

EVOLUCIÓN ECONÓMICA Y MONETARIA

I ENTORNO EXTERIOR DE LA ZONA DEL EURO

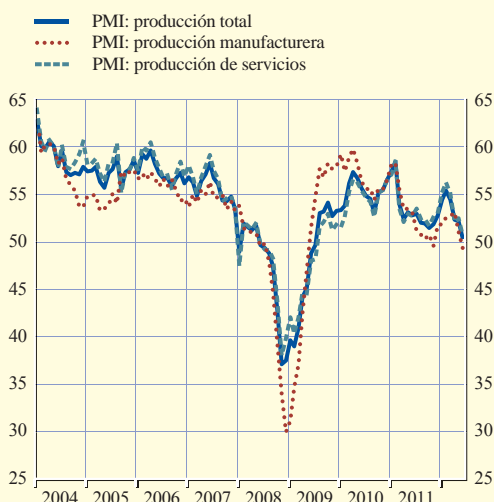
La economía mundial se mantiene en una trayectoria de recuperación muy gradual y frágil. El flujo de información que va conociéndose sugiere una nueva y ligera moderación del ritmo de crecimiento mundial en un contexto de divergencias entre regiones. En las economías avanzadas, los impedimentos estructurales siguen frenando el ritmo de crecimiento y el clima económico parece haberse deteriorado de nuevo en las últimas semanas. En cambio, en los mercados emergentes la actividad continúa su expansión a un ritmo mucho más rápido, aunque la dinámica de crecimiento también se ha debilitado ligeramente, debido en parte al anterior endurecimiento de las políticas. La inflación, a escala mundial, ha seguido moderándose en los últimos meses, en un contexto de caída de los precios de las materias primas.

I.1 EVOLUCIÓN DE LA ECONOMÍA MUNDIAL

La economía mundial se mantiene en una trayectoria de recuperación muy gradual y frágil. Tras una leve aceleración del crecimiento mundial en el primer trimestre del año, el flujo de información que se ha ido conociendo en las últimas semanas sugiere una nueva y ligera moderación del ritmo de crecimiento. A escala mundial, la dinámica de crecimiento también sigue siendo un tanto diversa en los distintos países y regiones. En la mayoría de las economías avanzadas, los impedimentos estructurales siguen frenando el ritmo de crecimiento y el clima económico parece haberse deteriorado de nuevo en las últimas semanas. Es probable que esto refleje, en parte, una corrección mecánica de los muy positivos datos publicados anteriormente durante este año, que a su vez podrían haber estado determinados por factores transitorios. En las economías emergentes, la actividad continúa su expansión a un ritmo mucho más rápido, contribuyendo así en mayor medida al crecimiento mundial. Al mismo tiempo, en algunas de las principales economías emergentes se observa una ligera ralentización del ritmo de crecimiento, que refleja, en parte, el anterior endurecimiento de las políticas, pero también efectos derivados del debilitamiento de la demanda externa.

Gráfico 1 PMI: producción mundial

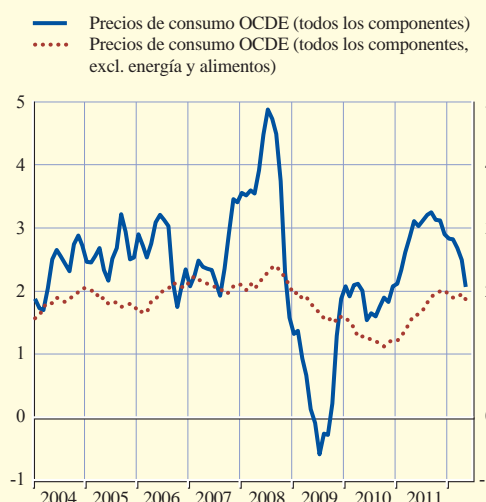
(índice de difusión; datos mensuales desestacionalizados)



Fuente: Markit.

Gráfico 2 Evolución internacional de los precios

(datos mensuales; tasas de variación interanual)



Fuente: OCDE.

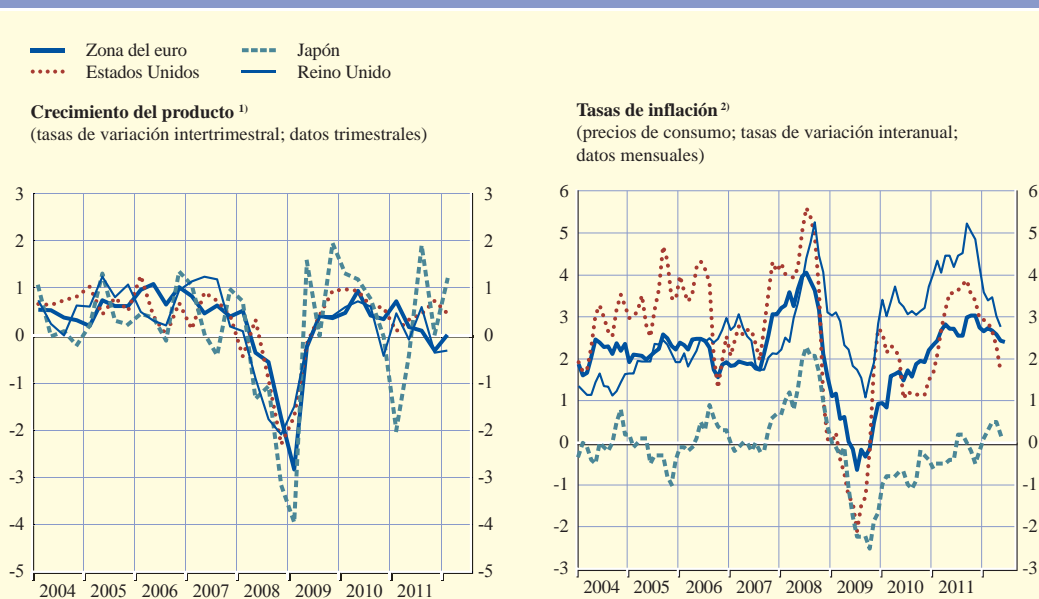
La evidencia más reciente procedente de las encuestas señala una nueva desaceleración en el entorno exterior de la zona del euro. En junio, el índice PMI global de producción registró un nuevo descenso, hasta 50,3, desde el nivel de 52,1 observado en mayo, ya que tanto el índice PMI del sector manufacturero como el del sector servicios experimentaron sendas caídas (véase gráfico 1). Si bien el índice PMI global de las manufacturas se redujo por debajo del umbral de 50 que separa la expansión de la contracción, el índice PMI de los servicios se mantuvo por encima de ese umbral, lo que sugiere que, en general, el crecimiento de la economía mundial siguió siendo moderado. La caída del índice PMI global de producción se asoció a un descenso del índice PMI mundial, excluida la zona del euro, mientras que el índice PMI global correspondiente a la zona del euro se mantuvo sin variación en niveles muy reducidos en junio.

La inflación mundial ha seguido moderándose en los últimos meses, en un contexto de caída de los precios de las materias primas. En los países de la OCDE, la inflación medida por los precios de consumo se redujo hasta el 2,1 % en el año transcurrido hasta mayo, desde el 2,5 % observado en abril, lo que contrasta con el máximo del 3,3 % registrado en septiembre del año pasado (véase gráfico 2). Este descenso refleja, principalmente, la evolución de los precios de la energía y de los alimentos. Excluidos la energía y los alimentos, la tasa de inflación interanual registró un ligero descenso —hasta el 1,9 %— en mayo, frente al 2 % del mes precedente. En las economías emergentes, las tasas de inflación interanual también tendieron a descender en general, situándose en mayo en el 3 % en China y en el 5 % en Brasil, por ejemplo.

ESTADOS UNIDOS

En Estados Unidos, la expansión de la actividad económica prosigue a un ritmo moderado. La tercera estimación de la Oficina de Análisis Económico (Bureau of Economic Analysis) indica que el PIB real creció a una tasa interanual del 1,9 % (0,5 % en tasa intertrimestral en el primer trimestre de 2012, la misma que se indicó en la estimación anterior, frente al 3 % registrado en el trimestre precedente) (véase gráfico 3).

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



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

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

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

La desaceleración se explica, en gran medida, por el crecimiento más débil de la inversión no residencial en capital fijo y de la inversión en existencias. El crecimiento del PIB se vio favorecido por la aceleración del gasto en consumo y las exportaciones en el primer trimestre, que, no obstante, fueron algo menor de lo estimado anteriormente. Estas revisiones a la baja de la tercera estimación se compensaron con revisiones al alza de la construcción comercial y una fuerte revisión a la baja de las importaciones, que dio lugar a una ligera contribución positiva de la demanda exterior neta al crecimiento. Los indicadores de opinión y los datos de alta frecuencia siguen apuntando a una moderada expansión en el segundo trimestre de 2012. La confianza empresarial experimentó un deterioro en el segundo trimestre, lastrada por la inquietud respecto al entorno económico mundial, mientras que la producción industrial se moderó ligeramente en mayo. Como aspecto más positivo, varios indicadores sugieren que el sector de la vivienda se está afianzando gradualmente, aunque partiendo de niveles muy bajos. Los datos sobre empleo correspondientes a los dos primeros meses del segundo trimestre fueron más desfavorables de lo esperado por los analistas de mercado, y el fuerte impulso registrado en el primer trimestre (atribuible también a las favorables condiciones meteorológicas) parece estar decayendo. La tasa de paro aumentó ligeramente en mayo, hasta el 8,2 %, como resultado de un incremento en el número de desempleados.

En mayo, la inflación interanual medida por el IPC descendió de nuevo, hasta el 1,7 %, lo que representa una caída significativa respecto al 2,3 % registrado en abril. La moderación de la inflación medida por el IPC refleja, principalmente, el descenso de la tasa de variación interanual de los costes de la energía y la gradual desaceleración de los incrementos de los precios de los alimentos en los últimos meses. Excluidos estos componentes, la inflación subyacente se mantuvo estable en el 2,3 % por tercer mes consecutivo. La resistencia de la inflación subyacente se ha visto favorecida por los incrementos del coste de la vivienda, la atención sanitaria y las prendas de vestir.

El 20 de junio de 2012, el Comité de Operaciones de Mercado Abierto de la Reserva Federal decidió mantener la banda del 0 % al 0,25 % fijada como objetivo para el tipo de interés de los fondos federales y anticipó que la situación económica probablemente justifique que dicho tipo se mantenga en niveles excepcionalmente bajos, como mínimo hasta finales de 2014. El Comité decidió también prorrogar hasta finales de año (en vez de hasta junio de 2012) el programa de ampliación del vencimiento medio de sus tenencias de valores (denominado con frecuencia «Operación Twist»).

JAPÓN

En Japón, la segunda estimación provisional de las cuentas nacionales confirmó aún más la sólida expansión de la actividad económica en el primer trimestre de 2012. El crecimiento del PIB real se ha revisado al alza hasta el 1,2 %, en tasa intertrimestral, desde el 1 % publicado anteriormente, debido al mayor crecimiento del consumo privado y la inversión. Los datos más recientes de las encuestas de opinión indican que el ritmo de la expansión podría haberse moderado ligeramente en el segundo trimestre, en un contexto de ralentización de la producción en el sector manufacturero, mientras que, en otros sectores de la economía se prevé que la actividad siga siendo sólida. El índice PMI de producción de manufacturas señaló un nuevo deterioro del clima empresarial en ese sector en junio, debido a la fortaleza del yen y a la desaceleración del crecimiento de las exportaciones, en particular, las que tienen como destino Asia. La producción industrial se redujo por segundo mes consecutivo en mayo (un 3,1 % en tasa intermensual) y las exportaciones reales de bienes también experimentaron una contracción del 2,7 % en tasa intermensual. Al mismo tiempo, las importaciones reales aumentaron por tercer mes consecutivo, lo que afectó al déficit comercial en términos nominales, que aumentó de nuevo en mayo en cifras mensuales desestacionalizadas.

La inflación interanual medida por el IPC descendió en mayo hasta el 0,2% (desde el 0,5% del mes anterior), debido, principalmente, a la caída de los precios de la energía y de los televisores de pantalla plana. Excluidos los alimentos frescos, la inflación interanual medida por el IPC cayó hasta el -0,1% en mayo, desde el 0,2% de abril, mientras que, si se excluyen la energía y los alimentos, la tasa se redujo hasta el -0,6%, desde el -0,3%. En su reunión más reciente sobre política monetaria, celebrada el 15 de junio, el Banco de Japón decidió mantener el objetivo fijado para el tipo de interés de los préstamos a un día sin garantía entre el 0% y el 0,1%, aproximadamente.

REINO UNIDO

En el Reino Unido, el PIB real se contrajo un 0,3%, en tasa intertrimestral, en el primer trimestre de 2012. Los datos recientes han sido relativamente desfavorables. Tanto las exportaciones en términos reales como la producción manufacturera se redujeron en abril, mientras que los indicadores de opinión del sector manufacturero sugieren un deterioro del clima empresarial en mayo. En el sector servicios, la confianza se ha mantenido en niveles relativamente altos, pero la confianza de los consumidores ha seguido siendo débil y la situación del mercado de trabajo ha mostrado pocas señales de mejora. De cara al futuro, es probable que la recuperación económica solo cobre impulso de manera muy gradual, ya que se prevé que el crecimiento de la demanda interna siga estando limitado por las restrictivas condiciones de concesión de crédito, el ajuste de los balances de los hogares y las sustanciales restricciones presupuestarias.

La inflación interanual medida por el IPC se redujo hasta el 2,8% en mayo, desde el 3% de abril, mientras que, si se excluyen la energía y los alimentos no elaborados, la tasa se mantuvo estable en el 2,4%. El descenso de la inflación medida por el IPC se debió, principalmente, a la caída de los precios de las materias primas. De cara al futuro, la existencia de capacidad productiva sin utilizar y la lenta recuperación de la actividad económica deberían contribuir a moderar las presiones inflacionistas. El 7 de junio, el Comité de Política Monetaria del Bank of England mantuvo el tipo de interés oficial al que se remuneran las reservas de las entidades de crédito en el 0,5% y el volumen de compras de activos financiadas mediante la emisión de reservas del banco central en un total de 325 mm de libras esterlinas. En su reunión de 5 de julio, el Comité mantuvo el tipo de interés oficial en el 0,5%, pero, al mismo tiempo, incrementó el volumen de su programa de compras de activos en 50 mm de libras esterlinas, hasta un total de 375 mm de libras esterlinas.

CHINA

En China, los datos publicados recientemente confirman la desaceleración de la actividad económica. El crecimiento de la producción industrial se afianzó ligeramente en mayo, pero se ralentizó en comparación con el primer trimestre de 2012. El crecimiento de las ventas del comercio al por menor también siguió reduciéndose. Tanto las exportaciones como las importaciones crecieron mucho más de lo previsto en mayo, lo que dio lugar a un superávit comercial ligeramente más elevado en comparación con abril. El mercado de la vivienda mostró señales incipientes de estabilización, tanto en lo relativo a la actividad en la construcción como a los precios de la vivienda. La inflación interanual medida por el IPC siguió descendiendo en mayo, hasta el 3%, desde el 3,4% registrado en abril, como consecuencia de la bajada de los precios de los alimentos. La tasa de inflación del IPC se ha mantenido por debajo del objetivo del 4% fijado por las autoridades desde febrero. El 7 de junio, el Banco Central de la República Popular China recortó los tipos de referencia a un año en 25 puntos básicos. El 5 de julio, rebajó los tipos de interés de depósito otros 25 puntos básicos y los tipos de interés de los préstamos en 31 puntos básicos adicionales. En ambas ocasiones, se permitió a las entidades de crédito un mayor margen de maniobra para fijar los tipos de interés de sus préstamos y depósitos. Las condiciones de liquidez internas se relajaron en mayo, al acelerarse ligeramente el crecimiento de los préstamos y el dinero. El renminbi solo se apreció de forma marginal frente al dólar estadounidense en mayo, continuando así la tendencia de lenta apreciación observada en los últimos meses.

I.2 MERCADOS DE MATERIAS PRIMAS

Los precios del petróleo descendieron de nuevo en junio, continuando así la tendencia a la baja iniciada a mediados de marzo. El 26 de junio, el precio del barril de Brent se situaba en 90 dólares estadounidenses, el nivel más bajo de este año y un 28 % por debajo del máximo alcanzado el 14 de marzo de 2012. De cara al futuro, los participantes en los mercados prevén que los precios del crudo se mantengan bastante constantes en el medio plazo, y los futuros con entrega en diciembre de 2013 se negocian actualmente a 93 dólares estadounidenses el barril.

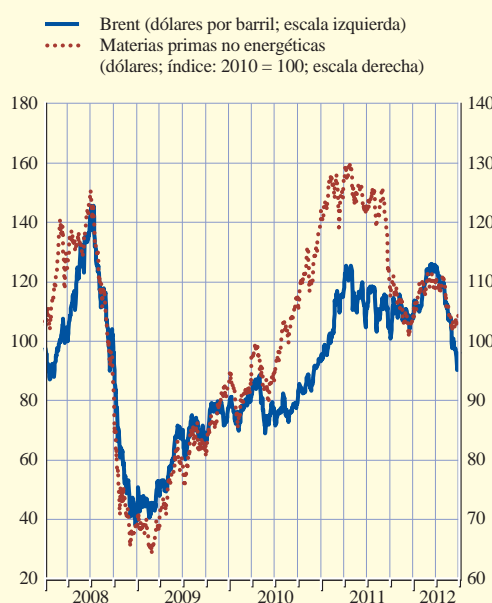
Los precios del crudo han venido descendiendo desde marzo en un clima de inquietud entre los participantes en los mercados respecto a las perspectivas de la economía mundial tras la crisis de la deuda soberana en la zona del euro y a los riesgos de una desaceleración más acusada de lo previsto en las economías emergentes, especialmente en China. La demanda mundial de petróleo registró una significativa caída en el segundo trimestre, mientras que la oferta mundial ha venido creciendo de forma sostenida desde el pasado año. En consecuencia, ha aumentado el volumen de existencias, aunque parte de esta reposición podría deberse a factores estacionales. Pese a este reequilibrio de la oferta y de la demanda de petróleo, persisten algunos riesgos al alza. Las distorsiones de oferta, como consecuencia de las tensiones geopolíticas en torno a Irán, podrían inducir una nueva subida de los precios, habida cuenta de los bajos niveles actuales de capacidad excedente de producción de la OPEP.

Los precios de las materias primas no energéticas se mantuvieron, en términos agregados, bastante estables en junio. Los precios descendieron en abril y mayo, principalmente como consecuencia de una caída de los precios de los metales atribuible a la preocupación por las perspectivas de crecimiento mundial. En cambio, los precios de los metales solo bajaron ligeramente en junio, mientras que aumentaron los precios de los alimentos. En cifras agregadas, el índice de precios de las materias primas no energéticas (denominado en dólares estadounidenses) se situaba, a finales de junio de 2012, un 1 % por encima del nivel de comienzos del año.

I.3 TIPOS DE CAMBIO

Entre finales de marzo y principios de julio de 2012, el tipo de cambio efectivo del euro se depreció, en general, en un contexto de mayor inquietud respecto a la situación presupuestaria de algunos países de la zona del euro. El 4 de julio de 2012, el tipo de cambio efectivo nominal del euro, medido frente a las monedas de 20 de los socios comerciales más importantes de la zona del euro, se situaba un 3,6 % por debajo del nivel registrado a finales de marzo de 2012 y un 6,4 % por debajo de la media de 2011 (véase gráfico 5).

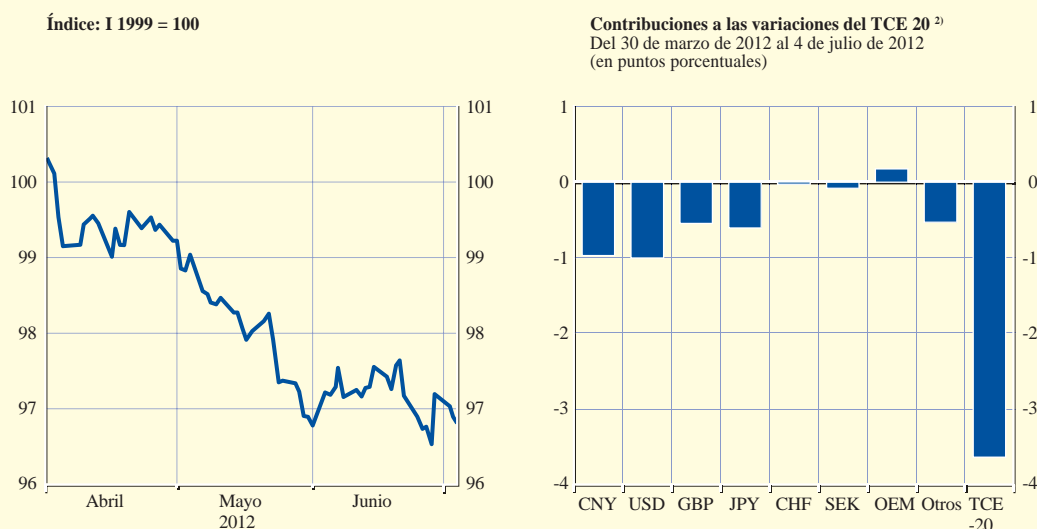
Gráfico 4 Evolución de los precios de las materias primas



Fuentes: Bloomberg y HWWI.

Gráfico 5 Tipo de cambio efectivo del euro (TCE-20) y sus componentes¹⁾

(datos diarios)



Fuente: BCE.

1) Un aumento del índice supone una apreciación del euro frente a las monedas de 20 de los socios comerciales más importantes de la zona del euro (incluidos todos los Estados miembros de la UE que no pertenecen a la zona del euro).

2) Se muestran las contribuciones a las variaciones del TCE-20 correspondientes a cada una de las monedas de los seis principales socios comerciales de la zona del euro. La categoría «Otros Estados miembros (OEM)» se refiere a la contribución agregada de las monedas de los Estados miembros que no pertenecen a la zona del euro (excepto la libra esterlina y la corona sueca). La categoría «Otros» se refiere a la contribución agregada al índice TCE-20 de los otros seis socios comerciales de la zona del euro. Las variaciones se calculan utilizando las correspondientes ponderaciones basadas en el comercio del índice TCE-20.

En términos bilaterales, durante los tres últimos meses el euro se ha depreciado, en general, frente a la mayoría de las principales monedas. Entre el 30 de marzo de 2012 y el 4 de julio de 2012, el euro se depreció de forma constante frente al dólar estadounidense (un 6%), así como frente al yen japonés (un 8,5%) y la libra esterlina (un 3,7%). La moneda única también se depreció ligeramente frente al franco suizo: un 0,3%. Durante el mismo período, el euro se apreció principalmente frente a otras monedas

Cuadro I Evolución del tipo de cambio del euro¹⁾

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

	Ponderación en el TCE-20	Nivel a 4 de julio de 2012	Apreciación (+)/depreciación (-) del euro a 4 de julio de 2012		
			desde: 30 de marzo de 2012	2 de enero de 2012	en comparación con: media de 2011
Renminbi chino	18,8	7,973	-5,2	-2,2	-11,4
Dólar estadounidense	16,9	1,256	-6,0	-2,9	-9,8
Libra esterlina	14,9	0,803	-3,7	-3,8	-7,5
Yen japonés	7,2	100,3	-8,5	0,8	-9,6
Franco suizo	6,5	1,201	-0,3	-1,2	-2,5
Zloty polaco	6,2	4,207	1,3	-6,0	2,1
Corona sueca	5,0	25,50	3,1	0,0	3,7
Corona checa	4,7	8,688	-1,8	-2,7	-3,8
Won coreano	3,9	1.428	-5,6	-4,4	-7,3
Forint húngaro	3,2	285,4	-3,2	-9,2	2,1
TCEN ²⁾		96,8	-3,6	-2,7	-6,4

Fuente: BCE.

1) Tipos de cambio bilaterales en orden descendente basados en las ponderaciones por el comercio de las monedas correspondientes en el índice TCE-20.

2) Tipo de cambio efectivo nominal del euro frente a las monedas de 20 de los socios comerciales más importantes de la zona del euro (TCE-20).

Europeas, en particular, frente a la corona checa (un 3,1 %), el leu rumano (un 2,2 %) y el zloty polaco (un 1,3 %), y se depreció un 3,2 % frente al forint húngaro (véase cuadro 1). La volatilidad de los mercados, medida a partir de los precios de las opciones sobre tipos de cambio, aumentó de nuevo, desde los niveles relativamente bajos registrados a comienzos de marzo, hasta niveles superiores a las medias históricas a finales de mayo, pero desde entonces ha vuelto a situarse en valores correspondientes a las medias de largo plazo en la mayoría de los pares de monedas.

Entre el 31 de enero y el 2 de mayo de 2012, las monedas que participan en el MTC II se mantuvieron, en general, estables frente al euro, cotizando al tipo de cambio correspondiente a las respectivas paridades centrales o en torno a dichas paridades. El lats letón cotizó en la zona más fuerte de su paridad central, dentro de la banda de fluctuación de ± 1 % establecida unilateralmente.

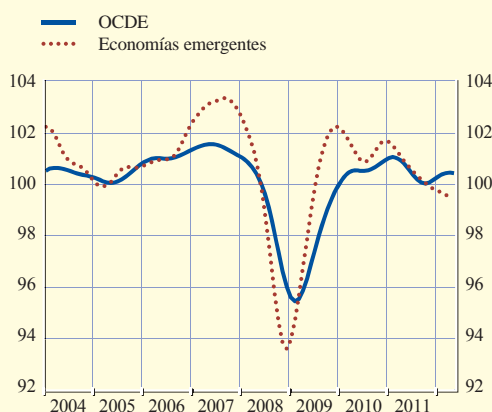
1.4 PERSPECTIVAS DEL ENTORNO EXTERIOR DE LA ZONA DEL EURO

De cara al futuro, los indicadores económicos son coherentes con la moderación del crecimiento mundial. El índice PMI de nuevos pedidos de todos los sectores se redujo hasta un nivel de 50,5 en junio, desde los 52,2 puntos registrados en mayo. El PMI de nuevos pedidos exteriores cayó hasta 47 en junio, es decir, muy por debajo del umbral de 50 que separa la expansión de la contracción, lo que no es un buen augurio para las perspectivas del comercio mundial. Sin embargo, el indicador sintético adelantado de la OCDE, que tiene por objeto anticipar los puntos de giro en la actividad económica en relación con la tendencia, ha seguido aumentando gradualmente en los últimos meses. En abril, el indicador se situaba por encima de la media de largo plazo, respaldado por las favorables cifras de Estados Unidos y Japón. Al mismo tiempo, el índice sugiere unas perspectivas de crecimiento más bien lentas para varios países europeos. En lo que respecta a las economías emergentes, el indicador sintético adelantado sugiere cierta moderación, mientras que los indicadores del ciclo económico de las economías de la ASEAN muestran señales de resistencia. La confianza de los consumidores en el grupo de países de la OCDE también siguió mejorando en mayo, aunque se mantuvo en niveles más bien bajos. En el recuadro 1 se compara, de forma sucinta, la recuperación que registran actualmente algunas economías avanzadas con la recuperación media de los 30 últimos años en el respectivo país.

Las perspectivas del entorno exterior de la zona del euro siguen estando sujetas a un elevado grado de incertidumbre, debido a las tensiones en segmentos clave del mercado financiero, así como a los desequilibrios presupuestarios y mundiales. Además, las tensiones geopolíticas en Oriente Medio suponen un riesgo al alza para los precios del petróleo y un riesgo a la baja para la economía mundial.

Gráfico 6 Indicadores sintéticos adelantados de la OCDE

(datos mensuales; ajustados a la amplitud del ciclo)



Fuente: OCDE.

Nota: El indicador de las economías emergentes es una media ponderada de los indicadores sintéticos adelantados de Brasil, Rusia y China.

Recuadro I

COMPARACIÓN ENTRE LA RECUPERACIÓN ACTUAL DE ALGUNAS ECONOMÍAS AVANZADAS Y UNA RECUPERACIÓN TÍPICA

La recuperación actual, que se produce tras la recesión más severa observada desde la Segunda Guerra Mundial, ha sido lenta y prolongada. De hecho, en algunas de las principales economías avanzadas no se prevé que se alcance el nivel máximo de PIB registrado antes de la crisis hasta pasados cinco años desde el comienzo de la recuperación. Esta situación contrasta de forma acusada con la de las economías emergentes, cuyo PIB supera notablemente los niveles máximos previos a la crisis. Para arrojar algo más de luz sobre las causas de la debilidad de la recuperación actual en las economías avanzadas, se compara la recuperación actual de algunas de ellas con la media de todas las recuperaciones que se han producido en los respectivos países en los treinta últimos años. En concreto, este recuadro trata de identificar el origen de la «discrepancia» en el nivel de PIB en comparación con una recuperación típica considerando las contribuciones de los diferentes componentes de la demanda. La débil contribución del consumo privado es el factor que explica, en gran medida, la desviación del nivel actual del PIB con respecto al que cabría esperar que se hubiese registrado en una recuperación típica en un grupo de estas economías¹.

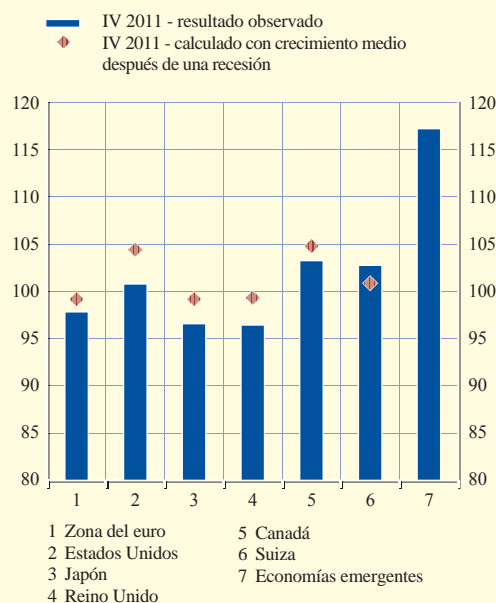
¿Hasta qué punto es débil la recuperación actual y en qué se asemeja a una recuperación típica?

En el cuarto trimestre de 2011, el nivel del PIB en la zona del euro, Estados Unidos, Reino Unido, Canadá y Japón se situaba un 1,4%, un 3,5%, un 3%, un 1,5% y un 2,6%, respectivamente, por debajo del que se habría registrado en caso de haberse producido una recuperación media (como lo indica la diferencia entre las barras y los puntos del gráfico A)². En Suiza, el PIB ha sobrepasado el nivel que se habría registrado en una recuperación típica.

- 1 Para más información sobre la recuperación en la zona del euro, véase el recuadro titulado «La actual recuperación de la zona del euro en los componentes del gasto desde una perspectiva histórica», *Boletín Mensual*, BCE, febrero de 2011.
- 2 Para calcular la senda de la recuperación «típica» se identificaron todas las recuperaciones que se han producido en la zona del euro, Estados Unidos, Reino Unido, Canadá, Japón y Suiza en los treinta últimos años. Para cada una de estas economías se calculó la tasa media de crecimiento intertrimestral en los diez trimestres siguientes al inicio de la recuperación. A continuación, se utilizó la media de estas tasas de crecimiento intertrimestral registradas en cada una de las diferentes recuperaciones para calcular la tasa de crecimiento intertrimestral «típica» en una recuperación. Después, se aplicaron estas tasas medias de crecimiento al nivel del PIB observado en el momento en que comenzó la recuperación actual, a fin de proyectar el perfil de la recuperación media. Estos períodos se eligieron para poder realizar una comparación con la evolución con la recuperación actual, que se inició hace diez trimestres (once trimestres en algunos países).

Gráfico A Nivel del PIB: impacto de la crisis

(índice: máximo previo a la crisis = 100)



Fuentes: Eurostat, fuentes nacionales y cálculos de los expertos del BCE.

Nota: Se supone que la recuperación comienza en el segundo trimestre de 2009 en Japón y Suiza, y en el tercer trimestre de 2009 en los casos de Estados Unidos, la zona del euro, Canadá y el Reino Unido.

¿Qué componentes del PIB están impulsando la débil recuperación actual?

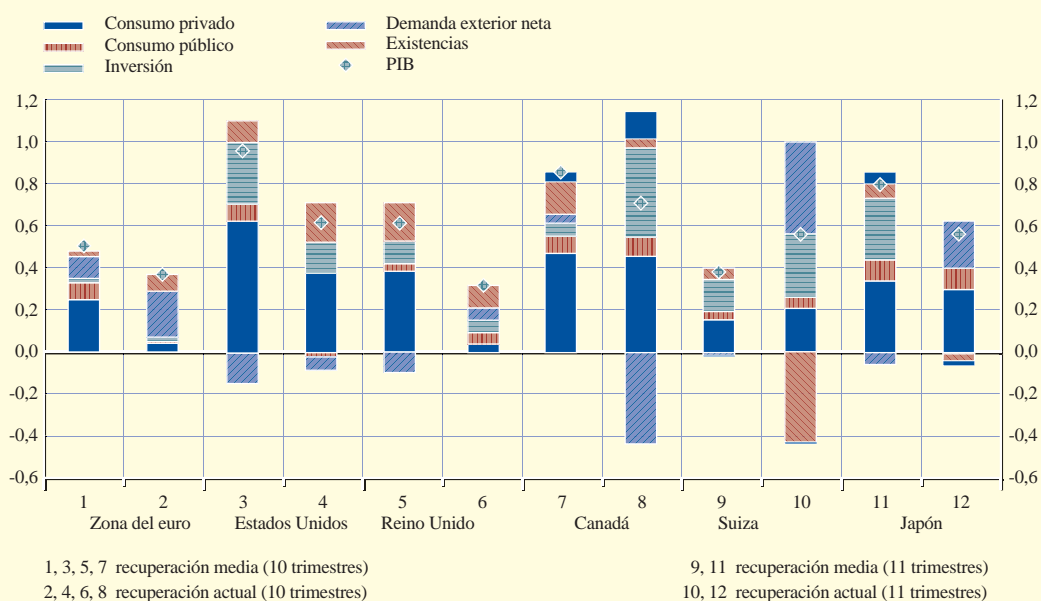
Por lo que respecta a la contribución de los distintos componentes al crecimiento del PIB, un rasgo distintivo de las recuperaciones actuales es que la contribución del consumo privado en la zona del euro, Estados Unidos y Reino Unido (véanse columnas 2, 4 y 6 del gráfico B) es considerablemente menor que en la recuperación típica de cada uno de estas economías (véanse columnas 1, 3 y 5 del gráfico B). Se pone así de manifiesto el impacto del saneamiento de los balances de los hogares, la debilidad de los mercados de trabajo, la consolidación fiscal y los elevados precios de la energía. En Japón, la inversión no está contribuyendo tanto al crecimiento como en una recuperación media, aunque la contribución de la demanda exterior neta es mayor (véanse columnas 11 y 12 del gráfico B). Tanto en Canadá como en Suiza, países en los que los hogares se han visto menos afectados por el legado de la crisis financiera, las contribuciones del consumo privado están en consonancia con las registradas en una recuperación típica (véanse columnas 7, 8, 9 y 10 del gráfico B). En Canadá cabe señalar que la demanda exterior neta está resultando ser un lastre para el crecimiento en la recuperación en curso, en evidente contraste con lo ocurrido en recuperaciones anteriores. Esta evolución refleja, en parte, el debilitamiento de la demanda proveniente de sus principales socios comerciales.

Conclusión

Una de las características notables de la recuperación que registran actualmente algunas de las principales economías avanzadas es su lentitud, especialmente habida cuenta de la magnitud de la recesión y también si se compara con la recuperación media de los treinta últimos años. En casi todas las economías analizadas, la renta nacional a finales de 2011 era inferior a la que cabría esperar en una

Gráfico B Recuperaciones en algunas economías avanzadas

(tasas medias de crecimiento intertrimestral y contribuciones en puntos porcentuales; desestacionalizadas)



Fuentes: Eurostat, fuentes nacionales y cálculos de los expertos del BCE.

Notas: El número de trimestres utilizado para calcular la media se indica entre paréntesis. Las discrepancias estadísticas se incluyen en las existencias.

recuperación típica. En el caso de las economías que registran la mayor carga de las restricciones heredadas de la crisis financiera, se observa que la discrepancia entre el nivel del PIB y el que se habría registrado en una recuperación típica puede explicarse, en gran medida, por la falta de dinamismo del consumo privado.

2 EVOLUCIÓN MONETARIA Y FINANCIERA

2.1 DINERO Y CRÉDITO DE LAS IFM

Al margen de la considerable volatilidad que caracteriza actualmente a la evolución monetaria, el crecimiento subyacente del dinero continuó siendo débil en mayo de 2012. La atonía general observada en la dinámica monetaria queda reflejada, por el lado del crédito, en la persistencia de un crecimiento tenue de los préstamos de las IFM al sector privado. Gran parte de la actual falta de dinamismo del crédito concedido por las IFM puede explicarse por las condiciones de demanda, aunque en algunos países continúan las restricciones de oferta. Para asegurar la financiación adecuada de la economía real cuando se recupere la demanda, será necesario avanzar en el ajuste de los balances de las entidades de crédito.

EL AGREGADO MONETARIO AMPLIO M3

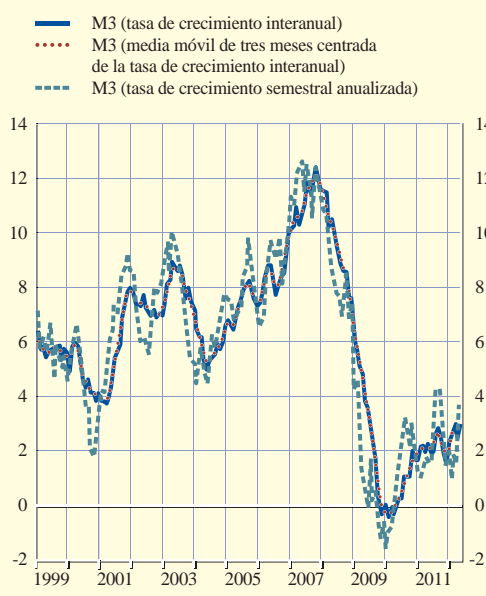
La tasa de crecimiento interanual de M3 de la zona del euro se recuperó y se situó en el 2,9 % en mayo de 2012, frente al 2,5 % de abril, próxima a la tasa del 3 % observada en marzo (véase gráfico 7). Los flujos monetarios mensuales de abril y mayo se caracterizaron por registrar una volatilidad considerable asociada a operaciones temporales realizadas entre entidades de crédito e intermediarios financieros no monetarios. Además, la entrada observada en el agregado monetario amplio en mayo se vio incrementada por un volumen significativo de operaciones interbancarias con garantías realizadas a través de entidades de contrapartida central. Al mismo tiempo, el aumento de la tasa de crecimiento interanual de M3 ajustado por el efecto de las citadas operaciones (que se situó en el 2,8 % en mayo, frente al 2,2 % de abril) fue similar al de la serie de M3, debido a un efecto de base.

El aumento del crecimiento monetario se concentró en componentes y sectores concretos. Además de la volatilidad mencionada, la evolución observada reflejó los desplazamientos de fondos por parte de los inversores institucionales hacia los componentes más líquidos de M3, tanto desde dentro como desde fuera de este agregado monetario.

En cuanto a las contrapartidas, el fortalecimiento del crecimiento monetario en mayo tuvo su reflejo en una reducción de los pasivos financieros a más largo plazo (excluidos capital y reservas), principalmente como resultado de los flujos de salida de depósitos a largo plazo y del aumento del crédito a las Administraciones Públicas. La tasa de crecimiento interanual de los préstamos de las IFM al sector privado (ajustados por el impacto de las ventas y titulaciones) descendió de nuevo y se situó en el 0,4 % en mayo, frente al 0,8 % de abril, debido a las amortizaciones netas. La posición acreedora neta frente al exterior de las IFM registró una entrada mensual en mayo, lo que se tradujo en un flujo acumulado menos negativo durante los doce últimos meses y, por consiguiente, en una contribución menos negativa a la tasa de crecimiento interanual de M3.

Gráfico 7 Crecimiento de M3

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



Fuente: BCE.

Los principales activos de las IFM de la zona del euro disminuyeron levemente en mayo, tras haber caído con fuerza en abril. La contracción observada en la mayoría de las partidas del balance fue moderada y, en cierta medida, se vio compensada con aumentos de las tenencias de valores de instituciones distintas de IFM y del crédito concedido a otras IFM.

PRINCIPALES COMPONENTES DE M3

La recuperación de la tasa de crecimiento interanual de M3 en mayo estuvo impulsada principalmente por la reversión de las operaciones temporales observada en abril entre entidades de crédito e intermediarios financieros no monetarios, que fundamentalmente afectaron a los depósitos a la vista. Además, los flujos de entrada en estos depósitos siguieron viéndose favorecidos por trasvases de fondos procedentes de otros depósitos a corto plazo incluidos en M3 (es decir, M2 menos M1) y de depósitos a largo plazo (que no están incluidos en M3). Por tanto, la tasa de crecimiento interanual de M1 repuntó con fuerza y se situó en el 3,3 % en mayo, compensando con creces el descenso observado en abril, mes en que cayó hasta el 1,8 %, desde el 2,8 % de marzo. En cambio, la tasa de crecimiento interanual de los depósitos a corto plazo distintos de los depósitos a la vista se redujo hasta el 2,3 % en mayo, frente al 3,3 % de abril.

La tasa de crecimiento interanual de los instrumentos negociables (es decir, M3 menos M2) se incrementó hasta situarse en el 3,4 % en mayo, frente al 2,5 % de abril, como resultado de una entrada mensual considerable. Este flujo de entrada reflejó adquisiciones netas de participaciones en fondos del mercado monetario y un aumento de las cesiones temporales, y ocultó la salida registrada de valores distintos de acciones a corto plazo (con vencimiento inicial hasta dos años) de las IFM en manos del sector tenedor de dinero. Las abultadas entradas observadas en las cesiones temporales fueron atribuibles en su totalidad a las operaciones interbancarias con garantías realizadas a través de entidades de contrapartida central. Las entidades de crédito suelen preferir este tipo de transacciones interbancarias en períodos de elevada incertidumbre en los mercados financieros, ya que reducen el riesgo de contraparte.

La tasa de crecimiento interanual de los depósitos de M3, que incluyen los depósitos a corto plazo y las cesiones temporales, y que constituyen el agregado monetario más amplio para el que se dispone de un detalle puntual por sectores, aumentó hasta el 2,4 % en mayo, frente al 2 % de abril (aunque se mantuvo por debajo del 2,8 % observado en marzo). Los hogares continuaron siendo los que más contribuyeron a esta tasa interanual, seguidos de las Administraciones Públicas y las empresas de seguros y fondos de pensiones. No obstante, dos tercios del incremento intermensual de la tasa de crecimiento interanual de los depósitos de M3 fueron atribuibles a la mayor contribución de los intermediarios financieros no monetarios, favorecida por los factores explicados anteriormente.

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 se mantuvo prácticamente estable en mayo, en el 1,5 %, tras haberse situado en el 1,4 % en abril (véase cuadro 2). Esta evolución fue consecuencia del aumento de la tasa de crecimiento interanual del crédito otorgado a las Administraciones Públicas (el 9 %, frente al 7,6 % de abril), que quedó contrarrestado, en cierta medida, por la disminución de la tasa de crecimiento interanual del crédito al sector privado (el -0,2 % en mayo, frente al 0 % de abril).

El incremento de la tasa de crecimiento interanual del crédito otorgado a las Administraciones Públicas estuvo impulsado por las adquisiciones netas de valores de deuda pública por parte de IFM distintas del Euro-sistema y por el aumento de los préstamos concedidos. En cambio, la tasa de crecimiento interanual de los

Cuadro 2 Cuadro resumen de variables monetarias

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

	Saldo vivo en porcentaje de M3 ¹⁾	Tasas de crecimiento interanual					
		2011 II	2011 III	2011 IV	2012 I	2012 Abr	2012 May
M1	49,2	1,7	1,4	1,9	2,3	1,8	3,3
Efectivo en circulación	8,6	4,2	4,5	6,2	6,1	5,5	5,5
Depósitos a la vista	40,5	1,1	0,8	1,0	1,5	1,0	2,9
M2 - M1 (= otros depósitos a corto plazo)	39,2	3,4	3,4	2,3	2,7	3,3	2,3
Depósitos a plazo hasta dos años	19,0	2,3	3,1	2,0	3,4	3,9	1,6
Depósitos disponibles con preaviso hasta tres meses	20,2	4,5	3,7	2,5	2,1	2,7	3,0
M2	88,4	2,4	2,3	2,1	2,5	2,5	2,9
M3 - M2 (= instrumentos negociables)	11,6	-0,3	2,7	3,4	2,1	2,5	3,4
M3	100,0	2,1	2,4	2,2	2,5	2,5	2,9
Crédito a residentes en la zona del euro		3,1	2,4	1,4	1,4	1,4	1,5
Crédito a las Administraciones Públicas		6,5	5,2	1,4	5,1	7,6	9,0
Préstamos a las Administraciones Públicas		10,7	7,0	-2,2	-4,7	-2,9	-0,9
Crédito al sector privado		2,3	1,8	1,4	0,6	0,0	-0,2
Préstamos al sector privado		2,6	2,5	2,1	0,9	0,2	-0,1
Préstamos al sector privado ajustados de ventas y titulaciones ²⁾		2,9	2,7	2,3	1,3	0,8	0,4
Pasivos financieros a más largo plazo (excluidos capital y reservas)		3,4	3,6	2,7	0,5	-1,8	-3,0

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.

préstamos al sector privado ajustados de ventas y titulaciones descendió hasta el 0,4% en mayo, frente al 0,8% de abril, reflejando amortizaciones netas mensuales por importe de 11 mm de euros (aunque esta cifra fue inferior a la del mes anterior). En mayo también se observaron amortizaciones netas de préstamos al sector privado no financiero, tras una entrada considerable en abril.

Tras aumentar ligeramente el mes precedente, la tasa de crecimiento interanual de los préstamos concedidos por las IFM a las sociedades no financieras ajustados de ventas y titulaciones se redujo en mayo (situándose en el 0,2%, frente al 0,6% de abril) como consecuencia de las amortizaciones netas mensuales (véase cuadro 3). Esta evolución reflejó fundamentalmente la amortización neta de préstamos a corto plazo (es decir, con plazo inicial de hasta un año). La tasa de crecimiento interanual de los préstamos concedidos por las IFM a los hogares ajustados de ventas y titulaciones volvió a descender levemente (hasta el 1,3% en mayo, frente al 1,5% de abril). El flujo mensual total de entrada registrado en estos préstamos disminuyó en mayo, impulsado por un descenso equivalente de las entradas en préstamos para adquisición de vivienda, mientras que los flujos observados en otras categorías siguieron siendo insignificantes.

La debilidad del crédito de las IFM al sector privado no financiero sigue teniendo su origen tanto en la atonía de la demanda como en la existencia de restricciones de oferta. Por lo que respecta a la demanda, la fase actual del ciclo económico y la elevada aversión al riesgo continúan teniendo un efecto adverso, reforzado por la persistencia de unas ratios de endeudamiento elevadas de los hogares y de las empresas en algunos países de la zona del euro. En cuanto a la oferta, subsisten las restricciones en la disponibilidad de préstamos, debido a la necesidad de que las entidades de crédito de determinados países de la zona ajusten sus niveles de capital para cubrir posibles pérdidas derivadas del exceso de crédito otorgado en el pasado y cumplir los nuevos requerimientos de capital. En términos de crecimiento de los préstamos, es probable que el pleno impacto de las dos operaciones de

Cuadro 3 Préstamos de las IFM al sector privado

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

	Saldo vivo en porcentaje del total ¹⁾	Tasas de crecimiento interanual					
		2011 II	2011 III	2011 IV	2012 I	2012 Abr	2012 May
Sociedades no financieras	42,1	1,1	1,6	1,7	0,7	0,4	0,1
<i>Ajustados de ventas y titulaciones ²⁾</i>	-	<i>1,9</i>	<i>2,3</i>	<i>2,1</i>	<i>0,9</i>	<i>0,6</i>	<i>0,2</i>
Hasta un año	24,5	1,5	4,1	3,8	0,5	0,9	0,2
De uno a cinco años	18,0	-2,8	-2,8	-2,5	-2,9	-2,2	-2,5
Más de cinco años	57,5	2,2	2,1	2,3	2,0	1,1	0,8
Hogares ³⁾	47,0	3,4	3,0	2,2	1,2	0,5	0,3
<i>Ajustados de ventas y titulaciones ²⁾</i>	-	<i>3,0</i>	<i>2,7</i>	<i>2,3</i>	<i>1,9</i>	<i>1,5</i>	<i>1,3</i>
Crédito al consumo ⁴⁾	11,8	-1,0	-2,0	-2,0	-1,8	-2,4	-1,9
Préstamos para adquisición de vivienda ⁴⁾	72,4	4,4	4,0	3,0	1,8	1,0	0,7
Otras finalidades	15,8	2,0	2,4	1,8	0,9	0,7	0,1
Empresas de seguros y fondos de pensiones	0,7	3,2	7,0	4,3	-3,0	-6,5	-6,3
Otros intermediarios financieros no monetarios	10,1	6,0	3,9	3,3	1,0	-1,4	-2,1

Fuente: BCE.

Notas: El sector IFM, incluido el Eurosistema; clasificación por sectores basada en el SEC 95. Para más información, véanse las notas técnicas pertinentes.

1) A fin del último mes disponible. Préstamos a los sectores, en porcentaje del total de préstamos de las IFM al sector privado, detalle por plazo y por finalidad, en porcentaje de los préstamos concedidos por las IFM a los sectores respectivos. Pueden producirse discrepancias, debido al redondeo.

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

3) Según la definición del SEC 95.

4) Las definiciones de crédito al consumo y de préstamos para adquisición de vivienda no son totalmente homogéneas en la zona del euro.

financiación a plazo más largo (OFPML) a tres años, más allá de aliviar las restricciones en la oferta de crédito como consecuencia de las mejoras en el nivel de liquidez de las IFM de la zona del euro, tarde varios trimestres en materializarse, y dependerá de diversos factores, entre los que se incluyen mejores perspectivas económicas, avances en los procesos de ajuste de los balances que deben acometer las entidades de crédito de la zona y una disminución permanente de las tensiones en los mercados de deuda soberana.

En cuanto a las demás contrapartidas de M3, la tasa de crecimiento interanual de los pasivos financieros a más largo plazo de las IFM (excluidos capital y reservas) volvió a descender, hasta situarse en el -3% en mayo, frente al -1,8% del mes precedente, respaldando así el crecimiento de M3. Este significativo flujo de salida (61 mm de euros) reflejó abultados flujos negativos en los depósitos a largo plazo y en las tenencias de valores distintos de acciones a largo plazo de las IFM por parte del sector tenedor de dinero. Este fue el segundo mes consecutivo en el que se observó una emisión neta negativa de tal magnitud en estos valores. Esto, unido al hecho de que la emisión neta de valores distintos de acciones a corto plazo fue negativa, indica que las entidades han estado utilizando los fondos obtenidos en las dos OFPML a tres años para sustituir bonos a su vencimiento o para recomprar estos valores. Las salidas de depósitos a largo plazo tuvieron su origen principalmente en los intermediarios financieros no monetarios. Aunque la reversión de titulaciones previas en las que los préstamos no se habían dado de baja de los balances también influyeron en la evolución registrada, no fue un factor tan dominante como en meses anteriores, de modo que es probable que un desplazamiento genuino de fondos por parte de los intermediarios financieros no monetarios distintos de las empresas de seguros y fondos de pensiones hacia depósitos con plazos de vencimiento más cortos también haya desempeñado un papel destacado.

La posición acreedora neta frente al exterior de las IFM de la zona del euro registró una entrada de 12 mm de euros en mayo, tras las salidas observadas en los dos meses anteriores. En términos interanuales, esta posición experimentó un descenso de 36 mm de euros en los doce meses transcurridos hasta mayo, después

de haber disminuido en 39 mm de euros en los doce meses transcurridos hasta abril. De este modo, tras haber contribuido positivamente al crecimiento interanual de M3 entre marzo de 2011 y febrero de 2012, los activos exteriores netos han estado frenando la expansión de este agregado monetario desde marzo de este año (véase gráfico 8).

En conjunto, al margen de la sustancial volatilidad a corto plazo observada recientemente, la evolución subyacente del dinero y del crédito continuó siendo débil en mayo. En el caso de los préstamos, esto refleja, por el lado de la demanda, la atonía de la actividad y de las perspectivas económicas, y está relacionada, en cierta medida, con la necesidad de corregir los altos niveles de endeudamiento observados en algunas economías de la zona del euro. No obstante, cuando la demanda repunte, se tendrá que haber avanzado suficientemente en la realización de los ajustes necesarios en los balances de las entidades de crédito para asegurar la recuperación del crecimiento de los préstamos.

2.2 EMISIONES DE VALORES

La tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones emitidos por residentes en la zona del euro se situó en el 4,4% en abril de 2012, frente al 4,8% del mes precedente. Este retroceso estuvo impulsado por el menor crecimiento de la emisión de valores distintos de acciones a largo plazo, mientras que la de valores a corto plazo se aceleró de nuevo. El repunte de la emisión por parte de las sociedades no financieras y las instituciones financieras no monetarias se vio contrarrestado con creces por la desaceleración de la tasa de crecimiento de la emisión de valores distintos de acciones por las IFM y por las Administraciones Públicas. Al mismo tiempo, la tasa de crecimiento interanual de la emisión de acciones cotizadas disminuyó hasta el 1,4%.

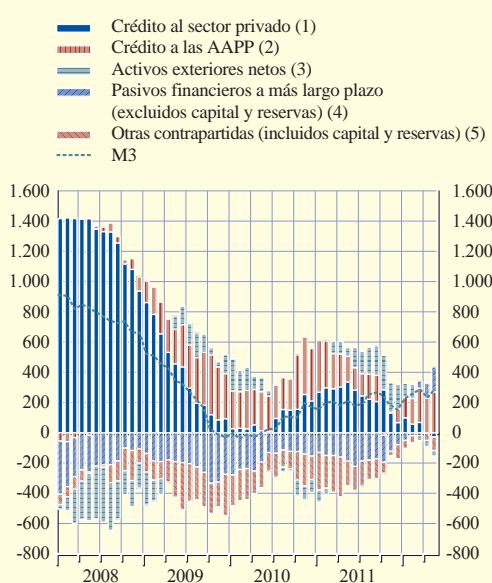
VALORES DISTINTOS DE ACCIONES

En abril de 2012, la tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones emitidos por residentes en la zona del euro disminuyó hasta el 4,4%, frente al 4,8% del mes anterior (véase cuadro 4). Este retroceso estuvo impulsado por el menor crecimiento de la emisión de deuda a largo plazo, mientras que la emisión de valores a corto plazo siguió acelerándose. En términos de sectores, el repunte observado en las emisiones de las sociedades no financieras y de las instituciones financieras no monetarias se vio contrarrestado con creces por la desaceleración de la tasa de crecimiento de la emisión de valores distintos de acciones por las IFM y por las Administraciones Públicas.

Si se consideran los distintos plazos de vencimiento, la tasa de crecimiento interanual de la emisión de valores distintos de acciones a largo plazo cayó hasta el 4,2% en abril de 2012, desde el 4,7% del mes precedente, impulsada por la disminución de la actividad emisora tanto de valores a tipo de interés variable como

Gráfico 8 Contrapartidas de M3

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



Fuente: BCE.

Notas: M3 figura solo como referencia ($M3 = 1 + 2 + 3 - 4 + 5$). Los pasivos financieros a más largo plazo (excluidos capital y reservas) figuran con signo invertido, porque son pasivos del sector IFM.

Cuadro 4 Valores emitidos por residentes en la zona del euro

Sector emisor	Saldo vivo (mm de euros) Abril 2012	Tasas de crecimiento interanual ¹⁾					
		2011 II	2011 III	2011 IV	2012 I	2012 Mar	2012 Abr
Valores distintos de acciones	16.744	3,5	3,5	3,1	4,1	4,8	4,4
IFM	5.610	1,1	2,0	3,3	4,6	4,8	4,2
Instituciones financieras no monetarias	3.363	0,7	-0,4	-1,2	-0,4	2,0	2,8
Sociedades no financieras	916	4,1	4,9	5,0	6,5	8,1	9,6
Administraciones Públicas	6.855	6,9	6,6	4,9	5,8	5,7	4,8
<i>De las cuales:</i>							
Administración Central	6.190	6,1	5,9	4,2	4,8	4,5	3,7
Otras Administraciones Públicas	665	15,8	14,6	13,2	16,8	17,9	15,7
Acciones cotizadas	4.099	1,5	1,9	1,6	1,6	1,5	1,4
IFM	328	7,4	12,4	10,0	10,8	11,3	10,7
Instituciones financieras no monetarias	292	4,2	5,0	5,2	3,6	2,8	3,1
Sociedades no financieras	3.479	0,5	0,4	0,3	0,3	0,3	0,2

Fuente: BCE.

1) Para más información, véanse las notas técnicas relativas a las secciones 4.3 y 4.4 de las «Estadísticas de la zona del euro».

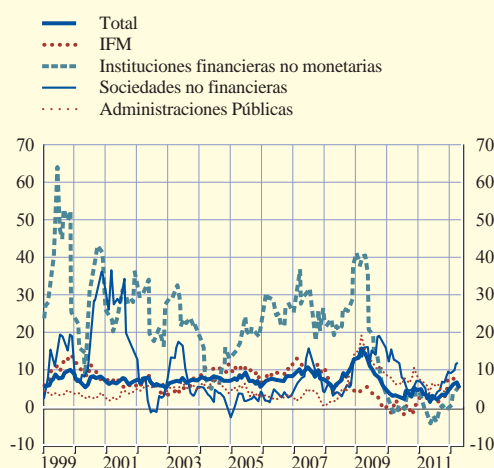
a tipo fijo. En cambio, la tasa de crecimiento de la emisión de valores distintos de acciones a corto plazo volvió a aumentar, hasta el 6,5% en abril, desde el 5,7% de marzo. Esta tasa ha seguido una tendencia al alza desde diciembre de 2011 y cobró nuevo impulso en abril de 2012. Ese mes, la actividad emisora de deuda a corto plazo por parte de las IFM y las sociedades no financieras fue intensa.

La tasa de crecimiento total de las emisiones de valores distintos de acciones observada en abril oculta una evolución dispar en los distintos sectores. Ese mes, la tasa de crecimiento interanual de la emisión de valores distintos de acciones disminuyó hasta el 4,2% en el caso de las IFM y hasta el 4,8% en el sector de Administraciones Públicas, frente al 4,8% y el 5,7%, respectivamente, del mes anterior. La desaceleración de la tasa de crecimiento de los valores emitidos por estos dos sectores debe valorarse en un contexto de elevadas tensiones en los mercados financieros y de necesidad de consolidar la situación de las finanzas públicas. En cambio, en el caso de las sociedades no financieras, la tasa de crecimiento interanual volvió a aumentar, desde el 8,1% de marzo hasta el 9,6% de abril, un valor muy próximo a las medias históricas. La actividad emisora de las sociedades no financieras lleva fortaleciéndose desde el último trimestre de 2011, lo que posiblemente refleje la sustitución de la financiación bancaria por la financiación en los mercados, en un contexto de endurecimiento de los criterios de concesión del crédito. En el caso de las instituciones financieras no monetarias, la tasa de crecimiento interanual de la emisión de valores distintos de acciones se situó en el 2,8% en abril, frente al 2% de marzo, tras haber sido negativa durante siete meses.

Si se consideran las tendencias a corto plazo, la tasa de crecimiento semestral anualizada desestacionalizada de las emisiones de valores distintos de acciones apunta a una desaceleración de la actividad emisora de las IFM y de las Administraciones

Gráfico 9 Detalle por sectores de los valores distintos de acciones emitidos por residentes en la zona del euro

(tasas de crecimiento semestrales anualizadas desestacionalizadas)



Fuente: BCE.

Públicas (véase gráfico 9). En particular, las emisiones de valores por parte del sector de IFM, que fueron intensas desde mediados de 2011, se redujeron ligeramente en marzo y abril de 2012. En cambio, las emisiones de las sociedades no financieras y de las instituciones financieras no monetarias aumentaron moderadamente en abril.

ACCIONES COTIZADAS

La tasa de crecimiento interanual de la emisión de acciones cotizadas por parte de residentes en la zona del euro disminuyó ligeramente en abril de 2012, hasta el 1,4%, frente al 1,5% del mes anterior. En particular, la tasa de crecimiento interanual de la emisión de acciones por las IFM se redujo hasta el 10,7% en abril, frente al 11,3% de marzo (véase gráfico 10). Al mismo tiempo, la tasa de crecimiento interanual de las acciones cotizadas emitidas por las sociedades no financieras cayó levemente en abril, 10 puntos básicos, hasta situarse en el 0,2%. Por otra parte, la tasa de emisión de acciones cotizadas por parte de las instituciones financieras no monetarias aumentó hasta el 3,1%, frente al 2,8% del mes precedente.

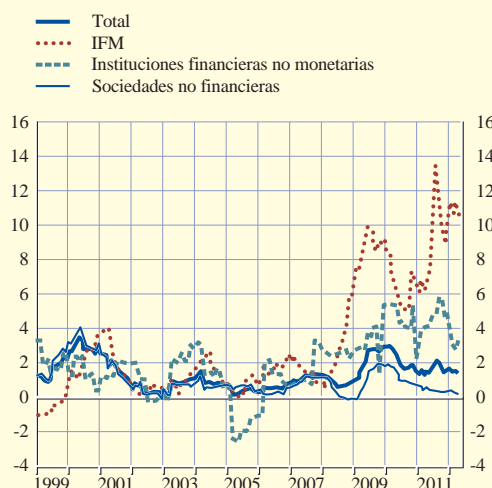
2.3 TIPOS DE INTERÉS DEL MERCADO MONETARIO

Los tipos de interés del mercado monetario descendieron ligeramente entre principios de junio y comienzos de julio de 2012. En el sexto período de mantenimiento de 2012, que comenzó el 13 de junio, el eonia permaneció en niveles bajos, siendo reflejo del significativo exceso de liquidez.

Los tipos de interés del mercado monetario sin garantías, medidos por el euríbor, descendieron ligeramente entre principios de junio y comienzos de julio de 2012. El 4 de julio, los tipos euríbor a un mes, a tres meses, a seis meses y a doce meses se situaron en el 0,37%, el 0,65%, el 0,92% y el 1,21%, respectivamente, es decir, 2 puntos básicos por debajo de los niveles observados el 5 de junio. Por consiguiente, 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 mantuvo sin variación en 84 puntos básicos (véase gráfico 11).

Gráfico 10 Detalle por sectores de las acciones cotizadas emitidas por residentes en la zona del euro

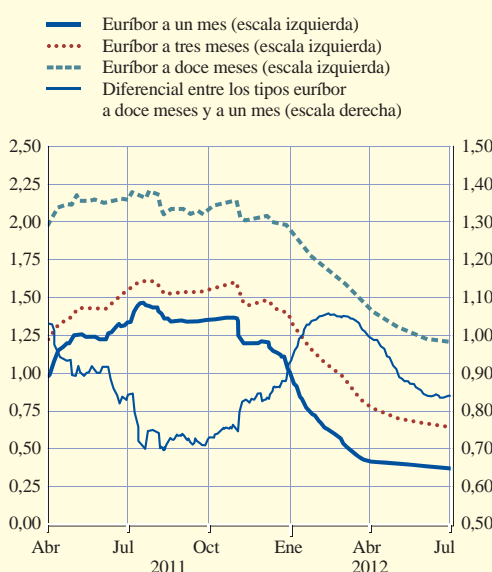
(tasas de crecimiento interanual)



Fuente: BCE.
Nota: Las tasas de crecimiento se calculan a partir de las operaciones financieras.

Gráfico 11 Tipos de interés del mercado monetario

(porcentajes; diferencial en puntos porcentuales; datos diarios)



Fuentes: BCE y Thomson Reuters.

El tipo *swap* del eonia a tres meses se situó en el 0,21% el 4 de julio, 6 puntos básicos por debajo del nivel observado el 5 de junio. Como consecuencia, el diferencial entre el euríbor a tres meses y el tipo *swap* del eonia al mismo plazo se incrementó 4 puntos básicos y se situó en 43 puntos básicos, permaneciendo en niveles bastante acordes con los observados antes del verano de 2011.

El 4 de julio, los tipos de interés implícitos en los precios de los futuros del euríbor a tres meses con vencimiento en septiembre y diciembre de 2012 y en marzo y junio de 2013 se situaron en el 0,48%, el 0,46%, el 0,46% y el 0,47%, respectivamente, lo que representa disminuciones de 6, 7, 6 y 5 puntos básicos, respectivamente, en comparación con los niveles observados el 5 de junio.

Entre el 5 y el 12 de junio, último día del quinto período de mantenimiento del año, el eonia permaneció estable entre el 0,31% y el 0,34%, en un contexto de continuo exceso de liquidez. La fluctuación del eonia fue extremadamente limitada durante el resto de junio, continuando con el patrón observado desde principios del año. El diferencial negativo entre el eonia y el tipo de interés de las operaciones principales de financiación fue reflejo del volumen total de exceso de liquidez. El 4 de julio, el eonia se situó en el 0,332%.

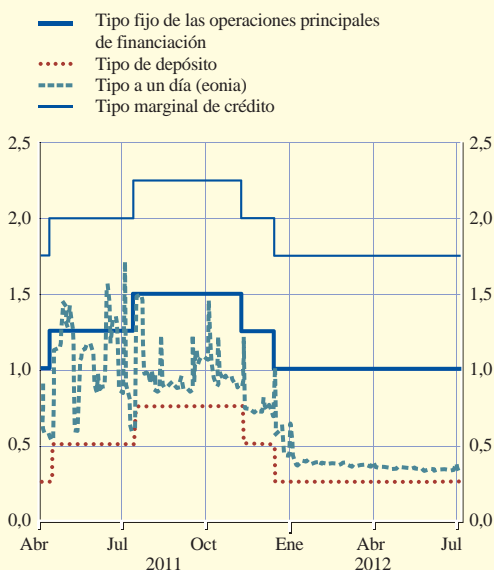
El Eurosistema realizó varias operaciones de financiación entre el 5 de junio y el 4 de julio. En las operaciones principales de financiación del sexto período de mantenimiento, que se llevaron a cabo los días 12, 19 y 26 de junio y 3 de julio, el Eurosistema adjudicó 131,7 mm de euros, 167,3 mm de euros, 180,4 mm de euros y 163,6 mm de euros, respectivamente. El Eurosistema también efectuó dos operaciones de financiación a plazo más largo (OFPML) en junio, en las que aplicó un procedimiento de subasta a tipo de interés fijo con adjudicación plena: una operación de financiación a plazo especial el 12 de junio con plazo de vencimiento de un período de mantenimiento (en la que se adjudicaron 18,9 mm de euros) y una OFPML a tres meses el 27 de junio (en la que se adjudicaron 26,3 mm de euros).

El Eurosistema también llevó a cabo cuatro operaciones de absorción de liquidez a una semana los días 12, 19 y 16 de junio y 3 de julio, aplicando un procedimiento de subasta a tipo de interés variable con un tipo máximo de puja del 1%. Con estas operaciones, el Eurosistema absorbió totalmente la liquidez asociada a las adquisiciones realizadas en el marco del programa para los mercados de valores.

El sexto período de mantenimiento del año, que comenzó el 13 de junio, se caracterizó por unos niveles elevados de exceso de liquidez, situándose el recurso medio diario a la facilidad de depósito en 764 mm de euros el 4 de julio.

Gráfico 12 Tipos de interés del BCE y tipo de interés a un día

(porcentajes; datos diarios)



Fuentes: BCE y Thomson Reuters.

2.4 MERCADOS DE RENTA FIJA

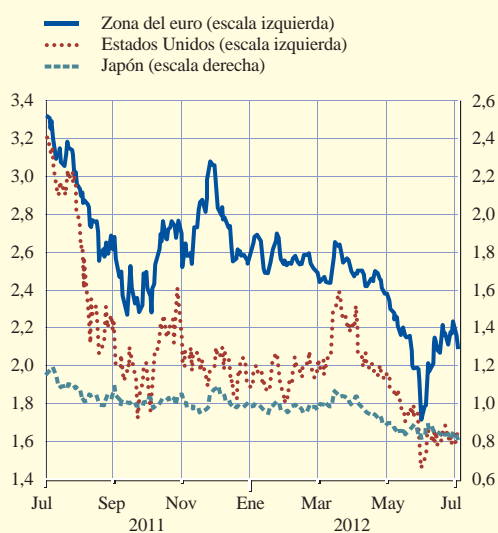
Los rendimientos de la deuda pública a largo plazo con calificación AAA aumentaron en torno a 30 puntos básicos en la zona del euro entre finales de mayo y principios de julio de 2012, mientras que casi no variaron en Estados Unidos. En la zona del euro, los rendimientos se incrementaron, en general, en el caso de los emisores con calificación AAA y cayeron en otros países. La incertidumbre existente en torno a la evolución futura de los mercados de renta fija, medida por la volatilidad implícita de estos mercados, se intensificó en la zona del euro a mediados de junio, antes de volver a caer a los niveles registrados a finales de mayo. Los indicadores de mercado muestran que las expectativas de inflación siguen estando plenamente en consonancia con la estabilidad de precios.

Entre finales de mayo y el 4 de julio de 2012, los rendimientos de la deuda pública a largo plazo con calificación AAA de la zona del euro aumentaron aproximadamente 30 puntos básicos, situándose en torno al 2,1%. En Estados Unidos, estos rendimientos casi no variaron y se situaron alrededor del 1,6% el 4 de julio. Los rendimientos de la deuda pública a largo plazo de Estados Unidos solo registraron leves oscilaciones temporales en junio, mientras que los rendimientos correspondientes en la zona del euro se incrementaron en la primera parte del mes y después fluctuaron sin una tendencia clara hasta finales de junio (véase gráfico 13). En general, la estabilización de los rendimientos de los bonos a largo plazo en Estados Unidos en un nivel próximo al mínimo histórico del 1,5% alcanzado a principios de junio fue reflejo de la publicación de datos económicos dispares en Estados Unidos, que mostraban la atonía del mercado de trabajo, pero también signos de estabilización del mercado de la vivienda. Además, la Reserva Federal revisó las proyecciones de crecimiento a la baja y, como se esperaba mayoritariamente, amplió el alcance de la Operación Twist. En cambio, el aumento general de los rendimientos a largo plazo de la deuda pública con calificación AAA de la zona del euro fue consecuencia, en parte, de la recuperación del apetito por el riesgo ante la celebración de la reunión del Consejo Europeo a finales de junio, en previsión de anuncios de iniciativas políticas para reforzar la estabilidad financiera. Otro factor que probablemente favoreció este incremento fue la especulación acerca de que las iniciativas destinadas a mutualizar la deuda de la zona del euro podrían reducir la calidad crediticia de los países con alta calificación. El resultado de la reunión del Consejo Europeo tuvo una acogida favorable por parte de los inversores y las huidas hacia activos más seguros disminuyeron, contribuyendo así a elevar los rendimientos de la deuda pública con calificación AAA de la zona del euro directamente después de la reunión.

Como consecuencia de los movimientos relativos de los rendimientos en las dos áreas económicas, el diferencial de tipos de interés nominales entre los rendimientos de la deuda pública a diez años de

Gráfico 13 Rendimiento de la deuda pública a largo plazo

(porcentajes; datos diarios)



Fuentes: EuroMTS, BCE, Bloomberg y Thomson Reuters.

Notas: El rendimiento de la deuda pública a largo plazo se refiere a los bonos a diez años o con vencimiento más próximo a este plazo. El rendimiento de la deuda pública de la zona del euro se basa en datos del BCE sobre deuda con calificación AAA, que actualmente incluyen bonos de Alemania, Francia, Países Bajos, Austria y Finlandia.

Estados Unidos y los de la zona del euro aumentó durante el período de referencia y se situó en unos 50 puntos básicos el 4 de julio. En Japón, los rendimientos de la deuda pública al mismo plazo prácticamente no variaron durante el citado período, situándose en el 0,8 % en dicha fecha.

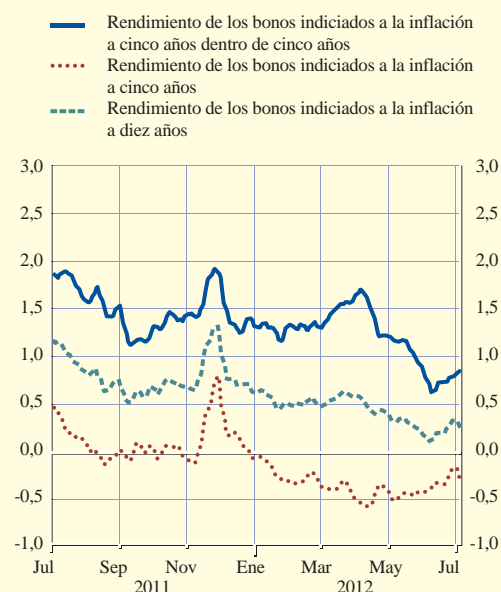
La incertidumbre de los inversores respecto a la evolución a corto plazo de los mercados de renta fija de la zona del euro, medida por la volatilidad implícita obtenida de las opciones, aumentó en la primera parte de junio, antes de caer gradualmente hasta el mismo nivel, aproximadamente, que se registró a finales de mayo. En Estados Unidos, la volatilidad implícita se redujo en torno a 0,6 puntos porcentuales en el mismo período. Esta evolución tuvo lugar en un entorno de disminución de la volatilidad implícita de los mercados de renta variable en ambas áreas económicas.

La volatilidad implícita de los mercados de renta fija disminuyó en ambas áreas económicas, aunque sobre todo en Estados Unidos, con respecto a los niveles máximos registrados en noviembre de 2011. En la zona del euro, la volatilidad sigue siendo elevada en términos históricos y se sitúa actualmente en torno a los niveles observados justo antes de la quiebra de Lehman Brothers. En cambio, la volatilidad en Estados Unidos se encuentra algo por debajo de dicho máximo. En consonancia con la reciente reducción de la aversión de los inversores al riesgo, la demanda de activos refugio (aproximada por las primas de liquidez todavía altas de la deuda pública de Alemania en relación con las de los bonos comparables de institutos públicos de financiación) se contrajo durante el período analizado, lo que sugiere que es posible que el sentimiento general de los mercados de renta fija haya mejorado levemente ante las perspectivas de iniciativas políticas para reforzar la estabilidad financiera.

Durante el período de referencia, los diferenciales de rendimiento de la deuda soberana a diez años frente a la deuda alemana se redujeron en Bélgica, Italia, España, Grecia, Irlanda y Portugal, mientras que permanecieron prácticamente estables en Austria, Finlandia, Francia y Países Bajos. Los rendimientos de la deuda española alcanzaron en junio el máximo nivel registrado desde la introducción del euro, antes de caer a finales de mes en un entorno de menor aversión al riesgo. La incertidumbre sobre las necesidades de recapitalización del sector financiero y las condiciones de la financiación en el marco del programa de asistencia financiera de la UE hizo que los rendimientos de la financiación pública española se mostraran volátiles en junio. Los diferenciales disminuyeron en Grecia, Irlanda y Portugal entre 150 y 500 puntos básicos en el período de referencia. Los resultados de las elecciones en Grecia llevaron una breve calma a los mercados de renta fija, pero las declaraciones del Gobierno de coalición sobre su intención de renegociar el programa de asistencia financiera volvieron a crear incertidumbre. Los rendimientos de los bonos a largo plazo aumentaron en todos los países de la zona del euro con calificación AAA, y cayeron en los países de la zona con calificación más baja.

Gráfico 14 Rendimiento de los bonos cupón cero indicados a la inflación de la zona del euro

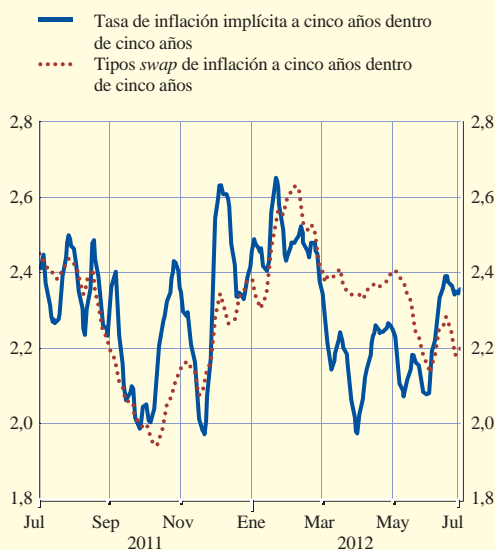
(porcentajes; datos diarios de medias móviles de cinco días; datos desestacionalizados)



Fuentes: Thomson Reuters y cálculos del BCE.
 Notas: Desde finales de agosto de 2011, los tipos reales se calculan como la media ponderada por el PIB de los tipos reales de Francia y Alemania, estimados por separado. Antes de esa fecha, los tipos reales se calculaban estimando una curva combinada de rendimientos reales para Francia y Alemania.

Gráfico 15 Tasas de inflación implícitas en los bonos cupón cero de la zona del euro y tipos swap de inflación

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

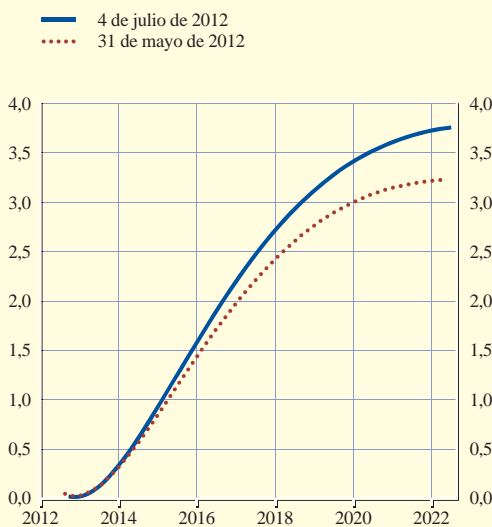


Fuentes: Thomson Reuters y cálculos del BCE.

Notas: Desde finales de agosto de 2011, las tasas de inflación implícitas se calculan como la media ponderada por el PIB de las tasas de inflación implícitas de Francia y Alemania, estimadas por separado. Antes de esa fecha, las tasas de inflación implícitas se calculaban comparando los rendimientos de la curva de rendimientos nominales de la deuda pública de la zona del euro con calificación AAA con una curva combinada de rendimientos reales obtenida a partir de la deuda pública indicida a la inflación de Francia y Alemania.

Gráfico 16 Curva de tipos forward a un día de la zona del euro

(porcentajes; datos diarios)



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

Notas: La curva de tipos forward 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 curvas de tipos forward 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.

Los rendimientos de la deuda pública a cinco y a diez años de la zona del euro iniciada a la inflación aumentaron unos 10 puntos básicos en el período de referencia, situándose en el $-0,4\%$ y el $0,2\%$, respectivamente, el 4 de julio (véase gráfico 14). El nivel todavía muy bajo de tipos de interés reales a largo plazo refleja la pesimista percepción de los inversores en relación con las perspectivas de crecimiento a medio plazo. En cuanto a la percepción de la inflación, la tasa de inflación implícita a cinco años dentro de cinco años de la zona del euro se incrementó alrededor de 30 puntos básicos, hasta alcanzar el $2,4\%$ en el período considerado (véase gráfico 15). El tipo swap de inflación con el mismo horizonte temporal apenas varió en ese período y se situó en el $2,2\%$ el 4 de julio. En conjunto, si se tienen en cuenta no solo la volatilidad y las distorsiones de los mercados en un entorno de elevadas primas de liquidez, sino también las primas de riesgo de inflación, los indicadores de mercado muestran que las expectativas de inflación siguen estando plenamente en consonancia con la estabilidad de precios.

El patrón general de rendimiento de la deuda pública a largo plazo con calificación AAA de la zona del euro puede descomponerse en variaciones de las expectativas de tipos de interés (y de las primas de riesgo asociadas) en distintos horizontes (véase gráfico 16). El 4 de julio, la curva de tipos forward tenía una inclinación 50 puntos básicos mayor que la observada a finales de mayo.

Entre finales de mayo y el 4 de julio de 2012, los diferenciales de los valores de renta fija privada con calificación de grado de inversión emitidos por las sociedades no financieras (en comparación con el índice Merrill Lynch EMU de deuda pública con calificación AAA) se mantuvieron prácticamente estables.

En el mismo período, los diferenciales de los valores de renta fija privada con calificación de grado de inversión emitidos por las sociedades financieras se redujeron para los emisores con calificación AAA y AA- (en torno a 15 puntos básicos), mientras que registraron una caída más significativa para las categorías de calificación A y BBB (unos 40 puntos básicos). En conjunto, la evolución reciente de los rendimientos de los valores de renta fija privada sugiere una ligera mejora de las condiciones de financiación en los mercados para las empresas.

2.5 TIPOS DE INTERÉS DE LOS PRÉSTAMOS Y LOS DEPÓSITOS

En mayo de 2012, los tipos de interés aplicados por las IFM a los depósitos continuaron cayendo. Los tipos de interés de los préstamos a hogares para adquisición de vivienda y de los préstamos a las sociedades no financieras también registraron un descenso, tanto a corto como a largo plazo. Los menores tipos de interés aplicados por las IFM a los préstamos a las sociedades no financieras se vieron acompañados por una reducción del diferencial entre los créditos de hasta un millón de euros y los de más de un millón de euros, que, sin embargo, se mantiene en niveles históricamente elevados.

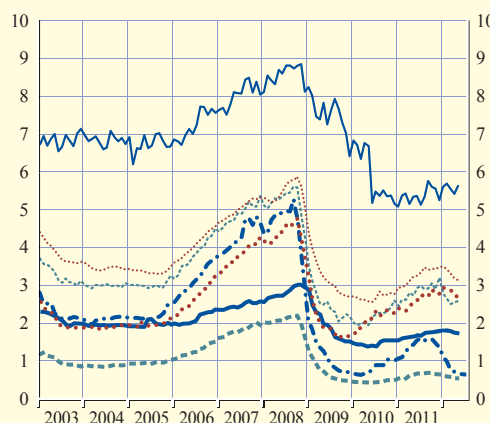
Los tipos de interés aplicados por las IFM a los depósitos a corto plazo se redujeron en mayo de 2012. Los tipos de los depósitos a plazo hasta un año de los hogares descendieron 2 puntos básicos, mientras que los de los depósitos de las sociedades no financieras al mismo plazo cayeron 9 puntos básicos (véase gráfico 17).

La mayor parte de los tipos de interés aplicados por las IFM a los préstamos a corto plazo también se redujeron en mayo de 2012. Los tipos de interés de los descubiertos de las sociedades no financieras disminuyeron 3 puntos básicos y los de los préstamos y créditos hasta un año otorgados a estas sociedades experimentaron una caída de 6 puntos básicos. La caída de los tipos de interés aplicados por las IFM a los préstamos a corto plazo concedidos a las sociedades no financieras refleja realmente una reducción más pronunciada (de 5 puntos básicos) de los tipos de interés de los créditos de hasta un millón de euros, hasta situarlos en el 4,1 %, así como un aumento de 3 puntos básicos, hasta el 2,6%, del tipo aplicado a los créditos de más de un millón de euros. Así pues, el diferencial entre los tipos de interés a corto plazo aplicados por las IFM a los créditos de hasta un millón de euros, concedidos supuestamente a pequeñas empresas, y los aplicados a los créditos de más de un millón de euros, otorgados supuestamente a las

Gráfico 17 Tipos de interés a corto plazo aplicados por las IFM y tipo de mercado a corto plazo

(porcentajes; tipos de interés de las nuevas operaciones)

- Depósitos disponibles con preaviso hasta tres meses de los hogares
- Depósitos a plazo hasta un año de los hogares
- - - Depósitos a la vista de las sociedades no financieras
- Crédito a hogares para consumo a tipo flexible y hasta un año de fijación del tipo inicial
- Préstamos a hogares para adquisición de vivienda a tipo flexible y hasta un año de fijación del tipo inicial
- - - Crédito a las sociedades no financieras de más de un millón de euros a tipo flexible y hasta un año de fijación del tipo inicial
- Tipo a tres meses del mercado monetario



Fuente: BCE.

Nota: 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 derivados de la aplicación de los Reglamentos BCE/2008/32 y BCE/2009/7 (por el que se modifica el Reglamento BCE/2001/18).

empresas más grandes, se redujo ligeramente en mayo, aunque se mantuvo en un nivel históricamente elevado, de 156 puntos básicos. Los tipos de interés a corto plazo aplicados por las IFM a los préstamos a hogares para adquisición de vivienda registraron un descenso de 6 puntos básicos en mayo, mientras que los del crédito al consumo, que generalmente son bastante volátiles, experimentaron una subida de 22 puntos básicos, invirtiéndose así la caída observada el mes anterior. En conjunto, y dado el descenso de 4 puntos básicos que registró el euríbor en el mismo mes, el diferencial frente a los tipos de interés a corto plazo de los préstamos hogares para adquisición de vivienda se redujo hasta 247 puntos básicos, mientras que el diferencial frente a los préstamos a corto plazo de más de un millón de euros a las sociedades no financieras aumentó hasta 191 puntos básicos (véase gráfico 18).

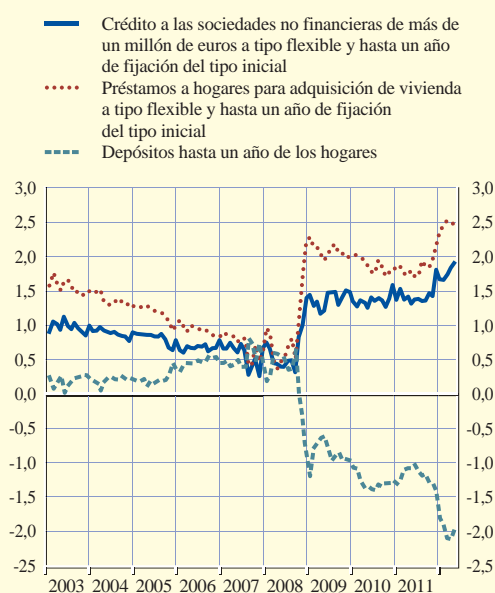
Desde una perspectiva de más largo plazo, los tipos de interés de los préstamos a corto plazo aplicados por las IFM han caído desde principios de 2012. Esta tendencia puede que siga siendo atribuible a la transmisión de las variaciones de los tipos de mercado a los tipos de interés del crédito bancario, tras los recortes de los tipos de interés oficiales del BCE efectuados en noviembre y diciembre de 2011, así como a la mejora de la liquidez de las entidades crédito en el entorno de las dos OFPML a tres años llevadas a cabo en diciembre de 2011 y en enero de 2012 y de la ampliación de la política del Eurosistema relativa a los activos de garantía.

Por lo que respecta a los vencimientos a largo plazo, los tipos de interés aplicados a los créditos de más de un millón de euros concedidos a las sociedades no financieras se mantuvieron inalterados en mayo, mientras que los tipos de los préstamos a hogares para adquisición de vivienda y de los créditos de hasta un millón de euros otorgados a las sociedades no financieras se redujeron. Más concretamente, los tipos de interés de los créditos de más de un millón de euros concedidos a las empresas a más de cinco años de fijación del tipo inicial se situaron en el 3,6% en mayo, sin cambios con respecto a abril, y algo por debajo del máximo alcanzado en febrero de 2012. Al mismo tiempo, los tipos de interés aplicados por las IFM a los créditos de hasta un millón de euros experimentaron una caída de 12 puntos básicos, hasta situarse en el 4,1%. Los tipos de interés de los préstamos a hogares para adquisición de vivienda a más de cinco años y hasta diez años de fijación del tipo inicial también registraron un descenso, que fue cercano a los 7 puntos básicos (véase gráfico 19).

Hasta abril de 2012, los diferenciales entre los tipos de interés a largo plazo y los rendimientos de la deuda pública a siete años con calificación AAA tendieron a aumentar, debido en parte a la presión a la baja ejercida sobre el rendimiento de la deuda pública con calificación AAA, como consecuencia de la huida hacia activos más seguros. En mayo, el diferencial entre los tipos de interés a largo plazo de los préstamos para

Gráfico 18 Diferenciales entre los tipos de interés a corto plazo aplicados por las IFM y el tipo a tres meses del mercado monetario

(puntos porcentuales; tipos de interés de las nuevas operaciones)



Fuente: BCE.

Notas: Los diferenciales de los préstamos y créditos se calculan como el tipo de interés de los préstamos y créditos menos el tipo a tres meses del mercado monetario, y los de los depósitos se calculan como el tipo a tres meses del mercado monetario menos el tipo de interés de los depósitos. 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 derivados de la aplicación de los Reglamentos BCE/2008/32 y BCE/2009/7 (por el que se modificó el Reglamento BCE/2001/18).

adquisición de vivienda (a más de diez años) y los rendimientos de la deuda pública a siete años con calificación AAA se mantuvo básicamente sin cambios en 249 puntos básicos. En el caso de las sociedades no financieras, el diferencial correspondiente para los créditos de más de un millón de euros se amplió alrededor de 7 puntos básicos, hasta situarse en 191 puntos básicos.

Si se considera desde una perspectiva de más largo plazo, se observa que los tipos de interés de los préstamos a largo plazo concedidos a los hogares y los tipos de interés de los créditos a largo plazo de más de un millón de euros otorgados a las sociedades no financieras muestran una transmisión ligeramente incompleta y lenta. Recientemente, las regularidades históricas entre los tipos de interés de los préstamos a largo plazo y los rendimientos de la deuda pública con calificación AAA correspondiente podrían haberse visto distorsionadas por las tensiones asociadas a la crisis de la deuda soberana en la zona del euro, así como por las vulnerabilidades de las entidades de crédito de la zona. Así pues, los diferenciales entre los tipos de interés de los préstamos a largo plazo y los rendimientos de la deuda pública con calificación AAA correspondiente han aumentado significativamente desde comienzos de 2012.

2.6 MERCADOS DE RENTA VARIABLE

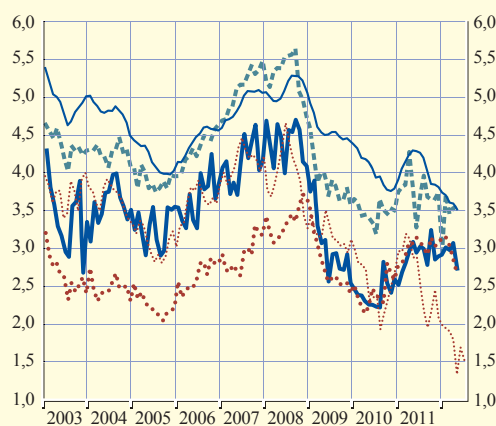
Entre finales de mayo y principios de julio de 2012, las cotizaciones bursátiles aumentaron alrededor del 8% en la zona del euro y del 5% en Estados Unidos. Las subidas registradas en las dos principales áreas económicas se produjeron en un contexto de posible adopción de iniciativas políticas para reforzar la estabilidad financiera en la zona del euro y de la continuidad de la política monetaria acomodaticia en Estados Unidos. Por otra parte, los datos publicados, que apuntaban a cierto deterioro de las perspectivas económicas a corto plazo, siguieron afectando a las cotizaciones bursátiles. Las cotizaciones del sector financiero, tanto en la zona del euro como en Estados Unidos, registraron incrementos mayores que los índices generales. La incertidumbre en los mercados bursátiles, medida por la volatilidad implícita, se redujo en las dos áreas económicas.

Entre finales de mayo y el 4 de julio de 2012, las cotizaciones bursátiles de la zona del euro, medidas por el índice Dow Jones EURO STOXX amplio, aumentaron alrededor del 8%, mientras que las de Estados Unidos, medidas por el índice Standard & Poor's 500, se incrementaron en torno al 5% (véase gráfico 20). En Japón, las cotizaciones, medidas por el índice Nikkei 225, también registraron una subida de alrededor del 7% durante el mismo período.

Gráfico 19 Tipos de interés a largo plazo aplicados por las IFM y tipo de mercado a largo plazo

(porcentajes; tipos de interés de las nuevas operaciones)

- Depósitos a plazo a más de dos años de las sociedades no financieras
- Depósitos a plazo a más de dos años de los hogares
- - - Crédito a las sociedades no financieras de más de un millón de euros y a más de cinco años de fijación del tipo inicial
- Préstamos a hogares para adquisición de vivienda a más de cinco años y hasta diez años de fijación del tipo inicial
- Rendimiento de la deuda pública a siete años



Fuente: BCE.

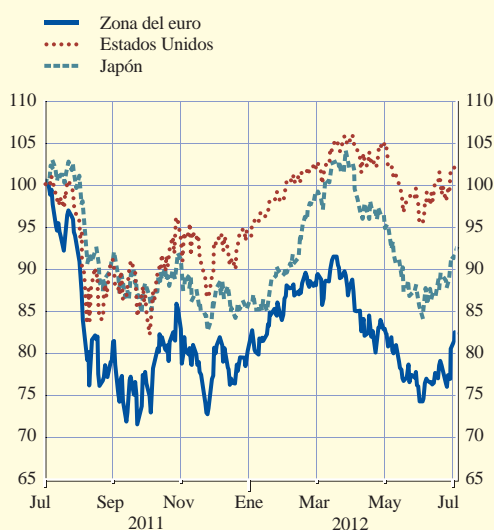
Nota: Es posible que los datos a partir de junio de 2010 no sean totalmente comparables con los anteriores a esa fecha, debido a los cambios metodológicos derivados de la aplicación de los Reglamentos BCE/2008/32 y BCE/2009/7 (por el que se modifica el Reglamento BCE/2001/18).

La evolución de las cotizaciones bursátiles en las dos principales áreas económicas fue relativamente uniforme a lo largo de junio y a comienzos de julio. Los mercados de renta variable oscilaron dentro de un intervalo estrecho durante la mayor parte de junio, antes de registrar un alza tras los resultados de la reunión del Consejo Europeo. Estos mercados recibieron un respaldo generalmente positivo tras el resultado de las elecciones griegas, las señales de estabilización observadas en el mercado de la vivienda estadounidense y las perspectivas de que se adoptasen iniciativas políticas para reforzar la estabilidad financiera en la zona del euro. La continuación de la Operación Twist en Estados Unidos y las conversaciones entre los líderes de la UE sobre algunas iniciativas para estimular el crecimiento también constituyeron un apoyo para estos mercados. Entre los aspectos negativos, cabe señalar que las cifras de empleo más desfavorables de lo previsto y las revisiones a la baja del crecimiento en Estados Unidos, así como la inquietud respecto a la estabilidad financiera en algunos países de la zona del euro, afectaron a las cotizaciones bursátiles en junio. Hacia finales de mes, los participantes en los mercados recibieron con satisfacción el resultado de la cumbre del Consejo Europeo, lo que contribuyó al incremento de dichas cotizaciones tanto en la zona del euro como en Estados Unidos.

El alza del precio de las acciones durante el período de referencia fue generalizada en la zona del euro, registrándose incrementos en todos los principales países. En la zona en su conjunto, el subíndice financiero del mercado bursátil tendió a adelantar los movimientos del índice general, aumentando en torno al 12 % en dicho período. En Estados Unidos, también el subíndice financiero adelantó los movimientos del índice general con un avance del 6 %, mientras que el subíndice no financiero registró una subida del 4 %. Las decisiones de las agencias de calificación crediticia de rebajar en varios escalones

Gráfico 20 Índices bursátiles

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

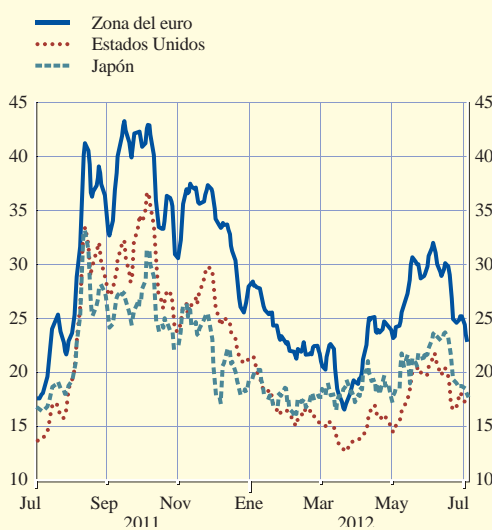


Fuente: Thomson Reuters.

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

Gráfico 21 Volatilidad implícita en los mercados de renta variable

(porcentaje; media móvil de cinco días de datos diarios)



Fuente: Bloomberg.

Notas: Las series de volatilidad implícita representan la desviación típica esperada de las tasas de variación de las cotizaciones bursátiles en un período de hasta tres meses, implícitas en los precios de las opciones sobre índices de Bolsa. Los índices bursátiles a los que se refieren las volatilidades 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.

las calificaciones de España, así como de varias entidades de crédito españolas e instituciones financieras mundiales, tuvieron un impacto negativo, aunque limitado, sobre los mercados de renta variable y los subíndices financieros.

La incertidumbre en el mercado de renta variable, medida por la volatilidad implícita, se mantuvo estable en la zona del euro hasta mediados de junio, pero se redujo a partir de entonces, situándose en el 23 % el 4 de julio. En Estados Unidos, la volatilidad implícita en este mercado también se redujo, aunque en menor medida, y, con un nivel del 16 %, sigue siendo menor que en la zona del euro. En ambas áreas económicas, los niveles actuales de incertidumbre en los mercados bursátiles son similares a los que se registraban a principios de 2012 (véase gráfico 21).

3 PRECIOS Y COSTES

Según la estimación preliminar de Eurostat, la inflación interanual medida por el IAPC de la zona del euro fue del 2,4% en junio de 2012, sin cambios con respecto al mes anterior. Teniendo en cuenta los precios actuales de los futuros sobre el petróleo, las tasas de inflación deberían seguir cayendo en el transcurso de 2012 y situarse de nuevo por debajo del 2% en 2013. A lo largo del horizonte temporal relevante para la política monetaria, en un entorno de crecimiento moderado de la zona del euro y de expectativas de inflación a largo plazo firmemente ancladas, las presiones inflacionistas subyacentes deberían continuar siendo limitadas. Se considera que los riesgos para las perspectivas de evolución de los precios a medio plazo siguen estando, en general, equilibrados.

3.1 PRECIOS DE CONSUMO

Según la estimación preliminar de Eurostat, la inflación medida por el IAPC fue del 2,4% en junio de 2012, sin cambios con respecto a mayo (véase cuadro 5). Los precios del petróleo han descendido significativamente en las últimas semanas. El menor ritmo de crecimiento de los precios de la energía puede haber sido compensado, parcialmente, por un mayor incremento de la tasa de variación de los precios de los alimentos no elaborados en algunos países de la zona del euro.

En mayo de 2012, el último mes para el que se dispone de una desagregación oficial, la inflación medida por el IAPC descendió hasta el 2,4%, frente al 2,6% de abril. Este descenso fue reflejo de la disminución de las tasas de variación interanual de los componentes de energía y, en menor medida, de alimentos, que quedó compensada, solo parcialmente, por un ligero aumento de la tasa de crecimiento de los precios de los servicios. El ritmo de avance de los precios de los bienes industriales no energéticos no registró cambios.

Si se consideran con más detalle los principales componentes del IAPC, la tasa de variación de los precios de la energía cayó hasta el 7,3% en mayo, desde el 8,1% de abril, como consecuencia de la disminución intermensual de dichos precios (-1,4%), que contrarrestó con creces un efecto de base al alza (véase gráfico 22). En particular, la tasa de crecimiento interanual del precio de los combustibles para vehículos privados se contrajo significativamente en mayo, mientras que el ritmo de avance de los precios de la electricidad y del gas creció ligeramente.

Cuadro 5 Evolución de los precios

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

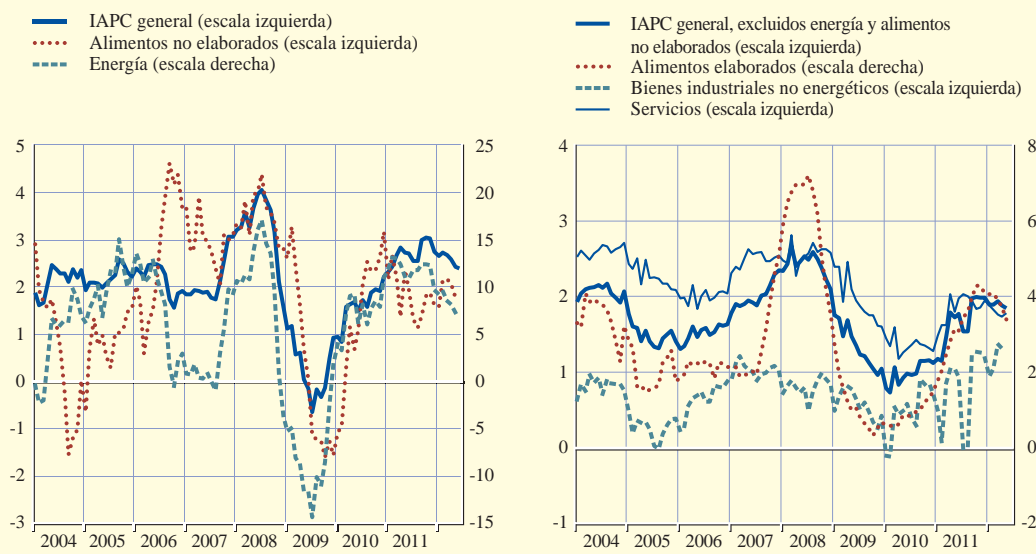
	2010	2011	2012 Ene	2012 Feb	2012 Mar	2012 Abr	2012 May	2012 Jun
IAPC y sus componentes								
Índice general ¹⁾	1,6	2,7	2,7	2,7	2,7	2,6	2,4	2,4
Energía	7,4	11,9	9,2	9,5	8,5	8,1	7,3	.
Alimentos no elaborados	1,3	1,8	1,6	2,2	2,2	2,1	1,8	.
Alimentos elaborados	0,9	3,3	4,1	4,1	3,9	3,7	3,4	.
Bienes industriales no energéticos	0,5	0,8	0,9	1,0	1,4	1,3	1,3	.
Servicios	1,4	1,8	1,9	1,8	1,8	1,7	1,8	.
Otros indicadores de precios								
Precios industriales	2,9	5,9	3,9	3,7	3,5	2,6	2,3	.
Precios del petróleo (euros por barril)	60,7	79,7	86,2	89,7	94,2	91,4	86,0	76,4
Precios de las materias primas no energéticas	44,6	12,2	-4,6	-7,5	-5,2	-3,8	-0,2	0,9

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

1) La inflación medida por el IAPC de junio de 2012 corresponde a una estimación preliminar de Eurostat.

Gráfico 22 Desagregación de la inflación medida por el IAPC por principales componentes

(tasas de variación interanual; datos mensuales)



Fuente: Eurostat.

La tasa de variación de los precios de los alimentos no elaborados disminuyó hasta el 1,8% en mayo, frente al 2,1% de abril, como consecuencia del menor ritmo de crecimiento interanual de todos los componentes. La tasa de avance de los precios de los alimentos elaborados también volvió a descender, hasta el 3,4%, con respecto a tasas ligeramente superiores al 4% a principios de año, debido a un efecto de base a la baja. Este descenso reflejó, en particular, el menor aumento, en términos interanuales, de los precios del pan y los cereales, así como de la leche, el queso y los huevos, mientras que los precios del tabaco se incrementaron al mismo ritmo que en abril.

Si se excluyen los alimentos y la energía, que representan en torno al 30% de la cesta del IAPC, la inflación interanual medida por el IAPC permaneció sin variación en el 1,6% en mayo de 2012 por tercer mes consecutivo. La inflación medida por el IAPC excluidos los alimentos y la energía, que está determinada fundamentalmente por factores internos, como los salarios, los márgenes y los impuestos indirectos, consta de dos componentes principales: los bienes industriales no energéticos y los servicios.

La tasa de variación interanual de los precios de los bienes industriales no energéticos se mantuvo sin cambios en el 1,3% en mayo, mientras que la de los precios de los servicios se incrementó ligeramente, del 1,7% en abril al 1,8% en mayo, siendo reflejo de un aumento de las tasas de crecimiento interanual de los precios de los servicios recreativos y del transporte, que compensó con creces el menor ritmo de avance interanual de los precios de los servicios de comunicación y diversos.

3.2 PRECIOS INDUSTRIALES

La tasa de variación de los precios industriales (excluida la construcción) cayó hasta el 2,3% en mayo de 2012, desde el 2,6% de abril (véase gráfico 23). La reducción generalizada de los principales componentes en concreto la energía, los alimentos y los bienes de consumo no alimenticio, explica el descenso de la

tasa interanual del índice general. En el mismo período, el ritmo de avance de los precios industriales, excluidas la construcción y la energía, se ralentizó hasta el 1,3%, desde el 1,6%.

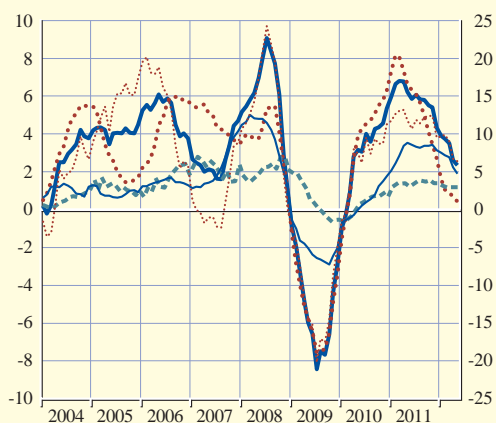
Por lo que respecta a las últimas fases de la cadena de producción, dentro de la tasa de variación de los precios industriales de la zona del euro, el componente de precios de consumo de los alimentos mantuvo la senda de desaceleración progresiva observada a partir del segundo semestre de 2011, pasando del 3,2% en abril al 2,6% en mayo. Se prevé una nueva moderación a corto plazo, como la respuesta retardada a la actual reducción de la tasa de variación interanual de los precios de las materias primas alimenticias en Estados Unidos. Esta reducción podría verse parcialmente compensada por los precios de importación de las materias primas alimenticias y de los alimentos elaborados, que han empezado a aumentar en los últimos meses. El ritmo de crecimiento interanual del componente de bienes de consumo no alimenticio descendió del 0,9% al 0,7% en mayo, prolongando su caída con respecto a los niveles históricamente elevados observados a finales de 2011. Este descenso, junto con la menor tasa de variación de los precios de importación, indica un cierto alivio de las presiones latentes sobre el componente de bienes industriales no energéticos del IAPC.

Los indicadores basados en las encuestas de precios de venta en la industria, que anticipan la evolución del IPRI, volvieron a descender en junio de 2012 (véase gráfico 24). Según la encuesta de la Comisión Europea, las expectativas de precios de venta disminuyeron notablemente, debido a que las expectativas del sector de bienes intermedios fueron revisadas significativamente a la baja. Por lo que respecta al índice de directores de compras, el índice de precios de producción de las manufacturas cayó por debajo del umbral de 50 en junio, por primera vez desde marzo de 2010. El índice de precios de bienes intermedios de este sector registró un acusado retroceso, pasando de 52,3 en mayo a 45,3 en junio, como consecuencia de la disminución de los precios de las materias primas. En el mismo período, en

Gráfico 23 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)

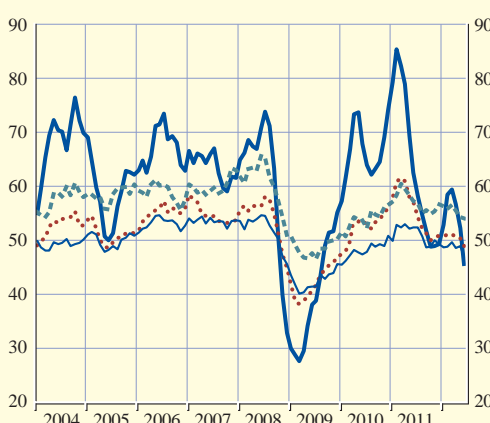


Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Gráfico 24 Encuestas sobre precios de los bienes intermedios y precios de producción

(índices de difusión; datos mensuales)

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



Fuente: Markit.

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

el sector servicios, el índice de precios de bienes intermedios se mantuvo sin cambios en 54,3, mientras que el índice de precios de producción mantuvo su tendencia descendente. Estos dos índices de precios se sitúan actualmente muy por debajo de sus medias a largo plazo, lo que indica presiones a la baja sobre los precios.

3.3 INDICADORES DE COSTES LABORALES

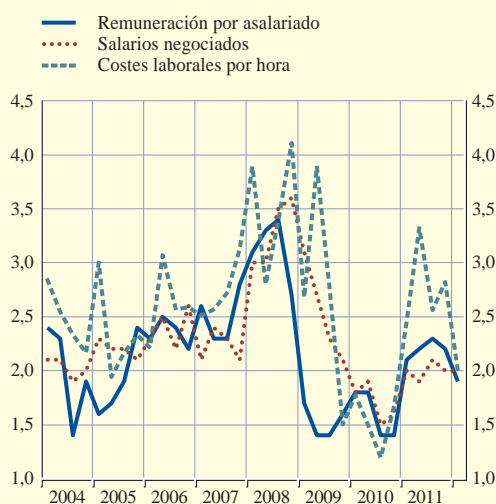
Los indicadores de costes laborales publicados recientemente muestran algunos signos de moderación de las presiones salariales en el primer trimestre de 2012 (véanse cuadro 6 y gráfico 25), probablemente como consecuencia de la débil actividad económica y de la continua atonía del mercado de trabajo.

La información preliminar disponible sobre los salarios negociados en la zona del euro en abril confirma el alivio de las presiones salariales en la zona. Los costes laborales por hora se redujeron, hasta situarse en el 2% en el primer trimestre de 2012, frente al 2,8% del trimestre anterior. Este descenso fue generalizado en varios sectores (véase gráfico 26). Los costes no salariales crecieron al mismo ritmo que el componente de sueldos y salarios de los costes laborales por hora de la zona del euro.

Por lo que respecta a otros indicadores salariales, la remuneración por asalariado creció un 1,9% en el primer trimestre del año en curso, algo menos que en el trimestre anterior. A pesar de esta desaceleración, en los tres primeros meses de 2012 el crecimiento interanual de los costes laborales unitarios aumentó hasta el 1,5%, frente al 1,4% del cuarto trimestre de 2011, ya que el crecimiento interanual de la productividad del trabajo se redujo más que el de la remuneración por asalariado. De cara al futuro, en un contexto de debilidad de la situación del mercado de trabajo, las presiones generales sobre los salarios deberían permanecer contenidas.

Gráfico 25 Indicadores de costes laborales

(tasas de variación interanual; datos trimestrales)



Fuentes: Eurostat, datos nacionales y cálculos del BCE.

Cuadro 6 Indicadores de costes laborales

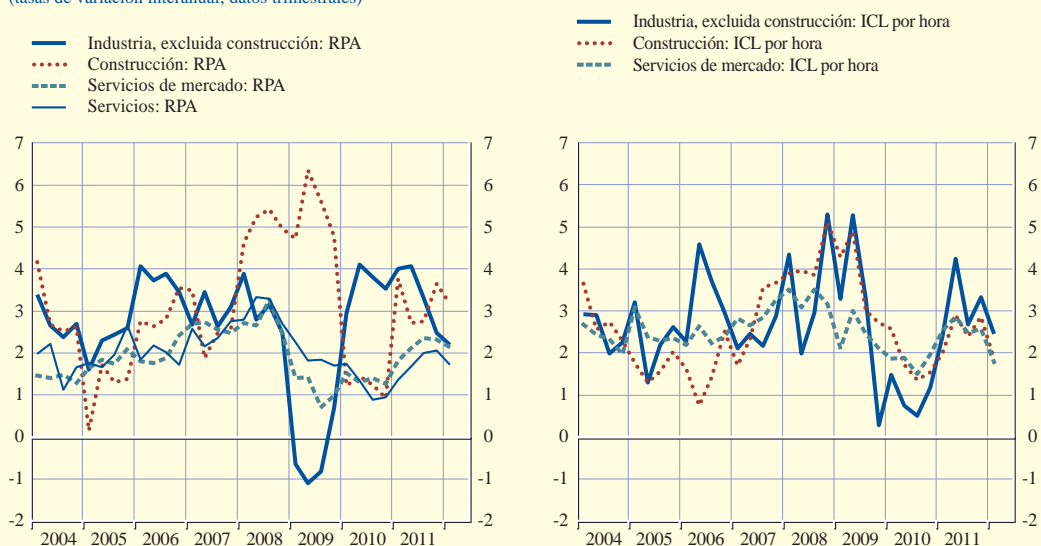
(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

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

Fuentes: Eurostat, datos nacionales y cálculos del BCE.

Gráfico 26 Evolución de los costes laborales por sectores

(tasas de variación interanual; datos trimestrales)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Notas: RPA = remuneración por asalariado; ICL = índice de costes laborales.

3.4 PERSPECTIVAS DE INFLACIÓN

Según la estimación preliminar de Eurostat, la inflación interanual medida por el IAPC de la zona del euro fue del 2,4% en junio de 2012, sin cambios con respecto al mes anterior. Teniendo en cuenta los precios actuales de los futuros sobre el petróleo, las tasas de inflación deberían caer más en el transcurso de 2012 y situarse de nuevo por debajo del 2% en 2013. A lo largo del horizonte temporal relevante para la política monetaria, en un entorno de crecimiento moderado de la zona del euro y de expectativas de inflación a largo plazo firmemente ancladas, las presiones inflacionistas subyacentes deberían continuar siendo limitadas.

Los riesgos para las perspectivas de evolución de los precios a medio plazo siguen estando, en general, equilibrados. Los riesgos a la baja están relacionados con el impacto de un crecimiento menor de lo esperado en la zona del euro. Los riesgos al alza proceden de nuevos aumentos de los impuestos indirectos, derivados de la necesidad de consolidación fiscal, y de unas subidas de los precios de la energía a medio plazo mayores de lo previsto.

4 PRODUCTO, DEMANDA Y MERCADO DE TRABAJO

El crecimiento intertrimestral del PIB real de la zona del euro fue nulo en el primer trimestre de 2012, tras el descenso del 0,3% observado en el trimestre anterior. Los indicadores correspondientes al segundo trimestre de 2012 apuntan a un nuevo debilitamiento del crecimiento económico y a un aumento de la incertidumbre. Más allá del corto plazo se espera que la economía de la zona se recupere gradualmente, aunque su dinamismo podría verse frenado por distintos factores. En concreto, se prevé que las tensiones existentes en algunos mercados de deuda soberana de la zona del euro y su impacto en las condiciones de concesión de crédito, el proceso de ajuste en los sectores financiero y no financiero y el elevado desempleo sigan afectando al dinamismo subyacente del crecimiento. Los riesgos en torno a las perspectivas económicas de la zona del euro continúan siendo a la baja.

4.1 PIB REAL Y COMPONENTES DE LA DEMANDA

El PIB real de la zona del euro mostró un crecimiento nulo, en tasa intertrimestral, en el primer trimestre de 2012, tras un descenso del 0,3% en el trimestre anterior (véase gráfico 27). El resultado del primer trimestre se debió a la positiva aportación de la demanda exterior neta, mientras que la demanda interna y la variación de existencias contribuyeron negativamente. El producto se situó más de un 2% por debajo de su máximo anterior a la crisis, registrado en el primer trimestre de 2008. En este contexto, en el recuadro 1 de la sección 1 se analiza la recuperación actual en algunas economías avanzadas desde una perspectiva histórica.

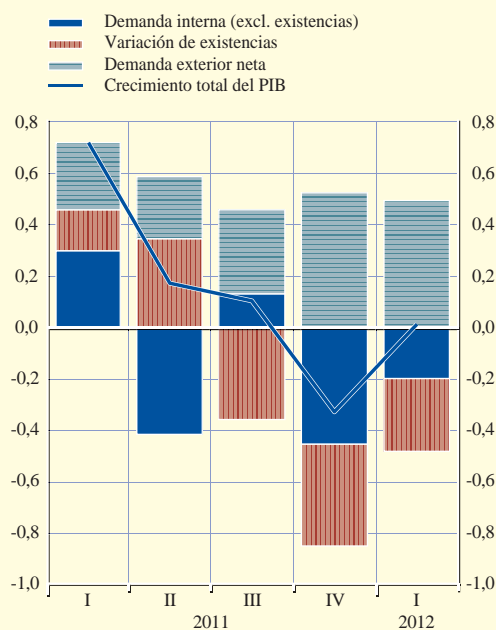
El crecimiento intertrimestral del consumo privado fue nulo en el primer trimestre de 2012, tras una contracción del 0,5% en el trimestre precedente. Es muy probable que el resultado correspondiente al primer trimestre enmascare una contribución negativa de las compras de automóviles, que fue contrarrestada por el positivo crecimiento del consumo de servicios y, en menor medida, de los bienes al por menor.

Por lo que respecta al segundo trimestre de 2012, la información disponible señala una persistente falta de dinamismo del gasto en consumo. Si bien las ventas del comercio al por menor aumentaron un 0,6% en mayo, en los dos primeros meses del segundo trimestre se situaron, no obstante, por debajo del nivel alcanzado en el primer trimestre de 2012. En mayo, las matriculaciones de automóviles se incrementaron un 1%, en términos intermensuales, invirtiéndose en parte el retroceso del 4,5% observado en el mes anterior. En los dos primeros meses del segundo trimestre, las matriculaciones de automóviles se situaron casi un 1% por debajo de la media del primer trimestre, lo que no supone, sin embargo, una mejora con respecto al primer trimestre, cuando las matriculaciones disminuyeron un 6,7%, en términos intertrimestrales.

Los datos de las encuestas de comercio al por menor para el segundo trimestre señalan un nuevo

Gráfico 27 Crecimiento del PIB real y contribuciones

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



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

debilitamiento del consumo de bienes al por menor (véase gráfico 28). El índice de directores de compras (PMI) del sector del comercio al por menor pasó de 46,7 en el primer trimestre a 44,3 en el segundo, lo que indica una contracción adicional de las ventas. Además, según la encuesta de opinión de la Comisión Europea, el indicador de confianza de los consumidores retrocedió ligeramente entre mayo y junio. No obstante, la media del segundo trimestre fue similar a la del primer trimestre. El índice, que parece haberse estabilizado, en líneas generales, tras el acusado descenso registrado en el último semestre de 2011, continúa situándose por debajo de su media de largo plazo, lo que apunta a una evolución contenida del gasto en consumo. El indicador de grandes compras esperadas, que se mantuvo estable entre el primer y el segundo trimestre, permanece en un nivel históricamente bajo, lo que sugiere que los consumidores siguen actuando con cautela a la hora de decidir si compran o no bienes de consumo duradero.

La formación bruta de capital fijo cayó de forma pronunciada —un 1,4% en tasa intertrimestral— en el primer trimestre de 2012, por lo que la inversión se contrajo por cuarto trimestre consecutivo. En cuanto al detalle de la inversión en el primer trimestre, la inversión, excluida la construcción, retrocedió un 1,6%, en tasa intertrimestral, mientras que la inversión en construcción se contrajo un 1,1%.

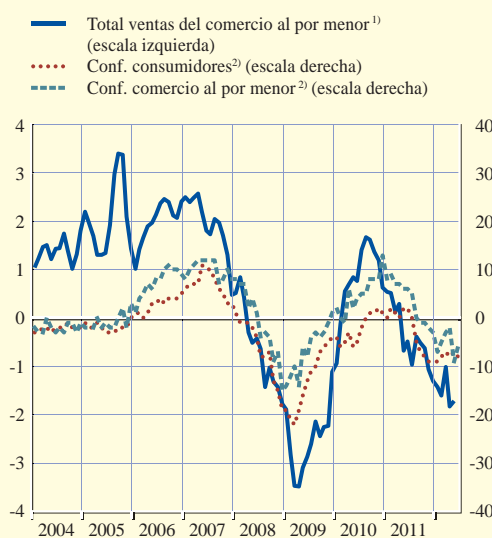
La producción industrial de bienes de equipo (un indicador de la inversión futura, excluida la construcción) disminuyó un 2,9%, en términos intermensuales, en abril. La producción de bienes de equipo, cuyo crecimiento intertrimestral fue nulo en el primer trimestre de 2012, se situó en abril casi un 2% por debajo de su nivel medio en el primer trimestre. Además, los resultados de las encuestas relativas a la industria, excluida la construcción —tanto del PMI como del indicador de confianza industrial de la Comisión Europea— señalan una contracción de la actividad inversora en el segundo trimestre. El indicador de confianza industrial se situó por debajo de su media histórica, mientras que el PMI de las manufacturas permaneció por debajo del umbral teórico de expansión de 50 durante el segundo trimestre.

En abril, la producción de la construcción se redujo un 2,6%, en términos intermensuales, tras un aumento del 11,4% en el mes anterior. Mientras tanto, en el segundo trimestre el indicador de confianza de la construcción publicado por la Comisión Europea seguía en un nivel inferior a su media histórica. Al mismo tiempo, el PMI de la construcción de la zona del euro se situó muy por debajo del nivel de 50 en abril y en mayo, indicando una persistente evolución negativa (véase el recuadro 2, titulado «Evolución reciente del sector de la construcción en la zona del euro», para un examen más detallado).

Tras la contracción observada en el último trimestre de 2011, los flujos comerciales de la zona del euro se estabilizaron en el primer trimestre de 2012. Las exportaciones aumentaron un 1%, en tasa intertrimestral, debido principalmente al fortalecimiento de la demanda exterior, mientras que las importaciones

Gráfico 28 Ventas del comercio al por menor y confianza del comercio al por menor y de los hogares

(datos mensuales)



Fuentes: Encuestas de opinión de la Comisión Europea y Eurostat.
 1) Tasas de variación interanual; medias móviles de tres meses; datos ajustados por días laborables; incluye el combustible.
 2) Saldos netos; datos desestacionalizados ajustados a la media.

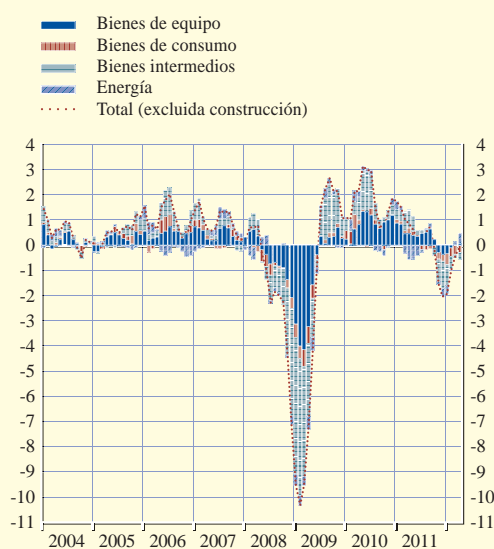
mostraron un ligero descenso (un 0,2%, en tasa intertrimestral). La información disponible sugiere que el crecimiento de las importaciones siguió siendo débil en el segundo trimestre y que las exportaciones pueden haber perdido impulso. En abril, tanto las importaciones como las exportaciones de bienes experimentaron un descenso en términos intermensuales. En un contexto de incertidumbre acerca de la fortaleza de la recuperación mundial, los datos procedentes de las encuestas de opinión relativos a las exportaciones de la zona del euro también se han deteriorado recientemente, terminándose la cadena de noticias favorables relacionadas con el comercio que se publicaron en torno al fin de año. En el segundo trimestre de 2012, el nivel medio del PMI de nuevos pedidos exteriores se situaba muy por debajo de la media del trimestre anterior y del umbral teórico de expansión. De cara al futuro, se prevé que el crecimiento de la demanda exterior y de las exportaciones de la zona se recupere de nuevo en el segundo semestre de 2012, como consecuencia del fortalecimiento gradual, pero modesto, de la actividad económica mundial. Prácticamente en consonancia con las perspectivas para la actividad económica de la zona del euro, las perspectivas a corto plazo para las importaciones siguen siendo bastante poco halagüeñas.

4.2 PRODUCTO POR RAMAS DE ACTIVIDAD

El valor añadido real se contrajo un 1%, en términos intertrimestrales, en el primer trimestre de 2012, como consecuencia de la debilidad de la actividad constructora, que se redujo marcadamente un 0,9% en tasa intertrimestral. Por el contrario, tanto el valor añadido de la industria (excluida la construcción) como el de los servicios registraron un crecimiento nulo.

Gráfico 29 Crecimiento de la producción industrial y contribuciones

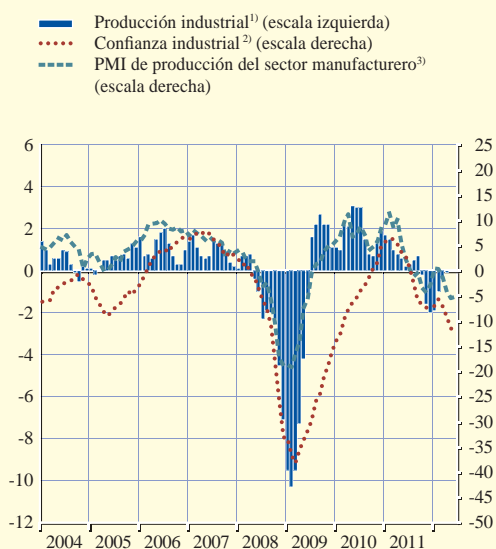
(tasa de crecimiento y contribuciones en puntos porcentuales; datos mensuales desestacionalizados)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.
Nota: Los datos mostrados se calculan como medias móviles de tres meses, frente a la media correspondiente a los tres meses anteriores.

Gráfico 30 Producción industrial, confianza industrial y PMI de producción del sector manufacturero

(datos mensuales desestacionalizados)



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

Nota: Los datos de las encuestas se refieren a las manufacturas.

1) Tasas de variación intertrimestral.

2) Saldos netos.

3) Índice de directores de compras (PMI); desviaciones con respecto al valor 50.

En lo que respecta a la evolución en el segundo trimestre de 2012, la producción industrial (excluida la construcción) experimentó un descenso del 1,1 %, en tasa intermensual, en abril, tras la reducción del 0,1 % observada en el mes anterior. En abril, la producción se situó aproximadamente un 0,9 % por debajo del nivel medio registrado en el primer trimestre, lo que supone un empeoramiento con respecto al retroceso intertrimestral del 0,4 % observado en el primer trimestre de 2012 (véase gráfico 29). Los datos de las encuestas de opinión apuntan a un debilitamiento de la actividad industrial en el segundo trimestre (véase gráfico 30). Por ejemplo, el PMI de producción de las manufacturas pasó del 49,8 en el primer trimestre a 45,2 en el segundo, situándose así muy por debajo del umbral de expansión de 50.

Las últimas cifras de producción de la construcción confirman la contención observada actualmente en la actividad constructora (véase el recuadro 2 para un análisis más detallado). La producción de la construcción cayó un 2,6 %, en tasa intermensual, en abril, tras haberse registrado fuertes fluctuaciones en los dos meses anteriores, que se deben a las adversas condiciones meteorológicas en parte de Europa. Pese a los negativos resultados mensuales, la producción de la construcción en abril mejoró con respecto a la media del trimestre precedente. Sin embargo, la dinámica subyacente del crecimiento sigue siendo débil y los indicadores de opinión apuntan a una contracción en marcha en el sector de la construcción.

Recuadro 2

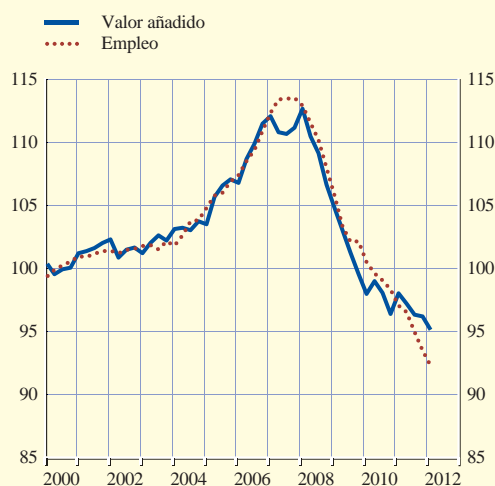
EVOLUCIÓN RECIENTE DEL SECTOR DE LA CONSTRUCCIÓN EN LA ZONA DEL EURO

En la zona del euro, la actividad de la construcción registró una rápida expansión en el período previo al estallido de la crisis económica y financiera (véase gráfico A). Aunque el crecimiento económico se reanudó a finales de 2009, este sector siguió contrayéndose de forma considerable y, a comienzos de 2012, todavía no habían aparecido signos claros de estabilización. Según los datos de las cuentas nacionales, a principios de 2012 la actividad y el empleo del sector de la construcción de la zona del euro habían retrocedido alrededor del 15 % y del 20 %, respectivamente, con respecto a sus niveles máximos. En este recuadro se analiza la evolución reciente del sector de la construcción en la zona del euro y en sus cinco países principales, así como las perspectivas para los próximos trimestres.

La evolución en el conjunto de la zona enmascara una trayectoria dispar entre los grandes países. Aquellos que más contribuyeron a la actividad de la construcción durante el período 2004-2007 fueron Francia, Italia, Países Bajos y, en especial, España, que compensaron con creces la contracción de Alemania. A partir de 2008, la actividad de la construcción invirtió su dinámica (véase gráfico B) y cayó en España, Italia, Países Bajos y, en menor medida, en Francia, mientras que se mantuvo sin apenas cambios en Alemania,

Gráfico A Valor añadido y empleo en la rama de la construcción de la zona del euro

(índice: 2000 = 100; datos trimestrales desestacionalizados y ajustados por días laborables; valores encadenados)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

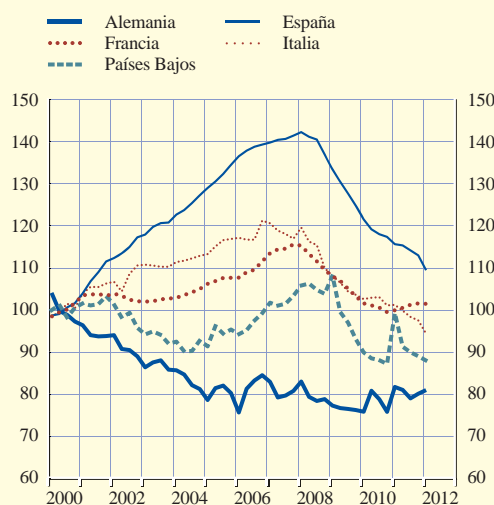
con algunas señales positivas más recientemente. Aunque a principios de 2011 se observaron signos de estabilización en algunos países, la intensificación de la crisis de la deuda soberana de la zona del euro generó un nuevo debilitamiento en el segundo semestre del año.

La atonía del conjunto de la actividad constructora también se reflejó en los indicadores de opinión. Por ejemplo, en mayo de 2012, el índice de directores de compras (PMI) de la construcción de la zona del euro se situó por debajo del umbral de 50 —que normalmente se asocia a una contracción de la actividad— por decimotercer mes consecutivo, lo que puso de relieve el escaso ritmo de actividad de este sector (véase gráfico C). Sin embargo, los bajos valores del PMI de la construcción deben interpretarse con cautela, ya que este sector creció moderadamente entre 2001 y 2005, aunque el PMI correspondiente se situara por debajo de 50 durante la mayor parte de dicho período. Además, el indicador de confianza de la construcción para la zona del euro de la Comisión Europea aún permanecía significativamente por debajo de su media a largo plazo en mayo de 2012, pese a la ligera recuperación observada a partir de 2009. Los indicadores adelantados de la actividad de la construcción también se han mantenido en niveles reducidos. El número de visados de obra nueva concedidos en la zona del euro y, según la Comisión Europea, la valoración de las carteras de pedidos de las empresas constructoras han ido incrementándose lentamente desde principios de 2009 con respecto a los bajos niveles registrados entonces (véase gráfico D).

El clima del sector de la construcción de la zona del euro en su conjunto refleja una percepción negativa en sus cinco países principales, salvo en Alemania, donde es más positiva. En este país, los indicadores de corto plazo de la actividad constructora siguen siendo favorables, respaldados por la fuerte demanda de inversión en construcción, que obedece, en parte, a la incertidumbre sobre las perspectivas de rendimientos de los activos financieros. En España, la demanda interna continúa siendo débil. Sin embargo, los indicadores de corto plazo de la actividad de este sector se han estabilizado ligeramente

Gráfico B Valor añadido de la rama de la construcción en determinados países de la zona del euro

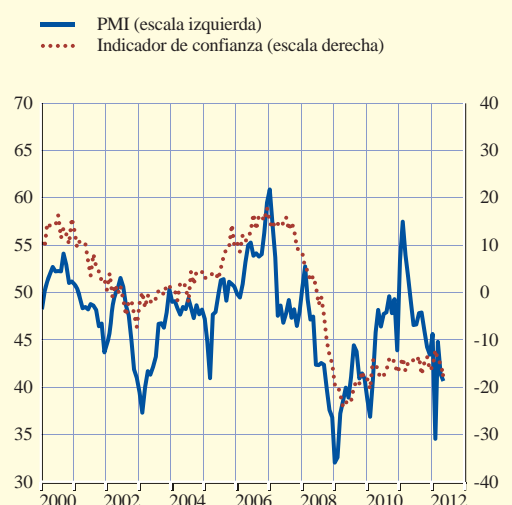
(índice: 2000 = 100; datos trimestrales desestacionalizados y ajustados por días laborables; valores encadenados)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.
Nota: Los datos de los Países Bajos solo están ajustados de estacionalidad.

Gráfico C PMI e indicador de confianza de la construcción de la zona del euro

(datos mensuales desestacionalizados)



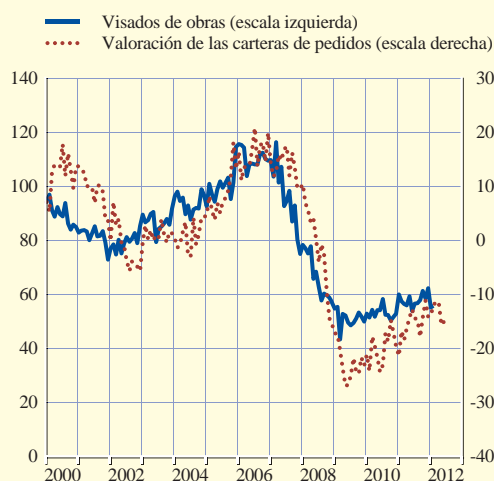
Fuentes: Comisión Europea y Markit.
Nota: El indicador de confianza se ha normalizado en torno a la media de la serie desde 1999.

en los últimos meses, aunque partiendo de niveles muy reducidos. En los Países Bajos se ha producido un rápido deterioro de los indicadores de opinión del sector de la construcción, que han caído hasta niveles que solo se habían observado en el punto culminante de la crisis, así como una corrección del precio de la vivienda, mientras que en Francia y en Italia parece que el indicador del clima de la construcción se ha estabilizado levemente por debajo de la media de la serie.

De cara al futuro, es probable que la actividad del sector de la construcción se mantenga contenida, como sugieren los indicadores de corto plazo. En Francia y en Italia, las medidas de consolidación fiscal, como las subidas de los impuestos sobre la propiedad y la retirada progresiva de las medidas impositivas para favorecer la inversión en inmuebles residenciales, también pueden tener su efecto en la actividad constructora. Además, la actividad en los países más golpeados por la crisis de la deuda soberana puede resultar afectada por el aumento de los costes de financiación y por los ajustes del sector financiero, mientras que en Alemania se verá favorecida por los bajos costes de financiación.

Gráfico D Visados de obra nueva y valoración de las carteras de pedidos de las empresas constructoras en la zona del euro

(datos mensuales desestacionalizados)



Fuentes: Comisión Europea y Eurostat.

Notas: En el caso de los visados de obras, el año base para el índice es 2005. La valoración de las carteras de pedidos se ha normalizado en torno a la media de la serie desde 1999.

Si bien el índice PMI de actividad comercial del sector servicios experimentó una leve mejora en junio, descendió, no obstante, entre el primer y el segundo trimestre de 2012. El índice continúa registrando niveles inferiores a 50, lo que sería coherente con un crecimiento negativo del producto en la rama de servicios en el segundo trimestre de 2012. Otras encuestas a empresas, como la de la Comisión Europea, están prácticamente en línea con la evolución del PMI.

4.3 MERCADO DE TRABAJO

La situación de los mercados de trabajo de la zona del euro se ha deteriorado aún más. El empleo ha disminuido, mientras que la tasa de desempleo ha seguido aumentando. Las encuestas no indican una mejora significativa en el futuro próximo.

El empleo se redujo un 0,2 %, en tasa intertrimestral, en el primer trimestre de 2012, después de observarse caídas de magnitud similar en los dos trimestres anteriores. Al mismo tiempo, las horas trabajadas se recuperaron ligeramente y aumentaron un 0,1 % (véase cuadro 7). A nivel sectorial, y en términos intertrimestrales, las cifras de empleo más recientes reflejan de nuevo una acusada caída en la construcción (1,3 %), mientras que el empleo en la industria (excluida la construcción) y en los servicios mostró descensos menos pronunciados (0,2 % y 0,1 %, respectivamente). Los resultados de las últimas encuestas sugieren pérdidas de empleo adicionales en el segundo trimestre de 2012 (véase gráfico 31).

La tasa de variación interanual de la productividad por persona ocupada se redujo aún más, pasando del 0,9 % del cuarto trimestre de 2011 al 0,4 % del primer trimestre de 2012 (véase gráfico 32). Esta desaceleración

Cuadro 7 Crecimiento del empleo

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

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

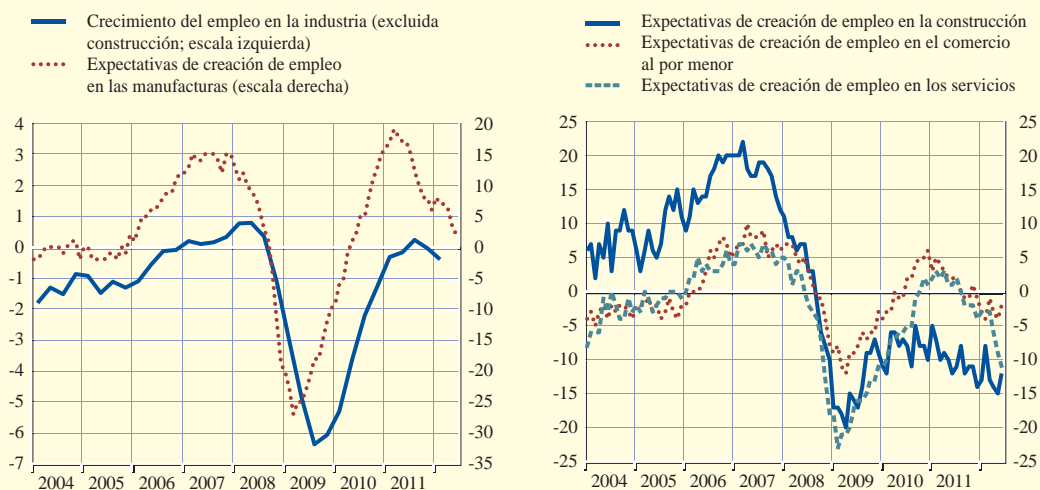
Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

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

del crecimiento fue generalizada en todas las ramas de actividad, observándose la mayor caída en la construcción. Del mismo modo, la tasa de crecimiento interanual de la productividad por hora trabajada también volvió a disminuir, 0,1 puntos porcentuales, hasta situarse en el 0,7 % durante el mismo período. De cara al futuro, los últimos datos del índice PMI de productividad sugieren una cierta moderación adicional en el crecimiento de la productividad en el segundo trimestre de 2012.

Gráfico 31 Crecimiento del empleo y expectativas de creación de empleo

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

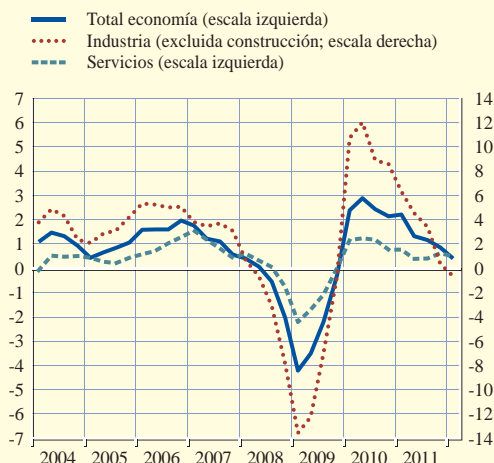


Fuentes: Eurostat y encuestas de opinión de la Comisión Europea.

Nota: Los saldos netos están ajustados a la media.

Gráfico 32 Productividad del trabajo por persona ocupada

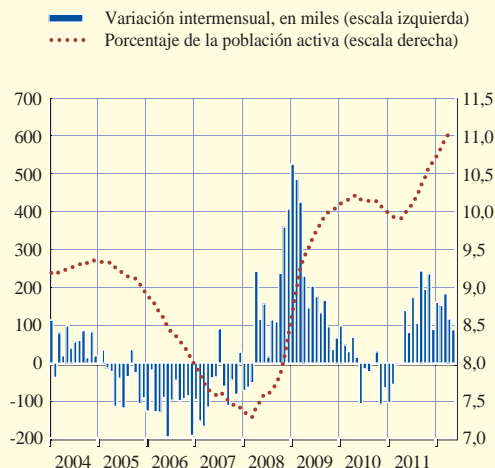
(tasas de variación interanual)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Gráfico 33 Desempleo

(datos mensuales desestacionalizados)



Fuente: Eurostat.

La tasa de desempleo se elevó nuevamente entre abril y mayo de 2012, alcanzando el 11,1 %, es decir, 1,2 puntos porcentuales por encima del nivel a partir del cual remontó en abril de 2011 (véase gráfico 33). La crisis económica y financiera se ha cobrado un precio elevado en los mercados de trabajo de la zona del euro. En el recuadro 3 se analiza la evolución reciente de la relación entre los cambios en la tasa de desempleo y las variaciones en el crecimiento del producto en la zona del euro y a escala de países.

Recuadro 3

EVOLUCIÓN RECIENTE DE LA LEY DE OKUN EN LA ZONA DEL EURO

Tras situarse en el 7,3 % en el primer trimestre de 2008, el nivel más bajo en 25 años, la tasa de desempleo de la zona del euro aumentó hasta el 10,9 % en el primer trimestre de 2012. Este recuadro examina la evolución más reciente desde el punto de vista de la relación producto-desempleo (Ley de Okun) en la zona del euro en su conjunto y en los países que la conforman. También analiza los vínculos entre esta ley y la evolución de los salarios, a fin de evaluar hasta qué punto las reacciones observadas en el desempleo desde la reciente crisis económica y financiera reflejan los distintos grados de flexibilidad salarial en los países de la zona.

La ley de Okun en la zona del euro

La ley de Okun cuantifica la relación observada entre las variaciones en el crecimiento económico y los cambios en la tasa de paro. En el gráfico A se presenta la ley de Okun en la zona del euro desde el primer trimestre de 1996 hasta el primer trimestre de 2012. Desde 1996 hasta el inicio de la recesión de 2008-2009, los valores estimados del coeficiente de Okun en la zona del euro estaban próximos a $-0,4$. Sin embargo, la generalización de las prácticas encaminadas al mantenimiento

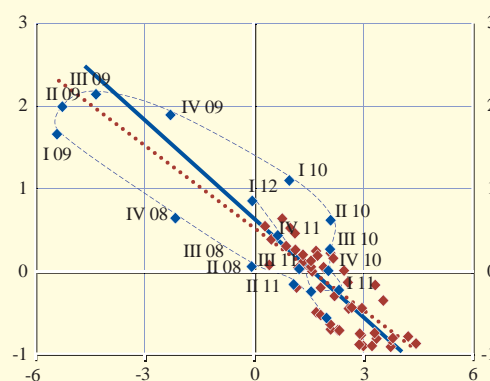
de los puestos de trabajo en varios países de la zona, relacionadas en parte con los planes de reducción de jornada, favoreció una respuesta moderada del desempleo a la evolución del PIB¹. En fechas más recientes, a nivel agregado de la zona, la respuesta del paro a la dinámica del PIB parece haber retornado a los niveles anteriores a la crisis (véanse las últimas observaciones del gráfico A), de forma que la tasa de paro ha reaccionado a las variaciones de la actividad de forma más enérgica. No obstante, la evolución de la zona del euro en su conjunto oculta ajustes en el desempleo muy distintos entre los diferentes países.

Evolución en los países de la zona

La respuesta del desempleo a la evolución del PIB varía significativamente de un país a otro de la zona del euro. En el gráfico B se pone de manifiesto el grado de variación en la respuesta del desempleo observada en los distintos países y se ilustra cómo esta respuesta fue modificándose a lo largo de la crisis. El gráfico sugiere que, antes de que se iniciara la recesión en el segundo trimestre de 2008, Grecia, Luxemburgo, Malta, Estonia, Chipre, Irlanda, Italia y Austria se caracterizaban por una respuesta del desempleo a la evolución del PIB relativamente baja (con valores estimados del coeficiente de Okun superiores al $-0,2$), mientras que Alemania, los Países Bajos, Eslovaquia y, especialmente, España mostraban reacciones fuertes y relativamente rápidas de la tasa de paro a variaciones del PIB (con valores estimados del coeficiente de Okun inferiores a $-0,4$). Es probable que estas diferencias reflejen, en cierta medida, la reformas estructurales acometidas a comienzos de la década en los mercados de trabajo de las economías citadas en último lugar, entre ellas las medidas para reformar los sistemas de prestaciones por desempleo (como las reformas Hartz en Alemania) y la liberalización de la normativa que rige la utilización de los contratos temporales (muy generalizados en España).

Gráfico A Ley de Okun en la zona del euro

Eje de abscisas: tasas de variación interanual del PIB de la zona del euro
Eje de ordenadas: variaciones interanuales en puntos porcentuales de la tasa de paro de la zona del euro

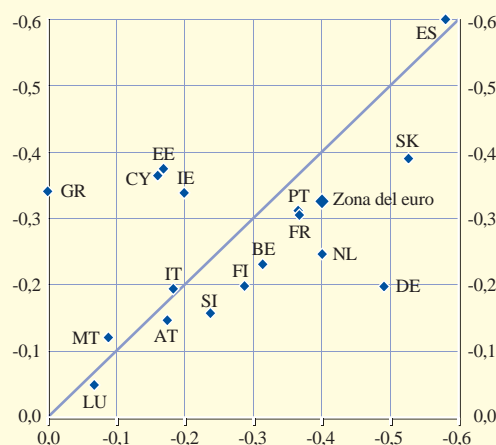


Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Nota: Los rombos representan observaciones individuales de datos trimestrales desde el primer trimestre de 1996 hasta el primer trimestre de 2012; la línea tendencial de color azul se estima a partir de observaciones hasta el primer trimestre de 2008, inclusive; la línea de puntos roja utiliza todas las observaciones hasta el primer trimestre de 2012.

Gráfico B Movimientos recientes de los coeficientes de Okun

Eje de abscisas: coeficiente de Okun desde I TR 1996 hasta II TR 2008
Eje de ordenadas: coeficiente de Okun desde I TR 1996 hasta IV TR 2011



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Nota: Debido a restricciones de espacio, la observación para España está truncada. Esta observación pasa de $-0,78$ en el período anterior a la recesión (del primer trimestre de 1996 al primer trimestre de 2008) a casi la unidad ($-0,98$) cuando se incluye el último período (hasta el cuarto trimestre de 2011).

¹ Véanse también los recuadros titulados «¿Vuelta a la ley de Okun? Evolución reciente del producto y del desempleo en la zona del euro», *Boletín Mensual*, BCE, junio de 2011, y «Ajuste en el mercado de trabajo de la zona del euro», *Boletín Mensual*, BCE, marzo de 2012.

Los países que se sitúan más alejados de la línea de 45° (en el gráfico B) han experimentado un cambio más significativo en la ley de Okun desde el inicio de la recesión en la zona del euro, mostrando los que se sitúan por encima de ella un marcado incremento en la repuesta del desempleo a variaciones del PIB. En el caso de algunos países —Grecia, Chipre, Irlanda y España—, es probable que este incremento refleje las importantes pérdidas de empleo derivadas de la acumulación de desequilibrios macroeconómicos excesivos en los años anteriores a la crisis. En el caso de los países que se sitúan por debajo de la línea de 45° —sobre todo, Alemania, los Países Bajos y Bélgica— es probable que los descensos observados en la respuesta se deban principalmente a los planes de reducción de jornada para el sostenimiento del empleo adoptados durante la crisis. Además, los países de la zona en los que los costes laborales han ido aumentando con relativa rapidez en el largo plazo han tendido a experimentar aumentos más elevados de sus tasas de paro².

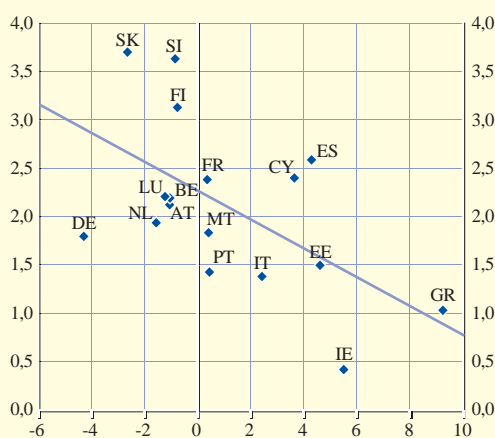
Respuesta de los salarios a aumentos del desempleo

Las considerables disparidades observadas en el ajuste llevado a cabo en los distintos países desde la crisis reflejan sobre todo diferencias en la flexibilidad laboral y en las características institucionales del mercado de trabajo, así como en el avance de las reformas estructurales. El gráfico C muestra cómo los salarios de los países de la zona del euro han respondido a cambios «inesperados» en el desempleo (aproximados por la diferencia entre la tasa de paro registrada y el nivel de desempleo esperado a partir de la ley de Okun existente antes de la crisis). En un mercado de trabajo que funcione bien, un nivel elevado de desempleo debería ejercer una presión a la baja sobre los salarios. Los aumentos del paro mayores de lo previsto observados en algunos países (los que están a la derecha en el gráfico C) desde que comenzó la crisis tendrían que haber provocado una mayor moderación salarial. Sin embargo, en conjunto, los ajustes han variado considerablemente. El gráfico C muestra que el crecimiento de los salarios parece haber sido más moderado que el nivel medio (es decir, que el crecimiento salarial está por debajo de la línea tendencial), en especial en Irlanda y, en menor medida, en Italia. Por el contrario, en otros países (Chipre, España y, hasta hace poco, Grecia) los ajustes salariales han tenido una respuesta menos significativa ante los aumentos del desempleo mayores de lo esperado³.

Gráfico C Crecimiento medio interanual de la remuneración por asalariado y cambios «inesperados» en el desempleo, II TR 2008 a IV TR 2011

(puntos porcentuales; tasas de variación interanuales)

Eje de abscisas: cambios «inesperados» en el desempleo
Eje de ordenadas: crecimiento medio de la remuneración por asalariado desde el inicio de la crisis



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Notas: El cambio «inesperado» en el desempleo se calcula como la brecha entre el nivel de paro registrado y el nivel de paro esperado a partir de la ley de Okun existente antes de la recesión (del I TR 1996 al I TR 2008, como en el gráfico B). El crecimiento salarial medio durante el período posterior a la crisis en algunos países (por ejemplo, en Grecia, España e Italia) enmascara una moderación especialmente intensa en algunos países en los últimos trimestres.

2 Este tema se analizó también en el recuadro titulado «Ajuste en el mercado de trabajo de la zona del euro», *Boletín Mensual*, BCE, marzo de 2012.

3 No obstante, estos resultados deben ser interpretados con cautela. Concretamente, el crecimiento salarial medio desde 2008 oculta que, en los últimos trimestres, se ha producido una fuerte moderación —a menudo, como consecuencia de los recortes salariales impuestos por los Gobiernos en el sector público— en algunos países. Además, los cambios «inesperados» en el desempleo se estiman a partir de la brecha entre el nivel de paro registrado y el nivel de desempleo esperado a partir de la ley de Okun existente antes de la crisis, pero en algunos países la capacidad explicativa de esta ley es escasa. Además, a efectos del gráfico C, la ley de Okun existente antes de la crisis se estima hasta el primer trimestre de 2008 para todos los países (es decir, las fechas de la crisis no son iguales para todos ellos).

Conclusiones

La crisis económica y financiera se ha cobrado un precio elevado en los mercados de trabajo de la zona del euro. Las distintas reacciones del desempleo ante la crisis reflejan, en cierta medida, las importantes diferencias entre los países en cuanto a las características institucionales del mercado de trabajo, al alcance y al impacto de reformas estructurales anteriores, y a la concentración sectorial de las pérdidas de empleo. Al mismo tiempo, en una serie de países el ajuste salarial a la baja ha sido limitado, a pesar del aumento del desempleo, lo que muestra la necesidad de acometer nuevas reformas para facilitar la flexibilidad salarial. En muchos de los países más afectados por la crisis se están emprendiendo reformas estructurales que tendrán que incluir medidas adicionales para aumentar la flexibilidad laboral y la moderación salarial, a fin de facilitar la redistribución sectorial de los trabajadores desplazados, alentar la creación de empleo y, por tanto, reducir el desempleo.

4.4 PERSPECTIVAS DE LA ACTIVIDAD ECONÓMICA

Los indicadores correspondientes al segundo trimestre de 2012 apuntan a un nuevo debilitamiento del crecimiento económico y a un aumento de la incertidumbre. Más allá del corto plazo, se espera que la economía de la zona del euro se recupere gradualmente, aunque su dinamismo podría verse frenado por distintos factores. En concreto, se prevé que las tensiones en algunos mercados de deuda soberana de la zona y su impacto en las condiciones de concesión de crédito, el proceso de ajuste en los sectores financiero y no financiero y el elevado desempleo sigan afectando al dinamismo subyacente del crecimiento.

Los riesgos en torno a las perspectivas económicas de la zona del euro continúan siendo a la baja y están relacionados, en particular, con un recrudecimiento de las tensiones en varios mercados financieros de la zona del euro y con su posible contagio a la economía real de la zona. Los riesgos a la baja guardan relación con la posibilidad de que se produzcan, en el medio plazo, nuevas subidas en los precios de la energía.

Desde una perspectiva de largo plazo, el recuadro 4 resume las principales conclusiones del Informe sobre envejecimiento 2012, elaborado por la Comisión Europea y el Comité de Política Económica de la UE, y los desafíos para el crecimiento económico y las finanzas públicas que se derivan del envejecimiento de la población.

Recuadro 4

RETOS FISCALES DERIVADOS DEL ENVEJECIMIENTO DE LA POBLACIÓN: NUEVA EVIDENCIA PARA LA ZONA DEL EURO

Asegurar la sostenibilidad a largo plazo de las finanzas públicas de la zona del euro y de los países que la integran es un requisito indispensable para el correcto funcionamiento de la UEM. La crisis de la deuda soberana ha mostrado los efectos negativos que puede tener la existencia de desequilibrios presupuestarios significativos en algunos países miembros sobre la estabilidad económica y financiera de la unión monetaria en su conjunto. A este respecto, una importante lección aprendida de la crisis es la necesidad de que todos los países mantengan unas finanzas públicas saneadas y, de este modo, promuevan la estabilidad de la UEM.

De cara al futuro, el proceso de envejecimiento de la población constituye un importante reto para la sostenibilidad a largo plazo de las finanzas públicas. Se prevé que el envejecimiento demográfico conlleve un aumento sustancial de la tasa de dependencia definida como el porcentaje de población mayor de 65 años sobre la población en edad de trabajar (es decir, de 20 a 64 años). Según las proyecciones de población publicadas por Eurostat en 2010, en la zona del euro la tasa de dependencia prácticamente se duplicará, pasando del 30,1% en 2010 al 58,4% en 2060, lo que impondrá una carga significativa sobre los sistemas de pensiones y de atención sanitaria de los países de la zona. En este contexto, abordar los retos relacionados con el envejecimiento de la población debe seguir siendo un tema prioritario en la agenda política nacional y europea. El objetivo debe ser que todos los países recuperen cierto margen de maniobra presupuestario, frenen el gasto relacionado con el envejecimiento de la población y refuercen el crecimiento potencial del producto, salvaguardando con ello la sostenibilidad a largo plazo de las finanzas públicas.

Las nuevas proyecciones de gasto relacionado con el envejecimiento de la población hasta 2060 se publicaron en el Informe sobre envejecimiento 2012, elaborado por la Comisión Europea y el Comité de Política Económica de la UE¹. En este recuadro se resumen las principales conclusiones del informe y los retos para el crecimiento económico y la sostenibilidad de las finanzas públicas derivados del envejecimiento de la población.

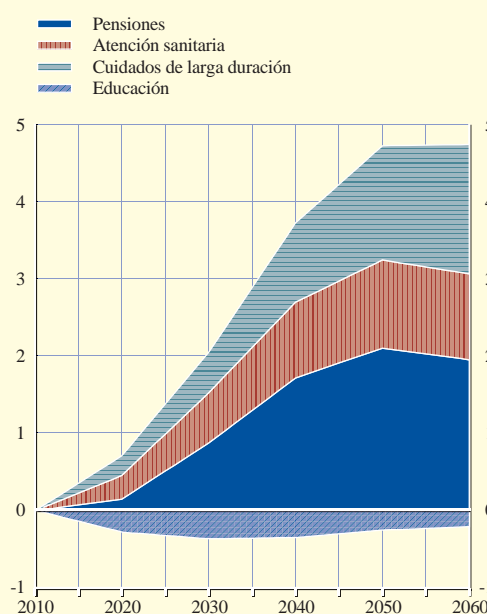
Evolución del gasto relacionado con el envejecimiento de la población en el período 2010-2060

Para el período 2010-2060, el Informe sobre envejecimiento 2012 prevé un aumento del gasto público relacionado exclusivamente con el envejecimiento de la población (esto es, del gasto en pensiones, atención sanitaria, cuidados de larga duración y educación) de 4,5 puntos porcentuales del PIB en la zona del euro en su conjunto².

En el gráfico A se presenta la evolución, durante el horizonte de las proyecciones, de la variación del gasto relacionado exclusivamente con el envejecimiento de la población y de sus subcomponentes para la zona del euro en el escenario de referencia. En general, hasta 2020 se prevé un incremento relativamente moderado del gasto, mientras que la situación se deteriora de manera significativa entre 2020 y 2050. El gráfico muestra patrones interesantes en la tendencia de los distintos subcomponentes. El gasto en pensiones continúa siendo el principal factor determinante

Gráfico A Aumento previsto del gasto en pensiones, atención sanitaria, cuidados de larga duración y educación en la zona del euro en el período 2010-2060

(porcentaje del PIB)



Fuentes: Informe sobre envejecimiento 2012 y cálculos del BCE.

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

2 Esta previsión se refiere al escenario de referencia. En un escenario de riesgo basado en supuestos más prudentes sobre el gasto en atención sanitaria y en cuidados de larga duración, el aumento ascendería a 5,3 puntos porcentuales del PIB.

del aumento del gasto durante el horizonte de las proyecciones, aunque este incremento será más acusado durante el período 2020-2040, se moderará posteriormente y empezará a descender hacia el final del citado horizonte, y el gasto en atención sanitaria seguirá una tendencia similar. En cambio, el incremento del gasto en cuidados de larga duración será relativamente insignificante hasta 2030 y pasará a ser mucho más pronunciado después, contrarrestando parcialmente la disminución del gasto en pensiones y en atención sanitaria a partir de 2040. Se prevé que el gasto en educación siga una trayectoria descendente hasta 2040 y que comience a incrementarse gradualmente con posterioridad.

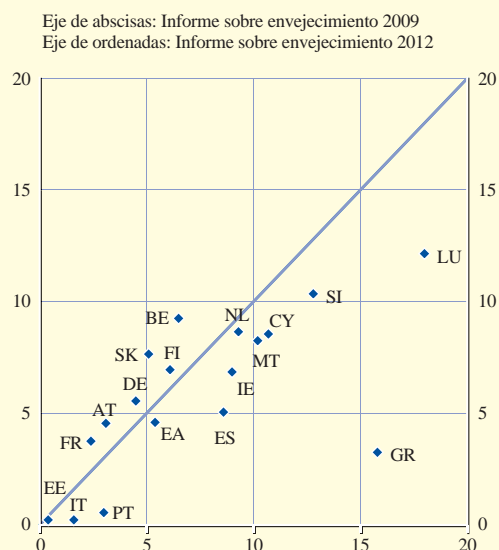
Durante el horizonte de las proyecciones, 2010-2060, se prevé que las pensiones se incrementen 2 puntos porcentuales del PIB en la zona del euro, así como que el gasto en atención sanitaria y en cuidados de larga duración aumente 1,1 y 1,7 puntos porcentuales del PIB, respectivamente. Por el contrario, se espera que el gasto en educación se reduzca ligeramente en 0,2 puntos porcentuales del PIB para la zona del euro en su conjunto.

En comparación con las proyecciones de 2009, las de 2012 apuntan a un aumento algo menor del gasto relacionado exclusivamente con el envejecimiento de la población durante el horizonte de las proyecciones (4,5 puntos porcentuales del PIB, en comparación con 5,4 puntos porcentuales) (véase gráfico B). Entre los países de la zona del euro, Luxemburgo sigue siendo el país con el mayor incremento previsto de esta partida de gasto. Grecia destaca como el país en el que más han mejorado las perspectivas de gasto ligado al envejecimiento, en comparación con las proyecciones de 2009. En Italia y Portugal se espera que las presiones derivadas del envejecimiento demográfico disminuyan, como consecuencia de la reforma de los sistemas de pensiones. También se prevén mejoras en España, Chipre, Irlanda, Malta y Eslovenia. En cambio, seis países de la zona (entre los que se incluyen Alemania y Francia) registran un deterioro de las perspectivas de gasto asociado al envejecimiento de la población en comparación con las proyecciones de 2009, correspondiendo el mayor deterioro a Bélgica y a Eslovaquia.

Las diferencias entre los dos ejercicios de proyección pueden atribuirse a una serie de factores que varían de un país a otro. Aunque los supuestos macroeconómicos utilizados para elaborar el Informe sobre envejecimiento 2012 son más pesimistas que los anteriores, reflejando, en gran medida, el impacto de la crisis económica y financiera, en general, las perspectivas de gasto relacionado con el envejecimiento de la población han mejorado en comparación con las proyecciones de 2009. En algunos países, esto se debe a que en las proyecciones más recientes se han incluido las reformas de los sistemas de pensiones aplicadas desde que se finalizaron las proyecciones de 2009, lo que ha contribuido a una reducción considerable del impacto presupuestario del envejecimiento de la población.

Gráfico B Variación prevista del gasto relacionado exclusivamente con el envejecimiento de la población en el período 2010-2060 en el escenario de referencia

(puntos porcentuales del PIB)



Fuentes: Informes sobre envejecimiento 2009 y 2012.
Notas: Las proyecciones de gasto relacionado con las prestaciones por desempleo se han eliminado de las estimaciones del coste total asociado al envejecimiento del Informe de 2009, con el fin de obtener una medida de los costes ligados exclusivamente al envejecimiento que pueda compararse con las proyecciones de 2012.

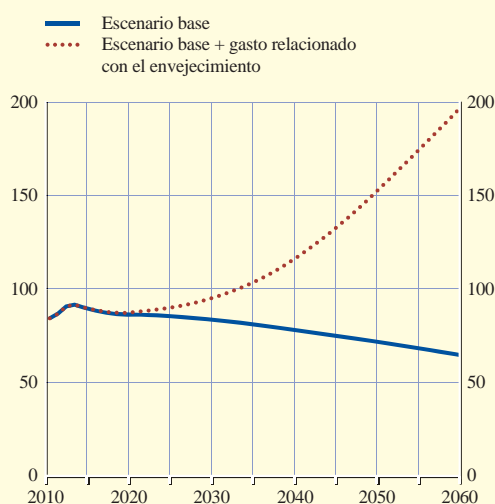
Retos para la sostenibilidad de las finanzas públicas y opciones de reforma

El impacto presupuestario del envejecimiento de la población ha sido motivo de preocupación durante largo tiempo³. Aunque las reformas acometidas desde la finalización del Informe sobre envejecimiento 2009 han empezado a surtir efecto en algunos países, en varios sigue existiendo una necesidad perentoria de que se introduzcan reformas de amplio alcance y en el momento oportuno. Los riesgos para la sostenibilidad a largo plazo de las finanzas públicas siguen siendo elevados, primero porque los pasivos asociados al envejecimiento de la población exigirán un aumento considerable del gasto público y, segundo, porque la mayoría de los países tienen una situación presupuestaria mucho más débil, con elevadas ratios de deuda en relación con el PIB tras la crisis financiera.

En el contexto de las presiones presupuestarias procedentes de los costes asociados al envejecimiento de la población desde una perspectiva de largo plazo, el gráfico C muestra los resultados de un análisis convencional de la sostenibilidad de la deuda para el agregado de la zona del euro correspondiente al período 2010-2060 en un escenario base y en un escenario denominado de envejecimiento, que incluye el impacto de los costes relacionados exclusivamente con el envejecimiento como se proyectó en el escenario de referencia del Informe sobre envejecimiento 2012. El escenario base se sustenta en las previsiones económicas de la Comisión Europea de primavera de 2012 hasta 2013. Se parte del supuesto de que el saldo estructural primario se mantiene constante a partir de 2014. El escenario de envejecimiento es idéntico al escenario base, salvo el saldo estructural primario que refleja las previsiones de la Comisión hasta 2013, mientras que a partir de ese año se incrementa con arreglo al aumento previsto del gasto relacionado exclusivamente con el envejecimiento, utilizando 2013 como año de referencia. El gráfico C muestra que la ratio de deuda de la zona del euro empezará a apartarse de una senda sostenible en torno a 2020 si no se abordan los desequilibrios presupuestarios relacionados con el envejecimiento de la población⁴.

Gráfico C Escenarios de deuda a largo plazo para el agregado de la zona del euro en el período 2010-2060

(porcentaje del PIB)



Fuentes: Previsiones económicas de la Comisión Europea de primavera de 2012 hasta 2013 y cálculos del BCE.

De cara al futuro, las medidas de reforma que se adopten con el fin de abordar los retos para la sostenibilidad asociados al envejecimiento de la población deberían centrarse en ciertas áreas prioritarias.

3 El envejecimiento de la población ha sido objeto de un número relativamente elevado de artículos del Boletín Mensual, entre los que se incluyen: «Envejecimiento de la población y la política fiscal en la zona del euro» (julio de 2000), «La necesidad de reformas integrales para hacer frente a los efectos del envejecimiento de la población» (abril de 2003), «El cambio demográfico en la zona del euro: proyecciones y consecuencias» (octubre de 2006), «Desafíos para la sostenibilidad fiscal en la zona del euro» (febrero de 2007), «Derechos de los hogares en los sistemas públicos de pensiones de la zona del euro: resultados obtenidos aplicando el nuevo sistema de cuentas nacionales» (enero de 2010) y «Garantizar la sostenibilidad fiscal en la zona del euro» (abril de 2011).

4 Para más detalles sobre la estructura del análisis de sostenibilidad de la deuda presentado en este recuadro y un estudio más exhaustivo de la herramienta utilizada, véase el artículo titulado «Análisis de sostenibilidad de la deuda en la zona del euro», *Boletín Mensual*, BCE, abril de 2012.

Por lo que respecta a los sistemas de pensiones, las reformas deben seguir tratando de ajustar los parámetros más importantes al cambiante entorno demográfico. Muchos de los sistemas existentes se basan en el principio de reparto, que económicamente es viable mientras que el número de cotizantes sea significativamente superior al de pensionistas. En estos sistemas, el deterioro de la tasa de dependencia exige que se aumenten las cotizaciones durante la edad productiva y/o que disminuyan las prestaciones de jubilación, si otros parámetros permanecen invariables. Una solución más conveniente y equitativa es un mecanismo de ajuste automático de los principales parámetros, como la edad legal de jubilación, que puede modificarse periódicamente en función de las proyecciones actualizadas de esperanza de vida y de otros factores demográficos. Esto permitiría que las ratios entre cotizantes y pensionistas y entre cotizaciones y pensiones se mantengan en niveles razonables y aceptables, tanto desde el punto de vista económico como social. Este mecanismo también contribuiría a que los ciudadanos se formen unas expectativas adecuadas sobre el nivel de las pensiones futuras, lo que les ayudaría a tomar decisiones informadas sobre el gasto y el ahorro a lo largo de su ciclo vital.

Otro aspecto importante de la viabilidad económica de los sistemas de pensiones existentes es la acumulación de suficientes activos para poder financiar (parcialmente) los compromisos por pensiones. Este es un proceso largo que requiere normas claras y la divulgación de la información adecuada a los ciudadanos acerca de sus perspectivas de pensión. No obstante, cabe observar que la crisis financiera y de deuda soberana, y la volatilidad asociada registrada en los mercados financieros, han afectado negativamente a la rentabilidad de los fondos de pensiones, con claras repercusiones para la futura sostenibilidad de los compromisos por pensiones. Además, algunos Estados miembros han empezado a utilizar antes de lo previsto las reservas acumuladas en los sistemas de pensiones, a menudo por motivos que no están relacionados con la financiación de las mismas. Estas iniciativas entrañan riesgos considerables, ya que representan una reversión de las reformas de los sistemas de pensiones previamente aplicadas que, si no se corrigen a su debido tiempo, podrían poner en peligro la sostenibilidad de las finanzas públicas.

Aunque la importancia de reformar los sistemas de pensiones es ampliamente conocida y aceptada, hasta ahora la necesidad de reformar los sistemas públicos de atención sanitaria y de cuidados de larga duración ha recibido menos atención en el debate público. El gasto público en atención sanitaria y en cuidados de larga duración ha aumentado de manera acusada en la última década en muchos países, fundamentalmente como consecuencia del incremento de los costes relacionados con los avances tecnológicos en la medicina, pero también debido a un control insuficiente del gasto. Se prevé que esta tendencia se haga más pronunciada en los próximos años y apunta a que es preciso mejorar la eficiencia en términos de costes de los sistemas de atención sanitaria y de cuidados de larga duración. Aunque es inevitable que la reforma de estos sistemas exija tomar decisiones complejas, entre las principales áreas de reforma que los Gobiernos deben abordar sin dilación se incluyen, por ejemplo, la mejora de los sistemas de distribución de costes existentes, con el fin de fomentar un uso eficaz de los servicios de atención sanitaria y de aumentar la eficiencia hospitalaria⁵.

Es importante aplicar con determinación reformas estructurales en las áreas anteriormente mencionadas, con el fin de afrontar la preocupación de los mercados en torno a la sostenibilidad de las finanzas públicas. Además de reducir las obligaciones futuras de los Gobiernos, las reformas estructurales deben fortalecer el crecimiento potencial del producto a largo plazo, logrando así que los

5 Para más detalles sobre recomendaciones de política económica, véase el informe titulado «Joint Report on Health Systems», Comisión Europea y Comité de Política Económica, *Occasional Papers*, n.º 74, diciembre de 2010.

países con problemas de sostenibilidad retornen a una senda sostenible. De hecho, según el Informe sobre envejecimiento 2012, el envejecimiento de la población previsto (y la reducción asociada de la población activa) supondría, si no se acometen nuevas reformas, una caída de la tasa de crecimiento potencial del PIB (desde casi el 2 % en 2000 hasta el 1,6 % en 2020 y el 1,4 % en 2060) en la zona del euro. Por consiguiente, es necesario reformar los sistemas de pensiones, así como mejorar el funcionamiento de los mercados de trabajo y aumentar la productividad, con el fin de contrarrestar los efectos del envejecimiento de la sociedad sobre el crecimiento potencial.