos de planes presupuestarios para 2015

Se han realizado avances significativos hacia el restablecimiento de unas situaciones presupuestarias saneadas en la zona del euro, como indica el considerable descenso de los déficits presupuestarios

10 Estas orientaciones deberían tener en cuenta las revisiones del método acordado para estimar las brechas de producción, que han llevado a una revisión al alza del saldo presupuestario estructural en algunos países, principalmente España, y a una revisión a la baja en Estonia (véase el recuadro titulado «The revised methodology for calculating output gaps» en las previsiones de primavera de la Comisión Europea para 2014).

11 Estas orientaciones también tendrían que aclarar cómo deben actualizarse los calendarios de convergencia, especialmente con el fin de tomar en consideración las revisiones de las posiciones de partida que en parte están vinculadas a cambios metodológicos.

nominales y estructurales en los distintos países, así como el hecho de que un número creciente de países hayan corregido sus déficits excesivos en los últimos años. Por lo que se refiere a los mercados, esto ha quedado reflejado en la disminución de los diferenciales de deuda soberana observada en los dos últimos años. No obstante, las previsiones de primavera de 2014 de la Comisión Europea ponen de relieve el riesgo de caer en la autocoplacencia, al tiempo que se considera que es necesario continuar con la consolidación en el medio plazo para reducir las elevadas ratios de deuda, en consonancia con los compromisos asumidos en el PEC. Por consiguiente, es importante que el marco de gobernanza fiscal reformado se aplique íntegramente. La nueva evaluación de los proyectos de planes presupuestarios, introducida por los reglamentos que conforman el denominado «two-pack» y llevada a cabo por primera vez para los proyectos de 2014, puede desempeñar un papel fundamental a este respecto, ya que puede ayudar a identificar y abordar brechas de consolidación en una fase temprana. En consecuencia, los proyectos de planes presupuestarios para 2015, que deben presentarse a la Comisión Europea para mediados de octubre, tendrían que especificar detalladamente las medidas necesarias para cumplir las recomendaciones específicas por país formuladas en el contexto del Semestre europeo 2014.