

# EVOLUCIÓN ECONÓMICA Y MONETARIA

## I ENTORNO EXTERIOR DE LA ZONA DEL EURO

*La actividad económica mundial registra una expansión, aunque a un ritmo moderado, que refleja, en parte, cambios en la dinámica de crecimiento entre las distintas regiones. Si bien el crecimiento está repuntando en la mayoría de las economías avanzadas, impulsando cada vez más la recuperación mundial, el ritmo se ha desacelerado en las principales economías emergentes. Más concretamente, las mejoras en los balances del sector privado y las políticas acomodaticias continúan respaldando la actividad en las economías avanzadas, mientras que los obstáculos estructurales y el endurecimiento de las condiciones financieras, sumados al limitado margen de maniobra de las políticas, han dado lugar a una desaceleración en las economías emergentes. Al mismo tiempo, el clima económico mundial ha seguido siendo relativamente robusto desde comienzos de 2014, lo que sugiere una expansión sostenida del comercio y de la economía mundial. Aunque las turbulencias que han afectado recientemente a los mercados financieros de algunas economías emergentes han incrementado, en cierta medida, la incertidumbre, hasta ahora las tensiones no han rebasado ciertos límites geográficos, lo que significa que las repercusiones globales han sido limitadas. La inflación mundial se redujo en el último trimestre de 2013 y permaneció contenida a comienzos del año en curso como resultado de la amplia capacidad productiva sin utilizar y de los precios más bajos de la energía.*

### I.I ACTIVIDAD ECONÓMICA Y COMERCIO MUNDIALES

La actividad económica mundial registra una expansión gradual que refleja, hasta cierto punto, cambios en la dinámica de crecimiento entre las distintas regiones. En general, las divergencias entre los patrones de crecimiento a escala mundial se deben, en gran medida, a factores cíclicos y estructurales, combinados con reacciones de las políticas propias de cada país y de los mercados financieros. Concretamente, si bien el ritmo de crecimiento está repuntando de forma sostenida en la mayoría de las economías avanzadas, respaldado por la mejora de los balances del sector privado y las políticas acomodaticias, en las economías emergentes ha experimentado una desaceleración, debido a la persistencia de obstáculos estructurales, incertidumbres en el ámbito de las políticas y volatilidad de las condiciones financieras, que han afectado principalmente a los países con vulnerabilidades internas. Las estimaciones provisionales para el cuarto trimestre de 2013 sugieren que el crecimiento del PIB en los países del G-20, excluida la zona del euro, se situó en el 0,9 %, en tasa intertrimestral, cifra notablemente inferior a la del trimestre anterior, aunque persisten las divergencias entre países (véase cuadro 1). En Estados Unidos, el crecimiento del PIB real siguió siendo robusto en el cuarto trimestre de 2013, respaldado por la solidez del consumo privado, la inversión no residencial y las exportaciones. Aunque los indicadores recientes sugieren cierta moderación en el primer trimestre de 2014, como resultado de la fuerte acumulación de existencias en trimestres anteriores y de las adversas condiciones meteorológicas, se espera que dicha moderación sea transitoria. En Japón, a la rápida expansión del primer semestre de 2013 siguió un crecimiento más lento en el segundo, debido principalmente a la debilidad de las exportaciones y a la atonía de la inversión empresarial. No obstante, se prevé un repunte en el primer trimestre de 2014, respaldado por un aumento del consumo privado con antelación al aumento del impuesto sobre el consumo. En el Reino Unido, la economía ha registrado un sólido crecimiento en los últimos trimestres y los indicadores de alta frecuencia apuntan a una robusta actividad en el corto plazo. En cambio, en China y en otras economías emergentes varios indicadores sugieren que el ritmo de crecimiento experimentará una desaceleración a comienzos de 2014, pese al positivo crecimiento registrado de forma inesperada en algunas economías asiáticas a finales del año pasado.

Las turbulencias financieras que han afectado recientemente a algunas economías emergentes han hecho que aumente la incertidumbre respecto a las perspectivas mundiales, pero las tensiones se han limitado principalmente a países con fundamentos económicos débiles y desequilibrios internos (véase recuadro 1). Las repercusiones en la economía mundial han sido limitadas hasta ahora y últimamente

**Cuadro I Crecimiento del PIB real en algunas economías**

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

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

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

están remitiendo. A corto plazo, los indicadores de clima económico mundial sugieren, en general, una situación sólida a comienzos de 2014, y se prevé que la actividad continúe por una senda de recuperación gradual. Aunque el índice PMI global de producción de manufacturas y servicios, excluida la zona del euro, descendió en febrero como resultado de las significativas caídas de los índices correspondientes a Estados Unidos y Japón, todavía sugiere una expansión mundial sostenida en el primer trimestre de 2014, en el que se combina con las sólidas cifras de enero (véase gráfico 1). De la misma manera, el indicador sintético adelantado de la OCDE correspondiente a diciembre de 2013 continuó señalando mejoras en el crecimiento en la mayoría de los principales países de la Organización, especialmente en Estados Unidos, Reino Unido y Japón, pero las perspectivas son menos favorables en la economías emergentes, que registrarían un crecimiento en torno a la tendencia en China, Brasil y Rusia e inferior a la tendencia en India (véase gráfico 2). El indicador de clima económico mundial del Ifo también sugería unas perspectivas más halagüeñas para las economías avanzadas y un ligero deterioro de las expectativas económicas para las economías emergentes.

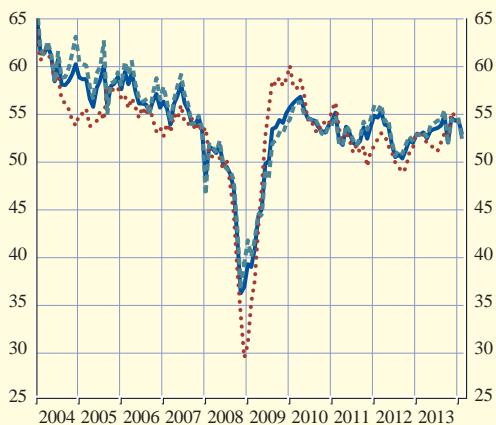
En consonancia con la expansión económica global, el crecimiento del comercio mundial repuntó en 2013, tras un período prolongado de atonía. Según informa el CPB Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis, las importaciones de bienes registraron un ritmo de crecimiento sostenido en el cuarto trimestre de 2013, aumentando un 1,2% en tasa intertrimestral, frente al 1,3% registrado en el trimestre anterior, lo que elevó el crecimiento interanual del comercio mundial hasta el 2,8% en 2013, desde el 1,9% de 2012. En febrero de 2014, el índice PMI global de nuevos pedidos exteriores del sector manufacturero se incrementó ligeramente, señalando una recuperación sostenida y moderada de la actividad comercial a escala mundial.

De cara al futuro, según las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE de marzo de 2014 (véase artículo) se prevé que la recuperación mundial continúe afianzándose, si bien de forma gradual, ya que persisten algunos impedimentos que siguen limitando, aunque en menor medida, las perspectivas a medio plazo. En general, el perfil de crecimiento mundial prácticamente no ha variado en el corto

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

(datos mensuales desestacionalizados)

- PMI: producción total
- PMI: producción manufacturera
- - - PMI: producción de servicios

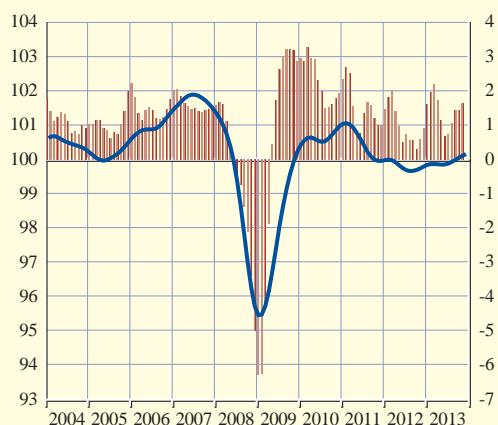


Fuente: Markit.

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

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

- Indicador sintético adelantado (escala izquierda)
- Producción industrial (escala derecha)



Fuentes: OCDE y cálculos del BCE.

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

plazo con respecto a las proyecciones elaboradas en diciembre de 2013. En las economías avanzadas se prevé que la menor intensidad del desapalancamiento del sector privado y de la consolidación fiscal debería estimular la confianza y respaldar la demanda interna. El aumento de la demanda externa en las economías avanzadas debería favorecer las exportaciones de las economías emergentes, compensando, en parte, el efecto adverso de los obstáculos estructurales y la inercia de las reformas sobre el crecimiento potencial.

Las perspectivas mundiales siguen estando sujetas a riesgos a la baja. La evolución de los mercados financieros a escala mundial y en las economías emergentes, así como los riesgos geopolíticos, podrían afectar negativamente a la situación económica. Entre otros riesgos a la baja, cabe señalar un aumento de los precios de las materias primas y una debilidad de la demanda mundial mayor de la prevista.

**Recuadro 1****REPERCUSIONES DE LAS RECIENTES TENSIONES EN LOS MERCADOS FINANCIEROS DE LAS ECONOMÍAS EMERGENTES**

Las tensiones en los mercados financieros de las economías emergentes han vuelto a intensificarse a comienzos de 2014, acentuando la preocupación respecto a los riesgos para las perspectivas económicas de estas economías y para la recuperación mundial a un nivel más amplio. En comparación con los episodios del año pasado, las recientes turbulencias han sido menos intensas y no han sido tan generalizadas, y han afectado solo a un pequeño subgrupo de economías (véase gráfico A). Desde una perspectiva

de más largo plazo, es probable que las turbulencias refuerzen la tendencia más general de desaceleración del crecimiento observada en las economías emergentes en los cuatro últimos años, que refleja, en parte, una desaceleración estructural en algunas de las economías más grandes del grupo. A continuación se examina la evolución económica más amplia en las economías emergentes y las posibles repercusiones de las recientes tensiones en los mercados financieros.

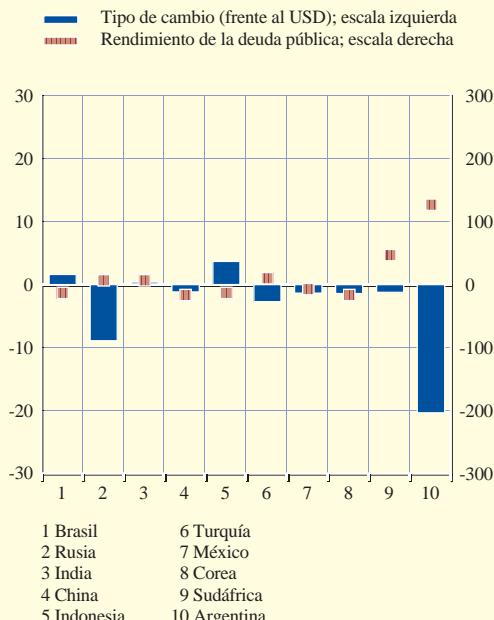
### El papel de los factores estructurales y cíclicos en la desaceleración del crecimiento en las economías emergentes

El crecimiento agregado del PIB de las economías emergentes ha experimentado una fuerte desaceleración en los últimos años, pasando del 7,6% en 2010 al 4,7% en 2012, cifra muy inferior a las registradas en los años anteriores a la crisis financiera, en los que el crecimiento en estas economías se situó, en promedio, en torno al 6% entre 2000 y 2007 (véase gráfico B). La desaceleración ha afectado a casi todas las economías emergentes y ha sido mayor que la observada en las economías avanzadas.

Un componente de la reciente desaceleración ha sido la moderación del crecimiento potencial. La mayor parte de los analistas prevén ahora un crecimiento moderado en los próximos años: las proyecciones a largo plazo (en un horizonte de cinco años) de Consensus Economics se han revisado a la baja para muchas de las economías emergentes más grandes. En China la desaceleración del crecimiento ha sido particularmente pronunciada desde 2012, dado que las limitaciones de su modelo de crecimiento

**Gráfico A Evolución reciente de los rendimientos de la deuda pública y del tipo de cambio en algunas economías emergentes**

(puntos básicos; variación porcentual)

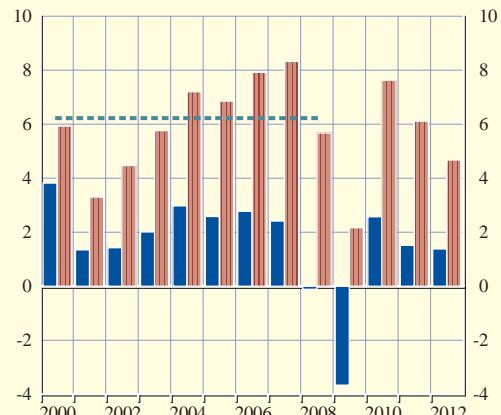


Fuentes: Haver, Bloomberg y cálculos de los expertos del BCE.  
Notas: Variación entre el 1 de enero y el 26 de febrero de 2014.  
En el caso de Argentina, se considera el diferencial soberano EMBI.

**Gráfico B Crecimiento del PIB real**

(tasa de variación interanual)

Economías avanzadas  
Economías emergentes  
Media economías emergentes 2000-2007



Fuente: Cálculos de los expertos del BCE.

Notas: Las economías avanzadas comprenden la zona del euro, Australia, Canadá, Dinamarca, Islandia, Japón, Nueva Zelanda, Noruega, Suecia, Suiza, Reino Unido y Estados Unidos. El grupo de las economías emergentes está integrado por unos 150 países.

—caracterizado por una fuerte dependencia de la acumulación de capital y la migración de trabajadores del sector rural a los sectores manufactureros urbanos— son cada vez más evidentes<sup>1</sup>. En los próximos años, el crecimiento potencial de China seguirá, probablemente, una trayectoria descendente, debido a una reducción de la población en edad de trabajar y a un reequilibrio gradual de la demanda con un mayor peso del gasto de los hogares en detrimento del gasto de capital. En muchas economías emergentes, la inadecuada infraestructura física y el desfavorable clima empresarial, combinados —en algunos países— con una pérdida de impulso de las reformas estructurales, han contribuido también a una caída del potencial de crecimiento.

No obstante, la mayor parte de la desaceleración es atribuible a factores cílicos. Las economías emergentes se han visto afectadas por un debilitamiento de la demanda de las economías avanzadas, que concentran, en promedio, la mitad de sus exportaciones. Muchas se han visto afectadas también por la moderación del crecimiento en China. En este sentido, la menor demanda de materias primas ha significado que los países exportadores de materias primas han dejado de beneficiarse de los acusados incrementos de los precios.

Al mismo tiempo, durante una gran parte del período transcurrido desde 2010, a las economías emergentes les han beneficiado varios factores compensatorios, especialmente las laxas condiciones de financiación a escala mundial y nacional. Las políticas monetarias acomodaticias aplicadas en las economías avanzadas han dado lugar a una bajada de los tipos de interés mundiales y han estimulado los flujos de capital hacia las economías emergentes. Las políticas aplicadas a nivel interno, como las políticas fiscales expansivas, también han tendido a fortalecer el crecimiento en el período inmediatamente posterior a la crisis financiera mundial. Los tipos de interés reales vigentes en muchas economías emergentes durante este período han permitido que la condiciones financieras se hayan relajado y que el crédito haya crecido muy rápidamente en algunos países.

### Aumento de las fragilidades externas e internas en algunas economías emergentes

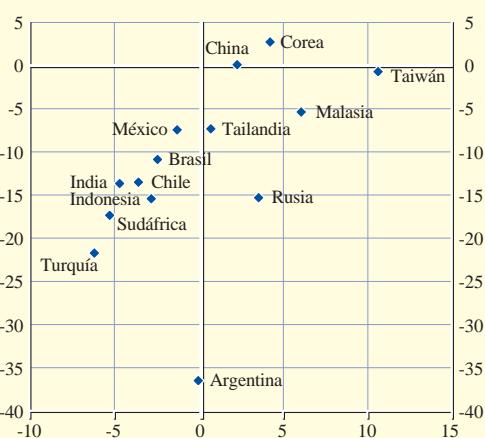
Los factores que contribuyeron a sostener el crecimiento tras la desaceleración global de 2008-2009 también han dado lugar a un aumento de los desequilibrios en algunas economías emergentes, sobre todo, en forma de un deterioro de la balanza por cuenta corriente (Sudáfrica, Indonesia, India y Turquía), persistentes déficits presupuestarios (Argentina e India) y sobredimensionamiento de los sectores financieros tras períodos de crecimiento muy elevado del crédito (Brasil, Indonesia y Turquía).

Desde mayo de 2013, los mercados financieros parecen haber prestado más atención a

**Gráfico C Evolución de los tipos de cambio y balanza por cuenta corriente en algunas economías emergentes**

(porcentaje del PIB; tasa de variación)

Eje de abscisas: balanza por cuenta corriente en 2012  
Eje de ordenadas: tipo de cambio efectivo:  
mayo 2013-marzo 2014



Fuentes: Haver y cálculos de los expertos del BCE.

Nota: Los tipos de cambio se calculan utilizando los tipos de cambio efectivos nominales frente a un grupo de 39 socios comerciales.

<sup>1</sup> Véase el recuadro titulado «Factores subyacentes al crecimiento económico de China y a sus perspectivas», *Boletín Mensual*, BCE, diciembre 2013.

esas fragilidades. La mayoría de los países que registraban grandes déficits por cuenta corriente se han visto afectados por las tensiones en los mercados financieros (véase gráfico C). Las monedas de esos países han llegado a depreciarse, en promedio, hasta un 25 % en términos efectivos desde mayo de 2013. Otros factores, como la incertidumbre interna y política (por ejemplo, en Argentina y Turquía) también parecen haber contribuido a intensificar la inquietud de los mercados respecto a las perspectivas.

### Riesgos y consecuencias

Las repercusiones globales de las tensiones actuales serán, probablemente, limitadas, en la medida en que las turbulencias no se intensifiquen y continúen afectando solo a un número reducido de países. Hasta la fecha, los escasos efectos de contagio observados en las monedas de las economías emergentes sugieren que las ventas que se han producido recientemente en los mercados financieros han tenido su origen, principalmente, en problemas idiosincrásicos de cada país.

Al mismo tiempo, existe el riesgo de que la desaceleración del crecimiento en las economías emergentes observada en los últimos años pudiera ser reflejo de problemas más profundos y estructurales que afectarían a un grupo más amplio de estas economías. Por consiguiente, en el contexto del reciente aumento de las fragilidades en algunas economías emergentes, persiste un riesgo de cola de que los problemas localizados puedan propagarse desencadenando una fuga de capitales más generalizada de estas economías. En un escenario de esa naturaleza, la desaceleración de alcance más amplio que podría afectar a los mercados emergentes podría suponer un lastre para el crecimiento de la economía mundial.

## 1.2 EVOLUCIÓN MUNDIAL DE LOS PRECIOS

La desaceleración de la inflación mundial observada desde 2011 continuó en 2013, debido, principalmente, a la menor contribución de los precios de las materias primas y a la abundante capacidad productiva sin utilizar. En los países de la OCDE, la inflación interanual medida por los precios de consumo repuntó ligeramente en los últimos meses de 2013 y a principios de 2014, hasta situarse en el 1,7 % en enero, al comenzar a disiparse los efectos de base negativos de la caída de los precios de la energía (véase cuadro 2). Excluidos la energía y los alimentos, la inflación interanual se ha mantenido estable en los países de la OCDE, situándose en el 1,6 % en enero. En la mayoría de las economías emergentes no pertenecientes a la OCDE la inflación se redujo en enero, mientras que en China no experimentó variación. De cara al futuro, se prevé que, a escala mundial, la inflación seguirá estando contenida, especialmente en las economías avanzadas, en un contexto de relativa estabilidad de los precios de las materias primas, abundante capacidad productiva sin utilizar y expectativas de inflación bien ancladas.

En las perspectivas de inflación a nivel mundial influye notablemente la evolución de los precios de las materias primas, y especialmente, la de los precios de la energía. Los precios del Brent se han mantenido relativamente estables en torno a 105-111 dólares estadounidenses el barril en los dos últimos meses (véase gráfico 3). El 5 de marzo de 2014, se situaban en 109 dólares estadounidenses el barril, es decir, un 1 % por debajo del nivel de hace un año. Por lo que respecta a las variables fundamentales, la situación de la oferta y de la demanda mundiales sugiere que el mercado de petróleo se encuentra relativamente bien abastecido. Según la Agencia Internacional de la Energía, se prevé que la demanda mundial de petróleo se reduzca en el primer trimestre de 2014 en comparación con el trimestre anterior. Al mismo tiempo, se espera que la oferta de los países no pertenecientes a la OPEP continúe aumentando en el primer trimestre del año, debido principalmente al sólido crecimiento de la oferta de petróleo no

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

(tasas de variación interanual)

	2012	2013	2013 Sep	2013 Oct	2013 Nov	2013 Dic	2014 Ene	2014 Feb
OCDE	2,3	1,6	1,5	1,3	1,5	1,6	1,7	-
Estados Unidos	2,1	1,5	1,2	1,0	1,2	1,5	1,6	-
Japón	0,0	0,4	1,1	1,1	1,5	1,6	1,4	-
Reino Unido	2,8	2,6	2,7	2,2	2,1	2,0	1,9	-
Dinamarca	2,4	0,5	0,2	0,3	0,3	0,4	0,8	-
Suecia	0,9	0,4	0,5	0,2	0,3	0,4	0,2	-
Suiza	-0,7	-0,2	-0,1	-0,3	0,1	0,1	0,1	-
Brasil	5,4	6,2	5,9	5,8	5,8	5,9	5,6	-
China	2,6	2,6	3,1	3,2	3,0	2,5	2,5	-
India <sup>1)</sup>	7,5	6,3	7,0	7,2	7,5	6,2	5,0	-
Rusia	5,1	6,8	6,1	6,2	6,5	6,5	6,0	6,2
Turquía	8,9	7,5	7,9	7,7	7,3	7,4	7,8	7,9
Polonia	3,7	0,8	0,9	0,7	0,5	0,6	0,6	-
República Checa	3,5	1,4	1,0	0,8	1,0	1,5	0,3	-
Hungría	5,7	1,7	1,6	1,1	0,4	0,6	0,8	-
Pro memoria:								
Inflación subyacente OCDE <sup>2)</sup>	1,8	1,6	1,6	1,5	1,6	1,6	1,6	-

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

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

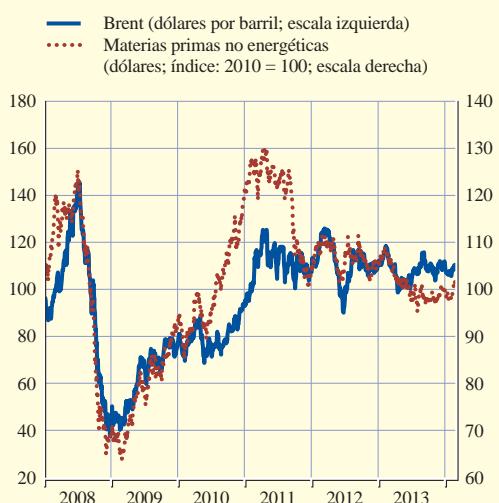
2) Excluidos la energía y los alimentos.

convencional («shale oil») de Estados Unidos. De cara al futuro, los participantes en los mercados esperan precios más bajos en el medio plazo, y los futuros de Brent con entrega en diciembre de 2015 se negocian a 99 dólares estadounidenses el barril.

Los precios de las materias primas no energéticas se han mantenido relativamente estables, en términos agregados, en los últimos meses. Se consolida así la senda de estabilización observada desde mediados de 2013, a pesar de la ligera volatilidad registrada en los meses de verano. En cifras agregadas, el índice de precios de las materias primas no energéticas (denominado en dólares estadounidenses) se sitúa actualmente un 4 % por debajo del nivel registrado hace un año.

**I.3 EVOLUCIÓN EN ALGUNAS ECONOMÍAS****ESTADOS UNIDOS**

En Estados Unidos, el crecimiento del PIB real siguió siendo robusto en el cuarto trimestre de 2013. La segunda estimación de la Oficina de Análisis Económico (Bureau of Economic Analysis) indica que el PIB real creció a una tasa anualizada del 2,4 % (0,6 % en tasa intertrimestral), frente al 4,1 % (1 % en tasa intertrimestral) del trimestre anterior. El crecimiento se vio respaldado por un mayor aumento del gasto en consumo personal, de la inversión no residencial y de las exportaciones en comparación con el trimestre

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

Fuentes: Bloomberg y HWWI.

precedente, mientras que la acumulación de existencias siguió contribuyendo al crecimiento por cuarto trimestre consecutivo. Tanto la inversión residencial como el gasto público experimentaron sendos descensos, este último como consecuencia de una reducción del gasto del Gobierno federal y de las Administraciones estatales y locales.

Los indicadores más recientes han sido menos favorables de lo previsto, lo que sugiere que el crecimiento económico podría estar experimentando una desaceleración transitoria en el primer trimestre de 2014. Los datos de alta frecuencia disponibles para enero, incluidas las ventas del comercio al por menor, la producción industrial y la actividad en el sector de la vivienda, fueron en general discretos. Las adversas condiciones meteorológicas son, probablemente, el factor responsable de la reciente debilidad, ya que este invierno ha sido uno de los más fríos y con más nevadas que se han registrado, y se espera un repunte del crecimiento una vez que mejoren dichas condiciones. En general, se prevé una aceleración del crecimiento de la actividad económica durante este año, respaldada por un nuevo fortalecimiento de la demanda interna privada, basado en la continuidad de las condiciones financieras acomodaticias, y por una mejora de la confianza, así como por una reducción de la presión fiscal. Los riesgos relacionados con la política fiscal se han reducido últimamente, gracias a la ampliación del techo de la deuda de Estados Unidos hasta marzo de 2015. Por lo que respecta al mercado de trabajo, la tasa de paro volvió a reducirse hasta el 6,6% en enero. No obstante, otros indicadores sugieren un panorama menos halagüeño en el mercado de trabajo, ya que tanto el desempleo de larga duración como el número de trabajadores a tiempo parcial que preferirían trabajar a tiempo completo siguen siendo elevados, mientras el ritmo de creación de empleo continuó siendo relativamente flojo en enero de 2014.

La inflación interanual medida por el IPC repuntó 0,1 puntos porcentuales, hasta el 1,6%, en enero de 2014, principalmente como consecuencia de un aumento de la inflación interanual de los precios de la energía. Excluidos la energía y los alimentos, la tasa de variación interanual del IPC fue del 1,6%, ligeramente inferior al 1,7% registrado en los cuatro meses anteriores. La inflación interanual, medida por el deflactor del gasto en consumo personal, se ha venido situando en niveles más bajos, cercanos al 1%, en los últimos meses, debido, en parte, a que la ponderación de los componentes es distinta a la del IPC. De cara al futuro, la recuperación de la actividad económica debería dar lugar, con el tiempo, a una reducción de la debilidad económica, que se prevé que se refleje en un gradual y moderado aumento de la inflación.

En el contexto de una mejora general de las perspectivas económicas, en su reunión de 29 de enero de 2014, el Comité de Operaciones de Mercado Abierto de la Reserva Federal anunció una reducción del ritmo mensual de compras de activos en otros 10 mm de dólares, hasta 65 mm de dólares, a partir de febrero. La reducción afecta por igual a las compras de bonos de titulización hipotecaria (de 35 mm de dólares a 30 mm de dólares) y a las compras de valores de Tesoro a más largo plazo (de 40 mm dólares a 35 mm de dólares). El Comité no modificó su estrategia de «*forward guidance*» en comparación con el comunicado de diciembre, señalando que probablemente resultará apropiado mantener la banda actual fijada como objetivo para el tipo de interés de los fondos federales hasta pasado un tiempo después de que la tasa de paro se reduzca por debajo del 6,5%, especialmente si la inflación proyectada continúa registrando tasas inferiores al objetivo a más largo plazo del 2% establecido por el Comité.

## JAPÓN

El crecimiento económico perdió cierto impulso en el segundo semestre de 2013, tras la expansión tan sólida registrada en los primeros meses del año. Según la primera estimación provisional de la Oficina Económica del Gobierno, el PIB real creció un 0,3% en el cuarto trimestre de 2013, la misma tasa que en el trimestre anterior. La demanda interna mostró una relativa capacidad de resistencia y contribuyó 0,8 puntos porcentuales al crecimiento del PIB en el cuarto trimestre. Por el contrario, la demanda exterior

neta restó 0,5 puntos porcentuales al crecimiento del PIB en ese trimestre, como consecuencia del estancamiento de las exportaciones y de un repunte de las importaciones. Pese a que el yen experimentó una fuerte depreciación en 2013, el crecimiento de las exportaciones fue moderado en ese año. En el primer trimestre de 2014 se prevé un aumento transitorio de la actividad económica, con un adelanto del gasto en anticipación del incremento del impuesto sobre el consumo previsto para abril. Los indicadores más recientes de clima económico y los indicadores cuantitativos son coherentes con este repunte esperado de la actividad. El índice PMI del sector manufacturero se situó en 56,5 en enero, prácticamente sin variación con respecto a la cifra de diciembre, y la producción industrial aumentó un 4 %, en tasa intermensual, en enero.

Los datos sobre inflación correspondientes a enero muestran algunas señales de pérdida de impulso. La inflación interanual medida por el IPC descendió hasta el 1,4 % en enero, desde el 1,6 % de diciembre, mientras que, si se excluyen los alimentos, las bebidas y la energía, la tasa interanual se mantiene sin variación, en el 0,7 %, en enero. El reciente repunte de la inflación, que es atribuible, en gran medida, a factores transitorios, probablemente se acentúe aún más por la subida del impuesto sobre el consumo prevista para abril. Aunque las expectativas de inflación han aumentado significativamente durante el pasado año, todavía se sitúan por debajo del objetivo de inflación del 2 % establecido por el Banco de Japón; al mismo tiempo, la evidencia de un incremento generalizado de los precios internos ha sido limitada. Así pues, el resultado de las negociaciones salariales de la primavera de 2014 será crucial para las perspectivas de inflación.

En su reunión sobre política monetaria de 18 de febrero de 2014, el Banco de Japón mantuvo sin variación el objetivo fijado para la base monetaria. Además, se decidió duplicar en volumen y ampliar por un año la Facilidad de Financiación de Apoyo al Crecimiento y la Facilidad de Estímulo al Crédito Bancario, que debían vencer antes de la reunión de enero. La decisión se produce en vista del escaso recurso a estas facilidades desde el momento de su creación.

## REINO UNIDO

El Reino Unido ha registrado un sólido crecimiento en los últimos trimestres. En el cuarto trimestre de 2013, el PIB real creció a una tasa intertrimestral del 0,7 %, impulsado principalmente por la inversión y las exportaciones. Algunos de los principales indicadores procedentes de las encuestas de opinión han experimentado un ligero deterioro en los últimos meses, pero su nivel relativamente alto sugiere que el crecimiento ha seguido siendo sólido a comienzos del primer trimestre de 2014. La confianza de los consumidores también ha mejorado y se observan señales de una recuperación del crecimiento del crédito. Sin embargo, a medio plazo, es probable que el ritmo de crecimiento se ralentice un poco. La evolución relativamente débil de la renta real de los hogares, debido al bajo aumento de la productividad, y la necesidad de continuar con el ajuste de los balances de los sectores público y privado continuarán limitando la demanda interna durante algún tiempo, mientras que las perspectivas de crecimiento de las exportaciones siguen siendo contenidas.

La inflación interanual medida por el IPC se redujo de nuevo ligeramente en enero de 2014 (0,1 puntos porcentuales en comparación con diciembre), hasta situarse en el 1,9 %. De cara al futuro, se prevé que las presiones inflacionistas continuarán siendo moderadas en la medida en que la capacidad productiva sin utilizar en la economía y los efectos retardados de la reciente apreciación de la libra esterlina seguirán contenido la inflación.

En su reunión de 6 de febrero de 2014, el Comité de Política Monetaria del Bank of England decidió mantener el tipo de interés oficial en el 0,5 % y el volumen de su programa de compras de activos en

375 mm de libras esterlinas. El 12 de febrero, el Comité anunció algunos cambios en su estrategia de «forward guidance», anclándola a una serie de factores relacionados, por ejemplo, con la capacidad productiva sin utilizar de los mercados de trabajo.

### OTRAS ECONOMÍAS EUROPEAS

En Suecia, la recuperación de la actividad económica cobró impulso hacia finales de 2013, mientras que en Dinamarca experimentó una acusada desaceleración. En el cuarto trimestre de 2013, el PIB real creció un 1,7 %, en tasa intertrimestral, en Suecia y se redujo un 0,5 %, también en tasa intertrimestral, en Dinamarca. En ambos países, la demanda interna fue el principal factor determinante de esta dinámica. En Suiza, el crecimiento del PIB real registró una expansión del 0,2 %, en tasa intertrimestral, en el cuarto trimestre de 2013, respaldado por un incremento del consumo y la inversión bruta en capital fijo, mientras que la demanda exterior neta fue un lastre para el crecimiento. De cara al futuro, es probable que el crecimiento del PIB real cobre fuerza en Suecia y Suiza y mantenga el ritmo en Dinamarca. Por lo que respecta a la evolución de los precios, las presiones inflacionistas han seguido moderándose y, en los últimos meses, la inflación interanual medida por el IAPC se ha reducido por debajo del 1 % en Dinamarca y se ha situado cerca del 0 % en Suecia. Esta desaceleración ha tenido su origen en la reducción de la tasa de variación de los precios de la energía y en una mayor atenuación de las presiones de precios internas. Al mismo tiempo, en Suiza, la inflación interanual medida por los precios de consumo registró de nuevo cifras positivas a finales de 2013 y comienzos de 2014.

En los Estados miembros más grandes de la UE de Europa Central y Oriental (PECO), la recuperación de la actividad económica ha continuado, respaldada por la fortaleza de las exportaciones, aunque la demanda interna también ha cobrado impulso. Según datos preliminares, el PIB real, favorecido en cierta medida por factores de carácter transitorio, aumentó con fuerza en la República Checa y en Rumanía, al tiempo que también siguió creciendo a un ritmo vigoroso en Hungría y Polonia en el cuarto trimestre de 2013. De cara al futuro, es probable que la actividad económica continúe fortaleciéndose en 2014, con una creciente importancia de la demanda interna, principalmente de la inversión, que posiblemente se verá respaldada por la absorción de fondos disponibles de la UE. Las exportaciones también deberían contribuir al crecimiento. La inflación interanual medida por el IAPC ha seguido cayendo sustancialmente en los países más grandes de Europa Central y Oriental en los últimos meses. La inflación se ha moderado como consecuencia de la reducida tasa de variación interanual de los precios de los alimentos y de la energía, que ha eliminado los efectos de base de anteriores aumentos (o, más recientemente, los recortes de los impuestos indirectos y de los precios administrados), así como de la contención de las presiones de costes internos. Como resultado de las débiles perspectivas de inflación, la política monetaria ha seguido manteniendo una orientación acomodaticia en los países más grandes de Europa Central y Oriental.

En Turquía, el crecimiento del PIB real, que fue muy robusto en el primer semestre de 2013, se redujo hasta el 0,9 %, en tasa intertrimestral, en el tercer trimestre, como consecuencia de la desaparición de los efectos de un repunte de la inversión pública a comienzos de 2013, de cierta desacumulación de existencias y de una moderación del consumo público y privado, así como del deterioro de las condiciones de financiación. En el cuarto trimestre de 2013 y a comienzos de 2014, se prevé que la demanda interna se habrá visto moderada por el endurecimiento de la política monetaria, las medidas regulatorias encaminadas a desincentivar el crédito al por menor, el aumento de la tensión política y la elevada incertidumbre asociada a la volatilidad del mercado financiero y del tipo de cambio; al mismo tiempo, se prevé que la incipiente recuperación en la UE favorezca las exportaciones. Aunque la economía experimentó una ligera desaceleración en el último trimestre de 2013, la inflación medida por el IPC se mantiene firmemente por encima del objetivo establecido por el banco central como consecuencia de la transmisión de los efectos de la depreciación de la lira y del aumento de las expectativas de inflación.

En Rusia, el PIB real repuntó ligeramente en el tercer trimestre de 2013 con respecto a los bajos niveles de actividad observados en los meses anteriores del año, pero siguió creciendo a un ritmo lento del 0,2% en tasa intertrimestral, debido a la atonía de la inversión y a que el aumento de las importaciones contrarrestó en gran medida el fuerte incremento del consumo privado. Se espera que la demanda externa, sumada a un ligero repunte de la inversión privada, haya estimulado el crecimiento del producto a comienzos de 2014. En el cuarto trimestre de 2013, la inflación osciló ligeramente por encima de la banda fijada como objetivo por el banco central, pero cayó por debajo del límite superior de dicha banda en enero, principalmente como consecuencia de la favorable evolución de los precios de los alimentos.

### ECONOMÍAS EMERGENTES DE ASIA

En China, el crecimiento del PIB real, aunque sigue siendo robusto (en el cuarto trimestre de 2013 cayó hasta el 7,7% en tasa interanual), está reduciéndose, ya que el ligero fortalecimiento de la demanda interna no bastó para contrarrestar la menor contribución de la demanda exterior neta. El crecimiento del PIB real para el conjunto de 2013 se situó en el 7,7%, sin variación con respecto a 2012. El superávit por cuenta corriente se redujo hasta el 2,1% del PIB.

En conjunto, los indicadores de alta frecuencia de principios de 2014 sugieren una gradual pérdida de impulso del crecimiento, lo que confirma que ha continuado la desaceleración observada en el último trimestre de 2013. Los indicadores PMI muestran un deterioro en enero y febrero, pero en el sector no manufacturero se ha observado una mejora. Los agregados monetarios y crediticios correspondientes a enero han seguido registrando una desaceleración, dado que las autoridades tratan de reducir gradualmente la dependencia de la economía del crecimiento del crédito. Los datos de enero y febrero han de interpretarse con cautela, debido a la fluctuación en la fecha del Año Nuevo chino, que en 2014 cayó el 31 de enero. Además, por la festividad del Año Nuevo, varios indicadores de actividad, como los de inversión en activos fijos y producción industrial, no se publican en febrero.

Las presiones inflacionistas fueron moderadas en enero; la tasa de variación interanual del IPC se ha mantenido estable, mientras que la inflación medida por el IPRI se redujo ligeramente y siguió siendo negativa. Los tipos de interés del mercado monetario correspondientes a los vencimientos de corto plazo descendieron en febrero, posiblemente como consecuencia del mayor acceso de las entidades de crédito a las facilidades de liquidez del Banco Central de la República Popular China, así como del mayor nivel de liquidez disponible a través de las operaciones de mercado abierto durante el período correspondiente al Año Nuevo Chino. Para evitar episodios de volatilidad de los tipos de interés del mercado monetario como los registrados en 2013, la Comisión de Regulación Bancaria de China reforzó las normas en materia de liquidez a finales de febrero de 2014. A comienzos de marzo el Gobierno de la República Popular China estableció un objetivo de crecimiento del 7,5% para 2014, el mismo que el fijado para el año pasado. Tampoco ha variado el objetivo de inflación, que se mantiene en el 3,5%. Los pequeños cambios observados en otros objetivos confirman las intenciones del Gobierno de reequilibrar la economía, aunque de manera gradual.

En 2013, el crecimiento del PIB real en otras grandes economías asiáticas se mantuvo por debajo de las medias de largo plazo. Distintos indicadores sugieren que la atonía del ritmo de crecimiento se mantendrá en la primera mitad de 2014, aunque tanto India como Indonesia —dos países afectados por la volatilidad de los mercados financieros en 2013— evitaron la peor parte de las turbulencias financieras a principios de 2014, debido posiblemente, en cierta medida, a la mejora de sus desequilibrios externos.

En la India, el crecimiento del PIB real sigue siendo escaso. Tras repuntar en el tercer trimestre de 2013, se moderó hasta el 4,6%, en tasa interanual, en el cuarto trimestre del año, como consecuencia del menor

crecimiento de la inversión y las exportaciones. La inflación, medida por los precios al por mayor, siguió siendo elevada en el segundo semestre de 2013, reflejo, en parte, de la intensificación de las presiones inflacionistas por el debilitamiento de la rupia. Aunque la inflación se redujo en enero hasta el 5% por los menores precios de los alimentos, siguió situándose por encima de la banda implícita establecida como objetivo por el banco central (4%-4,5% en el corto plazo). En enero de 2014, el Banco de Reserva de India elevó su tipo de interés oficial, mientras que la rupia se mantuvo relativamente estable, a pesar de la elevada volatilidad de los mercados financieros de algunas economías emergentes. En Indonesia, tras tres trimestres de crecimiento relativamente moderado, la actividad repuntó en el cuarto trimestre de 2013, debido, principalmente, al sólido comportamiento de las exportaciones, lo que también contribuyó a reducir el déficit por cuenta corriente por debajo del 2% del PIB. Pese a las subidas de los tipos de interés en 175 puntos básicos en 2013, la inflación medida por el IPC se mantuvo notablemente por encima de la banda del 3,5% al 5,5% establecida como objetivo, situándose en el 7,8% en febrero de 2014. En Corea, tras un crecimiento muy débil en 2012, la actividad se fortaleció gradualmente en 2013. El crecimiento del PIB real aumentó hasta el 3,9%, en tasa interanual, en el cuarto trimestre de 2013, como resultado del mayor crecimiento de las exportaciones. La inflación se mantuvo justamente por encima del 1% en febrero de 2014, pero siguió situándose por debajo de la banda del 2%-4% establecida como objetivo por el Banco de Corea.

### ORIENTE MEDIO Y ÁFRICA

En el segundo semestre de 2013, la actividad económica en las economías exportadoras de petróleo siguió siendo robusta. Pese a las perturbaciones de oferta en algunos países, la estabilidad de los precios del crudo, la solidez del gasto público y el aumento de la actividad en el sector privado no petrolero continuaron respaldando el crecimiento. En los países árabes en transición, el crecimiento económico siguió siendo débil, pese a algunas señales de mejora de la estabilidad política. En el África subsahariana, se ha registrado un sólido crecimiento económico sostenido, a pesar de las dificultades derivadas del debilitamiento de los precios de las materias primas distintas del petróleo y de la volatilidad de los tipos de cambio. En Sudáfrica y Nigeria, que son las dos economías más grandes de esta región de África, los indicadores más recientes sugieren una mejora de la actividad económica. De cara al futuro, se espera un ligero repunte de la actividad en Oriente Medio y África a lo largo de este año, como consecuencia de la recuperación gradual de las economías avanzadas y de la demanda interna.

### AMÉRICA LATINA

El crecimiento en América Latina sigue siendo lento y, en algunas de las principales economías, la actividad se ve afectada por restricciones de oferta en un contexto de limitado margen de maniobra para las políticas, una demanda externa menos favorable y unas condiciones financieras externas más estrechas. Tras un repunte moderado a comienzos de 2013, el crecimiento económico de la región perdió impulso en el segundo semestre del año, en la medida en que las restricciones de oferta internas afectaron de forma más intensa al crecimiento. Es probable que el crecimiento interanual del PIB real se haya reducido hasta el 2,7% en 2013, desde el 3% registrado en el año anterior. De cara al futuro, se prevé una ligera recuperación, respaldada por una mayor solidez de la demanda externa, aunque los obstáculos estructurales seguirán siendo un lastre para el crecimiento en los principales países en el contexto de un entorno financiero internacional más exigente.

En Brasil, el crecimiento intertrimestral del PIB registró cifras positivas en el último trimestre de 2013: 0,7% frente al -0,5% de los tres meses anteriores. Los principales factores determinantes de la recuperación fueron la demanda exterior neta y, en menor medida, la inversión, mientras que el consumo privado experimentó una desaceleración. Pese a la atonía de la actividad, la persistencia de las presiones inflacionistas obligó al banco central a continuar el ciclo de endurecimiento de la política monetaria iniciado

en abril de 2013, elevando el tipo oficial en otros 25 puntos básicos en febrero de 2014 hasta el 10,75 %. En México, el crecimiento del PIB real se redujo en el cuarto trimestre de 2013 hasta el 0,2 % en tasa intertrimestral, desde el 0,9 % registrado en el trimestre anterior. Por el lado de la oferta, el menor crecimiento reflejó un deterioro tanto en el sector industrial como en el sector servicios, que solo se compensó en parte con unos resultados algo más favorables en el sector agrícola. En Argentina, los crecientes desequilibrios internos arrastraron el crecimiento del PIB a una contracción en la segunda mitad de 2013, tras el sólido crecimiento registrado en el primer semestre del año.

#### 1.4 TIPOS DE CAMBIO

Desde comienzos de diciembre de 2013 hasta el 5 de marzo de 2014, el euro se apreció en general frente a las monedas de la mayoría de los principales socios comerciales de la zona del euro. Durante ese período, los movimientos de los tipos de cambio guardaron relación, en gran medida, con la evolución de las expectativas respecto a la futura trayectoria de la política monetaria y con los ajustes de las expectativas de los mercados en cuanto a las perspectivas económicas de la zona del euro en relación con otras grandes economías. El 5 de marzo de 2014, 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 0,9 % por encima del nivel registrado a comienzos de diciembre y un 3,7 % por encima del observado un año antes (véanse gráfico 4 y cuadro 3).

En términos bilaterales, en los tres últimos meses el euro se ha apreciado frente al dólar estadounidense (un 1,4 %) y frente al yen japonés (un 1,1 %), pero se ha depreciado frente a la libra esterlina (un 0,5 %). La creciente volatilidad de las monedas de las economías emergentes durante este período ha afectado notablemente al peso argentino y, en menor medida, a la lira turca, al rublo ruso y al rand sudafricano, que se debilitaron considerablemente frente al euro. Las monedas de las economías emergentes de Asia y las de los países exportadores de materias primas también se depreciaron frente al euro, pero mostraron, en general, una mayor capacidad de resistencia. En lo que respecta a las monedas de otros Estados miembros de la UE no pertenecientes a la zona del euro, la moneda única se apreció frente al forint

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

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

	Ponderación en el tipo de cambio efectivo del euro (TCE-20)	Variación del tipo de cambio efectivo del euro a 5 de marzo de 2014 con respecto al	
		2 de diciembre de 2013	5 de marzo de 2013
TCE-20		0,9	3,7
Renminbi chino	18,7	2,0	3,8
Dólar estadounidense	16,8	1,4	5,4
Libra esterlina	14,8	-0,5	-4,4
Yen japonés	7,2	1,1	15,9
Franco suizo	6,4	-1,1	-0,7
Zloty polaco	6,2	-0,3	1,2
Corona checa	5,0	-0,2	6,7
Corona sueca	4,7	-0,4	6,2
Won coreano	3,9	2,7	3,7
Forint húngaro	3,2	2,4	3,6
Corona danesa	2,6	0,0	0,1
Leu rumano	2,0	1,7	3,4
Kuna croata	0,6	0,3	0,8

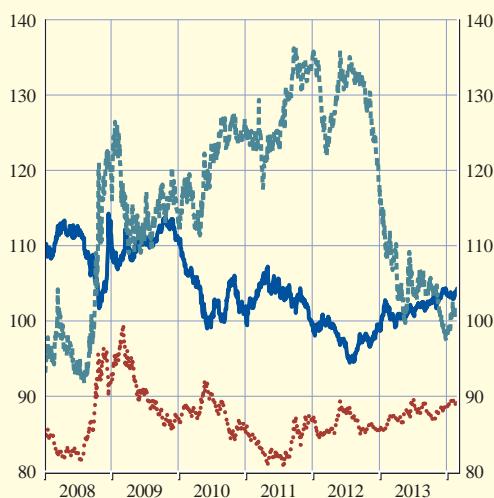
Fuente: BCE.

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

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

(datos diarios; índice: I 1999 = 100)

- Euro
- Dólar estadounidense
- - - Yen japonés



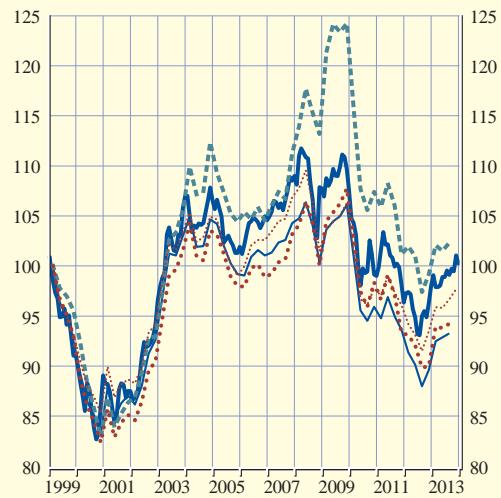
Fuente: BCE.

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

#### Gráfico 5 Tipos de cambio efectivos reales del euro

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

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



Fuente: BCE.

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

húngaro (un 2,4 %), el leu rumano (un 1,7 %) y la kuna croata (un 0,3 %). En cambio, se depreció ligeramente frente a la corona checa (un 0,2 %), el zloty polaco (un 0,3 %) y la corona sueca (un 0,4 %). La litas lituana y la corona danesa, que participan en el MTC II, se mantuvieron en general estables frente al euro, cotizando al tipo de cambio correspondiente a las respectivas paridades centrales o en niveles próximos a dichas paridades.

Por lo que respecta a los indicadores de competitividad internacional en términos de precios y costes de la zona del euro, en febrero de 2014, el tipo de cambio efectivo real del euro basado en los precios de consumo se situaba un 1,4 % por encima del nivel registrado un año antes (véase gráfico 5). Esta evolución refleja, en gran medida, la apreciación nominal del euro desde entonces, que solo se contrarrestó parcialmente con una menor tasa de inflación de los precios de consumo en la zona del euro en comparación con sus principales socios comerciales.

## 2 EVOLUCIÓN MONETARIA Y FINANCIERA

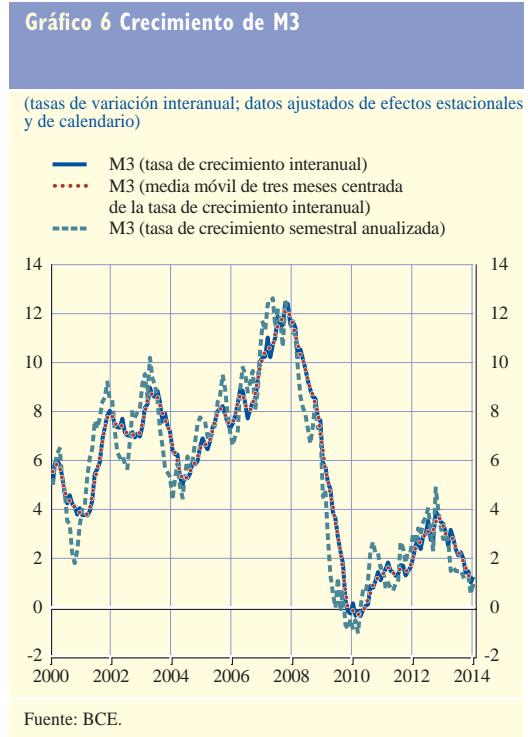
### 2.1 DINERO Y CRÉDITO DE LAS IFM

*La información disponible para el cuarto trimestre de 2013 y enero de 2014 confirma la debilidad subyacente del crecimiento monetario y crediticio, que estuvo determinada por la frágil dinámica de la demanda y por las necesidades de desapalancamiento del sector financiero. El crecimiento interanual del agregado monetario amplio registró una moderación adicional al final del cuarto trimestre, antes de estabilizarse en enero. El lento ritmo de creación de dinero por parte del sector bancario de la zona del euro continuó pesando sobre el crecimiento de M3 en el último trimestre y en enero. En cambio, los flujos de entrada de capital en la zona del euro sustentaron en cierta medida el crecimiento de este agregado. La evolución de M3 siguió reflejando una menor preferencia por la liquidez monetaria en la zona del euro, ya que los tenedores de dinero buscaron la rentabilidad en los activos no monetarios. El crédito al sector privado no financiero se contrae nuevamente, con un débil crecimiento de los préstamos a hogares y amortizaciones netas de préstamos a sociedades no financieras. Las significativas entradas de capital y el superávit por cuenta corriente de la zona del euro contribuyeron a que volviera a aumentar la posición acreedora neta frente al exterior de las IFM. Además, parece que al final del ejercicio algunas posiciones de balance de las IFM se vieron afectadas por las estrategias a corto plazo adoptadas por las entidades de crédito ante la evaluación global de sus balances.*

El crecimiento interanual de M3 registró una moderación adicional al final del cuarto trimestre de 2013, antes de estabilizarse a principios de 2014. La tasa de crecimiento interanual de M3 se situó en el 1,2% en enero, frente al 1,5% del cuarto trimestre y el 2,2% del tercero (véanse gráfico 6 y cuadro 4). La evolución del agregado monetario amplio M3 siguió reflejando desplazamientos de cartera hacia M1 (que continuó siendo el componente que más contribuyó al crecimiento total de M3).

La evolución más reciente de M3 refleja la menor preferencia de los tenedores de dinero por la liquidez monetaria, ya que su motor principal es la búsqueda de rentabilidad. Por una parte, los tenedores de dinero prefieren mantener depósitos a la vista muy líquidos antes que otros depósitos a corto plazo e instrumentos negociables (lo que se refleja en el sólido crecimiento interanual de M1). Por otra parte, consideraciones de rentabilidad/riesgo han llevado a los inversores a desplazar parte de sus activos hacia instrumentos menos líquidos y mejor remunerados no incluidos en M3, como los fondos de inversión.

Los préstamos al sector privado no financiero volvieron a contraerse en el cuarto trimestre y en enero, aunque a un ritmo más lento. La amortización neta de préstamos concedidos a las sociedades no financieras y la atomía del crédito a los hogares reflejaron una combinación de factores, como la persistente debilidad de la situación económica, la necesidad de desapalancamiento tras los excesos del pasado y, en el caso de algunos países de la zona del euro, las restricciones de crédito. Los resultados de la encuesta sobre préstamos bancarios de enero de 2014 confirmaron los



#### Cuadro 4 Cuadro resumen de variables monetarias

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

	Saldos vivos en porcentaje de M3 <sup>1)</sup>	Tasas de crecimiento interanual					
		2013 I	2013 II	2013 III	2013 IV	2013 Dic	2014 Ene
<b>M1</b>	<b>55,1</b>	<b>6,7</b>	<b>8,1</b>	<b>6,9</b>	<b>6,4</b>	<b>5,7</b>	<b>6,2</b>
Efectivo en circulación	9,2	1,7	2,7	2,6	4,1	5,3	5,8
Depósitos a la vista	45,9	7,8	9,2	7,9	6,9	5,8	6,3
M2 - M1 (= otros depósitos a corto plazo)	38,3	1,2	0,2	0,2	-1,2	-1,7	-2,6
Depósitos a plazo hasta dos años	16,9	-3,8	-5,8	-5,0	-6,3	-6,1	-7,3
Depósitos disponibles con preaviso hasta tres meses	21,4	6,0	5,8	5,0	3,3	2,1	1,5
<b>M2</b>	<b>93,4</b>	<b>4,3</b>	<b>4,6</b>	<b>4,0</b>	<b>3,1</b>	<b>2,5</b>	<b>2,4</b>
M3 - M2 (= instrumentos negociables)	6,6	-8,5	-14,9	-17,2	-17,1	-16,2	-12,8
<b>M3</b>	<b>100,0</b>	<b>3,2</b>	<b>2,8</b>	<b>2,2</b>	<b>1,5</b>	<b>1,0</b>	<b>1,2</b>
<b>Crédito a residentes en la zona del euro</b>	<b>0,0</b>	<b>-0,2</b>	<b>-0,5</b>	<b>-1,2</b>	<b>-2,0</b>	<b>-1,7</b>	
Crédito a las Administraciones Públicas	4,3	3,3	2,0	0,1	-0,7	0,2	
Préstamos a las Administraciones Públicas	-0,8	-2,6	-6,0	-6,7	-6,3	-4,9	
Crédito al sector privado	-1,0	-1,0	-1,2	-1,6	-2,4	-2,2	
Préstamos al sector privado	-0,8	-1,1	-1,9	-2,2	-2,3	-2,2	
Préstamos al sector privado ajustados de ventas y titulizaciones <sup>2)</sup>	-0,4	-0,6	-1,4	-1,8	-2,0	-2,0	
<b>Pasivos financieros a más largo plazo</b> (excluidos capital y reservas)	<b>-5,1</b>	<b>-4,6</b>	<b>-4,2</b>	<b>-3,6</b>	<b>-3,3</b>	<b>-3,4</b>	

Fuente: BCE.

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

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

indicios de estabilización de las condiciones de concesión de crédito a empresas y hogares, mientras que la demanda de préstamos al sector privado no financiero continúa siendo frágil actualmente. Al mismo tiempo, los préstamos a las Administraciones Públicas registraron descensos adicionales en el cuarto trimestre y en enero.

Los nuevos aumentos de la posición acreedora neta frente al exterior de las IFM continuaron respaldando el crecimiento de M3. Al mismo tiempo, los pasivos financieros a más largo plazo de las IFM volvieron a registrar salidas en el cuarto trimestre y en enero. Adoptando una perspectiva más general, el redimensionamiento de las IFM de la zona del euro se aceleró ante la evaluación global por parte del BCE de los balances de las entidades de crédito y supuso reducir los activos totales de las IFM en los doce últimos meses por un valor total de más de 2 billones de euros. Al mismo tiempo, los datos correspondientes a enero mostraron una cierta inversión de la dinámica de meses anteriores, lo que sugiere que las entidades de crédito ajustaron algunas de sus posiciones de balance solo de forma temporal.

En conjunto, la evolución monetaria del período transcurrido hasta enero de 2014 confirma la persistente debilidad del crecimiento monetario de la zona del euro, que se debió, en particular, a la disminución del crédito concedido por las IFM al sector privado en un entorno caracterizado por bajos tipos de interés y un lento crecimiento.

#### PRINCIPALES COMPONENTES DE M3

La nueva caída de la tasa de crecimiento interanual de M3 refleja la contribución negativa de los depósitos a corto plazo distintos de los depósitos a la vista (es decir, M2 menos M1). Al mismo tiempo, las

entradas observadas en M3 en el cuarto trimestre y en enero volvieron a estar impulsadas principalmente por la evolución de los instrumentos monetarios líquidos incluidos en M1 (véase gráfico 7). Los instrumentos negociables (es decir, M3 menos M2) continuaron registrando cuantiosas salidas.

En cuanto a los principales componentes de M3, la tasa de crecimiento interanual de M1 experimentó una ligera moderación y se situó en el 6,4% en el cuarto trimestre y en el 6,2% en enero, frente al 6,9% del tercer trimestre (véase cuadro 4). La desaceleración del cuarto trimestre fue consecuencia de las menores entradas de fondos en depósitos a la vista, que fueron algo inferiores a las registradas en trimestres anteriores.

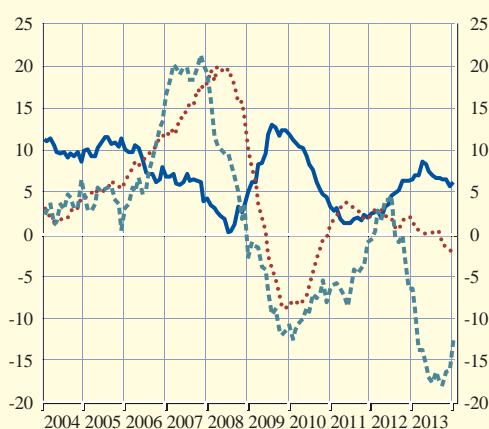
La tasa de crecimiento interanual de los depósitos de M3, que incluyen todos los depósitos a corto plazo y las cesiones temporales, disminuyó hasta el 3,1% en el cuarto trimestre, frente al 4% del tercero, antes de registrar una caída adicional y situarse en el 1,9% en enero (véase gráfico 8). Los hogares continuaron siendo los que más contribuyeron a dicha tasa de crecimiento. La tasa de crecimiento interanual de los depósitos a la vista de las sociedades no financieras mantuvo su fuerza y alcanzó el 8,3% en el cuarto trimestre y el 7,7% en enero. Es probable que el sólido crecimiento interanual de los depósitos de M3 de las sociedades no financieras refleje la preferencia de este sector por mantener un amplio porcentaje de sus beneficios en activos líquidos y que sea una importante contrapartida de las significativas entradas de capital en la zona del euro. Analizando la dispersión geográfica de los flujos de fondos registrados en los depósitos de M3, parece que el fortalecimiento de la base de depósitos observado en los países sometidos a tensiones en los últimos meses ha perdido vigor, con unas tasas de crecimiento que se estabilizan, en consonancia con la moderación registrada para el conjunto de la zona del euro.

La tasa de crecimiento interanual de los depósitos a corto plazo distintos de los depósitos a la vista cayó hasta el -1,2% en el cuarto trimestre y el -2,6% en enero, frente al 0,2% del tercer trimestre. Los depósitos

Gráfico 7 Principales componentes de M3

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

- M1
- Otros depósitos a corto plazo
- Instrumentos negociables



Fuente: BCE.

Gráfico 8 Depósitos a corto plazo y cesiones temporales

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

- Sociedades no financieras
- Hogares
- Intermediarios financieros
- Total

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

a plazo hasta dos años registraron cuantiosas salidas de fondos en el cuarto trimestre (que se plasmaron en una tasa de crecimiento interanual del -6,3 %), mientras que la tasa de crecimiento interanual de los depósitos de ahorro a corto plazo (es decir, depósitos disponibles con preaviso hasta tres meses) también se redujo, situándose en el 3,3 % en el cuarto trimestre. Tanto los depósitos a plazo hasta dos años como los depósitos de ahorro a corto plazo volvieron a contabilizar salidas en enero. La evolución de estos tipos de inversión obedece principalmente a su limitada rentabilidad en relación con otros instrumentos de inversión. Mientras que los rendimientos de las carteras de renta fija disminuyeron ligeramente en 2013, los de las acciones y otras participaciones fueron muy significativos (véanse secciones 2.4 y 2.5).

La tasa de crecimiento interanual de los instrumentos negociables se situó en el -17,1 % en el cuarto trimestre, casi sin variación con respecto al tercer trimestre, pero después experimentó una ligera recuperación y se situó en el -12,8 % en enero. En el cuarto trimestre, el sector tenedor de dinero redujo sustancialmente sus tenencias de valores distintos de acciones a corto plazo (esto es, con vencimiento inicial hasta dos años) de las IFM, cuya tasa de crecimiento interanual se estabilizó en niveles muy bajos (el -33,7 % en el cuarto trimestre y el -33,9 % en enero, frente al -36,1 % del tercer trimestre). Las participaciones en fondos del mercado monetario y las cesiones temporales también descendieron significativamente. La tasa de crecimiento interanual de las participaciones en fondos del mercado monetario se situó en el -12,1 % en el cuarto trimestre y en el -6,4 % en enero, frente al -10,9 % del tercer trimestre. La tasa de crecimiento interanual de las cesiones temporales fue del -11,2 % en el cuarto trimestre y del -9,1 % en enero, frente al -10,2 % del tercer trimestre. Las continuas salidas observadas en los fondos del mercado monetario se debieron, probablemente, a la búsqueda de rentabilidad por parte de los inversores, que siguieron reasignando sus fondos hacia otros tipos de inversión con mejores perspectivas de remuneración, ya que los niveles tan reducidos de los tipos de interés están influyendo en el atractivo de los instrumentos negociables incluidos en M3. En comparación, desde finales de 2012 las tasas de rentabilidad de los fondos de inversión han sido permanentemente positivas y relativamente elevadas (para más detalles, véase la sección 2.2). En paralelo, los fondos del mercado monetario han afrontado crecientes dificultades para generar rendimientos positivos significativos para los inversores. Además, los incentivos regulatorios que favorecen la financiación de las entidades de crédito mediante depósitos, frente a la financiación en los mercados, también han contribuido a la falta de dinamismo de las emisiones de valores distintos de acciones de las IFM (a todos los plazos) y de las participaciones en fondos del mercado monetario.

### **PRINCIPALES CONTRAPARTIDAS DE M3**

En cuanto a las contrapartidas de M3, la posición acreedora neta frente al exterior de las IFM volvió a aumentar con fuerza. Las significativas entradas de capital observadas en los últimos trimestres son consecuencia de la mejora de la confianza en la zona del euro y de una actitud más cautelosa de los inversores hacia las economías emergentes. Al mismo tiempo, la tasa de crecimiento interanual del crédito concedido por las IFM a residentes en la zona del euro continuó contrayéndose.

La tasa de crecimiento interanual del crédito concedido por las IFM al sector privado volvió a caer y se situó en el -1,6 % en el cuarto trimestre y en el -2,2 % en enero, frente al -1,2 % del tercer trimestre. Esta evolución se debió, en parte, a las ventas de valores del sector privado (tanto de renta fija como variable) por parte de las IFM hacia el final de 2013. Por tanto, la tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones disminuyó hasta el -4 % en enero, desde el 1 % del tercer trimestre y el 0,5 % del cuarto. Además, la tasa de crecimiento interanual positiva de las acciones y otras participaciones siguió una trayectoria descendente y se situó en el 0,9 % en enero y en el 3,4 % en el cuarto trimestre, frente al 5,8 % del tercero. La tasa de crecimiento interanual de los préstamos al sector privado se situó en el -2,2 % en el cuarto trimestre y en enero, lo que representa una caída con respecto al -1,9 % del tercer trimestre.

La tasa de crecimiento interanual de los préstamos al sector privado (ajustados de ventas y titulizaciones) cayó al -2% en enero, desde el -1,8% del cuarto trimestre y el -1,4% del tercero (véase cuadro 4). Desde una perspectiva sectorial, los préstamos a hogares registraron un crecimiento positivo limitado en el cuarto trimestre, que fue contrarrestado por el crecimiento negativo de los préstamos concedidos a las sociedades no financieras y de los préstamos a los intermediarios financieros no monetarios. Estas tendencias sectoriales continuaron en enero.

La tasa de crecimiento interanual de los préstamos concedidos por las IFM a los hogares (ajustados de ventas y titulizaciones) permaneció estable recientemente. Se situó en el 0,2% en enero, una tasa bastante similar a las observadas desde el segundo trimestre de 2013 (para más detalles, véase la sección 2.7). La tasa de crecimiento interanual de los préstamos concedidos por las IFM a las sociedades no financieras (ajustados de ventas y titulizaciones) se situó en el -2,9% en enero, también prácticamente sin cambios con respecto a las tasas registradas en el tercer y cuarto trimestre.

Adoptando una perspectiva más general, la debilidad del crédito bancario continúa reflejando factores de oferta y de demanda. Las condiciones de oferta del crédito siguieron siendo restrictivas en algunos países. Además, la fragmentación de los mercados financieros y los elevados costes de financiación de los sectores no financieros de algunos países continuaron afectando negativamente al gasto y a los gastos de capital. El excesivo endeudamiento del sector privado también puede estar frenando la demanda de crédito bancario en determinados países. Asimismo, las empresas han sustituido cada vez más el crédito bancario por fuentes de financiación alternativas (como los recursos generados internamente y, en el caso de empresas no financieras más grandes, el acceso directo a los mercados de capitales). De acuerdo con los resultados de la encuesta sobre préstamos bancarios de enero de 2014, el porcentaje neto de entidades que indicó que se había producido un endurecimiento de los criterios de

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

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

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

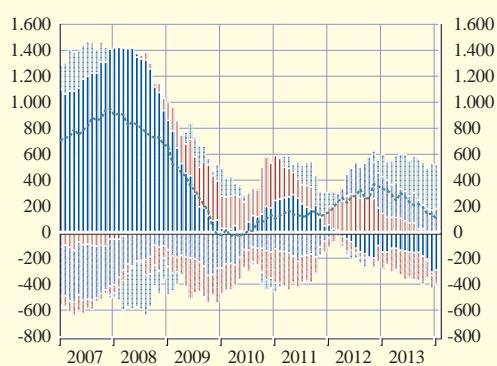


Fuente: BCE.

**Gráfico 10 Contrapartidas de M3**

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

- Crédito al sector privado (1)
- Crédito a las AAPP (2)
- Activos exteriores netos (3)
- Pasivos financieros a más largo plazo (excluidos capital y reservas) (4)
- Otras contrapartidas (incluidos capital y reservas) (5)
- M3



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.

concesión de crédito continuó descendiendo progresivamente, situándose en el 2 %, al tiempo que las entidades de crédito esperaban un aumento de la demanda de todas las categorías de préstamo en el primer trimestre de 2014.

El crédito otorgado por las IFM a las Administraciones Públicas solo tuvo un impacto reducido en el crecimiento monetario en 2013. Su tasa de crecimiento interanual cayó hasta el 0,1 % en el cuarto trimestre, frente al 2 % del tercero, y después aumentó ligeramente, hasta situarse en el 0,2 % en enero. El debilitamiento observado en el cuarto trimestre se debió en gran parte a las ventas netas de valores, aunque la tasa de crecimiento interanual continuó siendo positiva. Las IFM de algunos países se desprendieron de deuda pública en el cuarto trimestre, ante la evaluación global por parte del BCE de los balances de las entidades de crédito.

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) aumentó hasta el -3,6 % en el cuarto trimestre y el -3,4 % en enero, frente al -4,2 % del tercer trimestre (véase gráfico 9). La contracción observada en los pasivos financieros a más largo plazo de las IFM continúa reflejando las menores necesidades de financiación de este sector, en un contexto de desapalancamiento y de cambio hacia la financiación mediante depósitos, que incentiva la regulación vigente. No obstante, los hogares de algunos países han seguido desplazando fondos hacia los depósitos a largo plazo.

Los activos exteriores netos aumentaron 19 mm de euros en enero, aunque este flujo mensual fue menor que la media intermensual del cuarto trimestre. En los doce meses transcurridos hasta enero, la posición acreedora neta frente al exterior de las IFM de la zona del euro se incrementó en 340 mm de euros. En el cuarto trimestre se observaron entradas intertrimestrales por valor de 155 mm de euros (las más significativas de 2013), frente a las entradas de 62 mm de euros registradas en el tercer trimestre (véase gráfico 10). La posición acreedora neta frente al exterior de las IFM de la zona del euro recoge los flujos de capital del sector tenedor de dinero cuando los fondos se canalizan a través de las IFM, así como las transferencias de activos emitidos por el sector tenedor de dinero (véase recuadro 2).

#### Recuadro 2

##### **EVOLUCIÓN RECENTE DE LA CUENTA FINANCIERA DE LA BALANZA DE PAGOS DE LA ZONA DEL EURO**

En este recuadro se analiza la evolución de la cuenta financiera de la balanza de pagos de la zona del euro en 2013. Las salidas netas registradas en el saldo agregado de la cuenta financiera de la zona del euro aumentaron en 2013 en comparación con 2012, como consecuencia del descenso de las entradas netas registradas en el saldo total de inversiones directas y de cartera y del fuerte ascenso de las salidas netas generadas por otras inversiones (véase cuadro). A raíz de que, en septiembre de 2012, el Consejo de Gobierno del BCE anunciara las Operaciones Monetarias de Compraventa (OMC), la situación en los mercados financieros continuó mejorando en 2013 y los inversores extranjeros incrementaron sustancialmente su exposición en acciones y participaciones y en valores de renta fija de la zona del euro durante el año. Sin embargo, estas entradas de fondos en inversiones de cartera se contrarrestaron con creces con las salidas netas contabilizadas en otras inversiones, por valor de 281 mm de euros, que contribuyeron al aumento de los activos exteriores netos de las IFM de la zona del euro en un contexto de avance del superávit de la balanza por cuenta corriente de la zona.

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

(mm de euros; datos sin desestacionalizar)

	Cifras acumuladas de tres meses						Cifras acumuladas de doce meses					
	2013			2012			2013			2012		
	Septiembre	Diciembre	Diciembre	Septiembre	Diciembre	Diciembre	Activos	Pasivos	Saldo	Activos	Pasivos	Saldo
Cuenta financiera <sup>a)</sup>		-58,3			-104,3				-140,9			-246,5
Total de inversiones												
directas y de cartera	-95,2	71,3	-23,9	-80,9	126,2	45,3	-516,2	585,0	68,8	-421,1	446,6	25,5
Inversiones directas	-31,8	4,0	-27,8	-47,8	38,5	-9,4	-329,9	326,3	-3,6	-198,3	81,6	-116,7
Inversiones de cartera	-63,4	67,3	3,9	-33,1	87,8	54,7	-186,4	258,7	72,3	-222,7	365,0	142,2
Acciones y participaciones	-42,9	45,4	2,5	-17,0	60,4	43,4	-57,6	144,1	86,5	-136,5	247,1	110,6
Valores de renta fija	-20,5	21,9	1,4	-16,1	27,3	11,3	-128,8	114,6	-14,2	-86,3	117,9	31,6
Bonos y obligaciones	-18,3	-17,1	-35,4	-7,0	80,0	72,9	-126,5	119,3	-7,2	-68,6	95,4	26,8
Instrumentos												
del mercado monetario	-2,2	39,0	36,8	-9,0	-52,6	-61,6	-2,3	-4,7	-7,0	-17,7	22,5	4,8
Otras inversiones	108,9	-146,0	-37,1	-0,3	-149,1	-149,5	4,8	-204,0	-199,2	117,1	-398,3	-281,2
<i>De las cuales: IFM</i>												
Inversiones directas	-2,6	1,7	-0,9	-4,1	3,1	-1,0	2,0	8,3	10,2	-8,7	10,0	1,3
Inversiones de cartera	-11,6	13,1	1,5	-8,9	-10,2	-19,1	53,9	-68,2	-14,3	-13,2	-32,6	-45,7
Acciones y participaciones	-16,4	11,5	-4,9	-7,4	-1,5	-8,9	-3,0	-18,1	-21,1	-41,3	-16,4	-57,7
Valores de renta fija	4,8	1,6	6,4	-1,6	-8,7	-10,3	56,9	-50,1	6,8	28,2	-16,2	12,0
Otras inversiones	65,7	-117,8	-52,1	26,5	-144,7	-118,2	117,2	-215,5	-98,4	86,0	-410,4	-324,3

Fuente: BCE.

Nota: Las sumas pueden no coincidir debido al redondeo.

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

La contracción del agregado de inversiones directas y de cartera de la zona del euro en 2013 reflejó un aumento de las salidas netas de inversiones directas, que compensó ampliamente el incremento de las entradas netas registradas en las inversiones de cartera. Desde el anuncio de las OMC, los inversores extranjeros han incrementado considerablemente sus compras de acciones y participaciones y de valores de renta fija emitidos por instituciones distintas de IFM de la zona del euro. En algunos momentos del segundo y del cuarto trimestres de 2013, las compras netas de instrumentos de capital por parte de inversores extranjeros fueron bastante elevadas, lo que pudo estar relacionado con la incertidumbre de los inversores acerca de la moderación del ritmo de relajación cuantitativa en Estados Unidos. Los inversores de la zona del euro también incrementaron sus adquisiciones de valores extranjeros, aunque en menor medida, siendo el principal motor las compras de acciones y participaciones extranjeras por parte tanto de IFM como de instituciones distintas de IFM de la zona del euro. Estas adquisiciones compensaron sobradamente el moderado descenso de las compras de valores de renta fija extranjeros en comparación con el período de doce meses anterior, ya que las instituciones distintas de IFM de la zona del euro redujeron ligeramente sus compras de valores de renta fija y las IFM de la zona redujeron sus ventas netas de estos valores.

Las salidas netas de la partida de otras inversiones reflejaron, principalmente, el hecho de que los no residentes continuaron moderando su exposición a los depósitos y préstamos de las IFM de la zona del euro (especialmente aquellos a plazos cortos). Esto se compensó parcialmente con una disminución de los depósitos y préstamos extranjeros de las instituciones distintas de IFM de la zona. La estructura de vencimientos de otros activos de inversión extranjeros en poder de las IFM de la zona del euro cambió considerablemente a lo largo de 2013, pues las tenencias de activos a largo plazo descendieron. Al mismo tiempo, las IFM de la zona pasaron de ser vendedoras netas de otros activos de inversión a corto plazo en 2012 a ser compradoras netas de estos activos en 2013. En el período de doce meses transcurrido hasta diciembre de 2013, el incremento de la posición acreedora neta de las IFM de la

zona del euro frente al exterior tuvo un impacto positivo sobre la liquidez de la zona y se reflejó, en parte, en la evolución del agregado monetario amplio M3. Como puede observarse en la presentación monetaria de la balanza de pagos, el aumento de la posición acreedora neta de las IFM frente al exterior durante este período tuvo su origen, principalmente, en las transacciones del sector de instituciones distintas de IFM relacionadas con el superávit por cuenta corriente de la zona del euro, así como en las entradas netas de fondos en forma de inversiones de cartera.

En cuanto al último trimestre de 2013, mientras que otras inversiones continuaron generando salidas netas, el agregado de inversiones directas y de cartera registró entradas netas de fondos por importe de 45 mm de euros, frente a las salidas netas por valor de 24 mm de euros contabilizadas en el tercer trimestre de 2013 (véase gráfico). Las entradas netas en forma de inversiones de cartera aumentaron en el cuarto trimestre en comparación con el tercero, y las salidas netas de inversiones directas disminuyeron. En lo que respecta a las inversiones de cartera, los inversores de la zona del euro redujeron sus compras de valores extranjeros, tanto de renta fija como variable, en el cuarto trimestre, mientras que los inversores extranjeros adquirieron más acciones y participaciones y valores de renta fija de la zona que en el tercer trimestre.

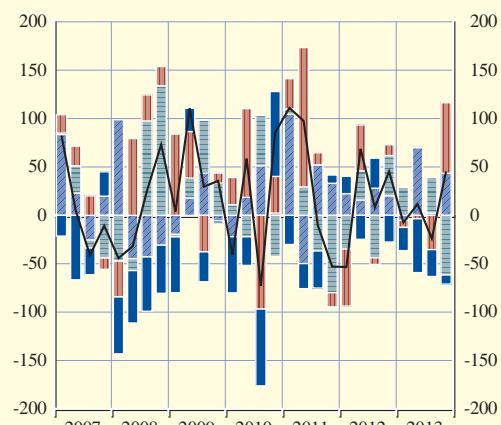
En el cuarto trimestre de 2013, aunque las compras netas de bonos y obligaciones extranjeros por parte del sector de instituciones distintas de IFM de la zona del euro se redujeron en comparación con el trimestre anterior, esta reducción se compensó en parte con la menor exposición de las IFM de la zona a estos instrumentos extranjeros. Tanto las IFM como las instituciones distintas de IFM de la zona del euro continuaron siendo compradoras netas de acciones y participaciones extranjeras en el cuarto trimestre de 2013, pero en menor medida que en el trimestre anterior. Las IFM de la zona del euro fueron vendedoras netas de otros activos de inversión extranjeros en el cuarto trimestre de 2013, aunque en menor grado que en el tercero.

Los no residentes en la zona del euro siguieron siendo compradores netos de acciones y participaciones emitidas por instituciones distintas de IFM de la zona del euro, mientras que las adquisiciones netas de acciones y participaciones emitidas por IFM residentes por parte de inversores extranjeros fueron ligeramente negativas. Al mismo tiempo, los inversores extranjeros también realizaron adquisiciones netas de bonos y obligaciones de la zona, pero redujeron su exposición en instrumentos del mercado monetario de la zona del euro emitidos por IFM. En términos netos, los inversores extranjeros adquirieron más bonos y obligaciones emitidos por instituciones distintas de IFM de la zona del euro que en el trimestre anterior. Estas instituciones continuaron siendo vendedoras netas de instrumentos del mercado monetario extranjeros en el cuarto trimestre de 2013, mientras que los inversores extranjeros se convirtieron en vendedores netos de instrumentos del mercado monetario de la zona. Como consecuencia, en el cuarto trimestre

#### Principales partidas de la cuenta financiera

(mm de euros; flujos netos trimestrales)

- Inversiones directas
- Bonos y obligaciones
- Instrumentos del mercado monetario
- Acciones y participaciones
- Total de inversiones directas y de cartera



Fuente: BCE.

se registraron salidas netas de fondos en instrumentos del mercado monetario. Sin embargo, el total de inversiones directas y de cartera registró entradas netas, ya que las salidas netas de instrumentos del mercado monetario fueron compensadas con entradas netas de acciones y participaciones y de bonos y obligaciones, mientras que las salidas netas generadas por las inversiones directas disminuyeron. Las entradas netas registradas en las inversiones de cartera del sector de instituciones distintas de IFM de la zona del euro y las transacciones del sector tenedor de dinero asociadas al superávit por cuenta corriente de la zona tuvieron un impacto positivo en los activos exteriores netos de las IFM de la zona del euro, que siguieron aumentando en el cuarto trimestre de 2013.

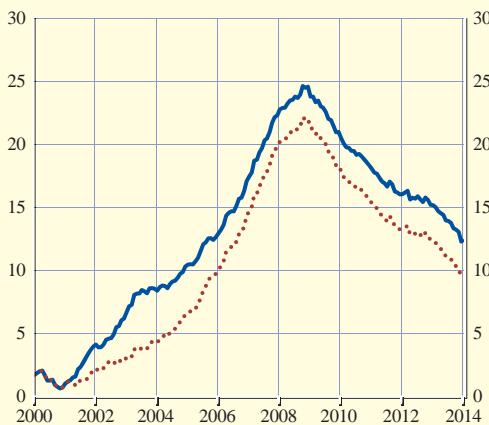
### VALORACIÓN GENERAL DE LA SITUACIÓN DE LIQUIDEZ MONETARIA EN LA ZONA DEL EURO

La evolución observada en M3 en el tercer y cuarto trimestre de 2013 y en enero de 2014 se tradujo en nuevas disminuciones de la liquidez monetaria acumulada en la zona del euro con anterioridad a la crisis financiera (véanse gráficos 11 y 12). Algunos indicadores de la liquidez monetaria que son objeto de seguimiento por parte del BCE sugieren que se ha reabsorbido una cantidad significativa del exceso de liquidez que se acumuló antes de la crisis y que la situación de liquidez en la economía de la zona del euro está ahora más equilibrada que en el pasado. No obstante, estos indicadores deben interpretarse con cautela, ya que la evaluación de los saldos monetarios de equilibrio conlleva una incertidumbre considerable.

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

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

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



Fuente: BCE.

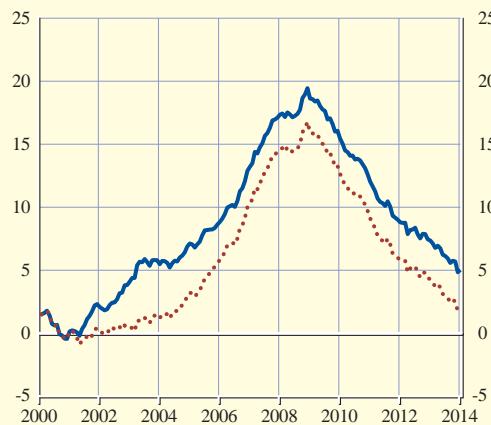
1) La brecha monetaria nominal se define como la diferencia existente entre el nivel efectivo de M3 y el nivel de M3 que correspondería a un crecimiento constante de este agregado monetario igual a su valor de referencia (4,5 %), tomando diciembre de 1998 como período base.

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

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

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

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



Fuente: BCE.

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

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

En conjunto, el crecimiento monetario y crediticio subyacente siguió siendo tenue en el cuarto trimestre de 2013 y en enero de 2014. El crecimiento de M3 registró una nueva moderación debido al escaso dinamismo del crédito en la zona del euro y a la menor preferencia por la liquidez monetaria. El frágil crecimiento del crédito al sector privado continuó reflejando, principalmente, factores de demanda de carácter cíclico y estructural y, en menor medida, condiciones de oferta más restrictivas en algunos países. El redimensionamiento de las tenencias de activos de las IFM se aceleró ante la evaluación global por parte del BCE, mientras que la contrapartida que más favoreció el crecimiento monetario siguieron siendo los continuos flujos de entrada de capital en la zona del euro.

## 2.2 INVERSIÓN FINANCIERA DE LOS SECTORES NO FINANCIEROS E INVERSORES INSTITUCIONALES

*La tasa de crecimiento interanual de la inversión financiera de los sectores no financieros disminuyó ligeramente hasta el 1,9% en el tercer trimestre de 2013, manteniendo la tendencia a la baja observada desde principios de 2011, como consecuencia de la frágil situación económica y de la débil evolución de la renta disponible. La tasa de crecimiento interanual de la inversión financiera de las empresas de seguros y fondos de pensiones permaneció sin variación en el 3,1% en el mismo trimestre. Mientras tanto, las entradas registradas en los fondos de inversión aumentaron en el cuarto trimestre con respecto al tercero. Las entradas en los fondos de renta variable y en los fondos mixtos continuaron siendo significativas, en un entorno caracterizado por una búsqueda de rentabilidad y por un fuerte apetito por el riesgo.*

### SECTORES NO FINANCIEROS

En el tercer trimestre de 2013 (el más reciente para el que se dispone de datos procedentes de las cuentas integradas de la zona del euro), la tasa de crecimiento interanual de la inversión financiera total de los sectores no financieros disminuyó ligeramente hasta el 1,9%, frente al 2% del segundo trimestre (véase cuadro 5).

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

	Saldo vivo, en porcentaje de los activos financieros <sup>1)</sup>	Tasas de crecimiento interanual									
		2011 II	2011 III	2011 IV	2012 I	2012 II	2012 III	2012 IV	2013 I	2013 II	2013 III
<b>Inversión financiera</b>	<b>100</b>	<b>3,6</b>	<b>3,3</b>	<b>2,6</b>	<b>2,7</b>	<b>2,3</b>	<b>2,3</b>	<b>2,4</b>	<b>2,4</b>	<b>2,0</b>	<b>1,9</b>
Efectivo y depósitos	24	4,0	3,5	3,1	4,1	3,5	3,7	3,6	2,7	3,1	2,9
Valores distintos de acciones, excluidos derivados financieros	5	6,9	7,8	3,0	2,0	1,5	0,3	-4,4	-7,0	-7,9	-8,1
<i>De los cuales:</i> A corto plazo	0	6,8	1,7	20,4	17,6	20,3	20,4	-3,5	-18,2	-25,5	-30,0
<i>De los cuales:</i> A largo plazo	5	6,9	8,4	1,7	0,8	0,1	-1,2	-4,4	-5,9	-6,3	-6,1
Acciones y otras participaciones, excluidas participaciones en fondos de inversión	30	2,9	2,6	2,8	3,0	2,7	2,4	2,0	2,3	1,6	1,7
<i>De las cuales:</i> Acciones cotizadas	5	0,8	2,6	1,9	2,5	3,0	0,7	0,4	0,7	1,3	0,9
<i>De las cuales:</i> Acciones no cotizadas y otras participaciones	25	3,4	2,6	3,0	3,1	2,7	2,7	2,3	2,6	1,6	1,9
Participaciones en fondos de inversión	5	-3,1	-4,8	-5,3	-4,1	-3,3	-1,7	0,1	2,7	2,4	2,3
Reservas técnicas de seguro	16	3,1	2,6	2,0	1,8	1,8	1,9	2,3	2,6	2,7	2,8
Otros <sup>2)</sup>	21	5,1	5,1	3,9	2,9	2,4	2,2	3,9	4,3	3,1	2,8
M3 <sup>3)</sup>		1,3	1,7	1,6	2,8	3,0	2,8	3,5	2,5	2,4	2,0

Fuente: BCE.

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

2) Otros activos financieros comprende préstamos y otras cuentas pendientes de cobro, que a su vez incluyen el crédito comercial concedido por las sociedades no financieras.

3) A fin de trimestre. El agregado monetario M3 incluye los instrumentos monetarios mantenidos por entidades de la zona del euro que no son IFM (es decir, los sectores no financieros y los intermediarios financieros no monetarios) en IFM de la zona del euro y Administración Central.

Con esta evolución se mantuvo la tendencia a la baja observada desde principios de 2011, como consecuencia de la frágil situación económica y de la débil evolución de la renta disponible. El detalle por instrumento financiero muestra que las tasas de crecimiento del efectivo y depósitos, de los valores distintos de acciones y de las participaciones en fondos de inversión se redujeron en el tercer trimestre de 2013, reducción que solo se vio compensada parcialmente por la inversión en acciones y otras participaciones (excluidas las participaciones en fondos de inversión) y en reservas técnicas de seguro.

El detalle por sectores (véase gráfico 13) pone de manifiesto que la acumulación de activos financieros por parte de los hogares se ralentizó ligeramente en el tercer trimestre, como consecuencia de la continua reducción del endeudamiento y del frágil crecimiento de la renta disponible. En el tercer trimestre de 2013, los hogares siguieron vendiendo valores distintos de acciones a una tasa interanual de dos dígitos, mientras que aumentaron sus adquisiciones de participaciones en fondos de inversión. Esto, unido al descenso de la tasa de crecimiento interanual de los depósitos de M3, sugiere una reestructuración de las carteras, en detrimento de las inversiones de menor rendimiento y a favor de los activos de mayor riesgo. La tasa de crecimiento interanual de la inversión financiera del sector de Administraciones Públicas también retrocedió nuevamente en el tercer trimestre, reflejando una acumulación más lenta de efectivo y depósitos, pero también un menor crecimiento de la inversión en préstamos y acciones. Por último, la tasa de crecimiento interanual de la inversión financiera de las sociedades no financieras se incrementó en el tercer trimestre de 2013, hasta el 1,4% (desde el 1,1% del trimestre anterior), impulsada, principalmente, por el efectivo y los depósitos y por la inversión en acciones no cotizadas y otras participaciones.

Para obtener información más detallada sobre la evolución de los flujos de financiación y de los balances del sector privado no financiero, véanse las secciones 2.6 y 2.7. En el recuadro titulado «Cuentas integradas de la zona del euro del tercer trimestre de 2013», publicado en la versión en inglés del Boletín Mensual de febrero de 2014, también se proporciona información sobre todos los sectores institucionales.

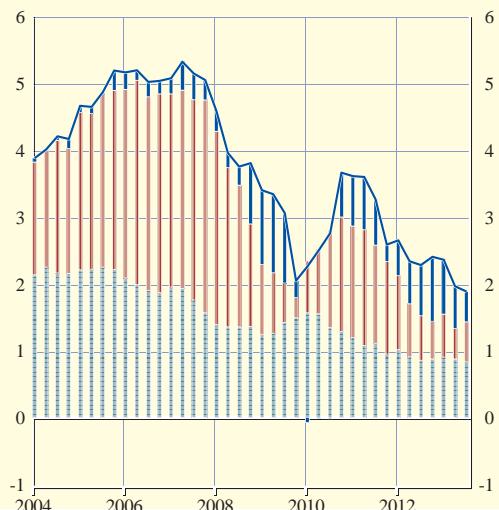
### **INVERSORES INSTITUCIONALES**

La tasa de crecimiento interanual de la inversión financiera de las empresas de seguros y fondos de pensiones se situó en el 3,1% en el tercer trimestre de 2013 (el más reciente para el que se dispone de datos procedentes de las cuentas integradas de la zona del euro), sin variación con respecto al trimestre anterior (véase gráfico 14). El detalle por instrumento financiero muestra que la contribución del efectivo y depósitos al crecimiento interanual de la inversión financiera total fue más negativa en el tercer trimestre de 2013, mientras que la contribución de los valores distintos de acciones y de los préstamos continuó siendo positiva, aunque disminuyó. Esta evolución se compensó con un incremento de la tasa de crecimiento de la inversión en acciones cotizadas y en participaciones en fondos de inversión.

**Gráfico I3 Inversión financiera de los sectores no financieros**

(tasas de variación interanual; contribución en puntos porcentuales)

AAPP  
Sociedades no financieras  
Hogares  
Sectores no financieros



Fuente: BCE.

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

(tasas de variación interanual; contribución en puntos porcentuales)

- Valores distintos de acciones, excluidos derivados financieros
- Acciones cotizadas
- Acciones no cotizadas y otras participaciones
- Participaciones en fondos de inversión
- Otros<sup>1)</sup>
- Activos financieros totales



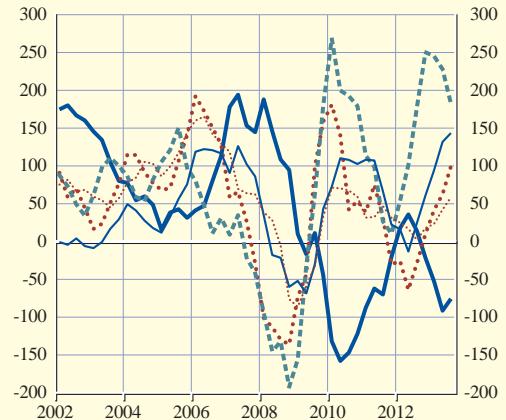
Fuente: BCE.

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

### Gráfico 15 Flujos de entrada neta anual en fondos del mercado monetario y en fondos de inversión

(mm de euros)

- Fondos del mercado monetario
- Fondos de renta variable<sup>1)</sup>
- Fondos de renta fija<sup>1)</sup>
- Fondos mixtos<sup>1)</sup>
- Otros fondos<sup>1, 2)</sup>



Fuentes: BCE y EFAMA.

1) Con anterioridad al primer trimestre de 2009, las estimaciones de flujos trimestrales se obtenían de las estadísticas de fondos de inversión no armonizadas del BCE, de cálculos del BCE basados en datos nacionales proporcionados por EFAMA y de estimaciones del BCE.

2) Incluye los fondos inmobiliarios, los fondos de inversión libre y los fondos no clasificados en otros fondos.

Los datos sobre fondos de inversión, que ya están disponibles para el cuarto trimestre de 2013, revelan que los fondos de inversión de la zona del euro distintos de los fondos del mercado monetario registraron una entrada por valor de 107 mm de euros, que fue 6 mm de euros más elevada que la del trimestre anterior. En términos interanuales, la entrada neta ascendió a 466 mm de euros. El detalle de las operaciones del cuarto trimestre por tipo de activo de inversión confirmó que las entradas en los fondos de renta variable y los fondos mixtos siguieron representando el grueso de los nuevos flujos de inversión (72 mm de euros, frente a 76 mm de euros en el tercer trimestre de 2013). En comparación, las entradas registradas en los fondos de renta fija continuaron siendo relativamente tímidas (15 mm de euros, frente a 9 mm de euros en el tercer trimestre de 2013). En términos interanuales, siguieron aumentando las entradas en fondos mixtos y de renta variable, que se situaron en 149 mm de euros y 124 mm de euros, respectivamente. En cambio, las entradas en fondos de renta fija se redujeron, en términos interanuales, hasta los 121 mm de euros, frente a la cifra de 182 mm de euros registrada en el tercer trimestre de 2013 (véase gráfico 15).

En cuanto a los fondos del mercado monetario, como consecuencia de los bajos tipos de interés y de las escasas oportunidades de alta rentabilidad de este tipo de inversión, se mantuvo la tendencia de ventas netas que había comenzado en el último trimestre de 2009. En el cuarto trimestre de 2013, las ventas netas por parte de los inversores ascendieron a un total de 23 mm de euros, lo que hizo que el importe total de salidas en el conjunto de 2013 se elevara alrededor de 80 mm de euros.

## 2.3 TIPOS DE INTERÉS DEL MERCADO MONETARIO

*Los tipos de interés del mercado monetario a un día fueron algo volátiles en el período analizado. El eonia aumentó en diciembre, hasta situarse en el 0,45 % al final del año, y se redujo a principios de enero. Posteriormente volvió a incrementarse y se situó por encima del tipo de interés de las operaciones principales de financiación del BCE durante cuatro días a mediados de enero, antes de caer hasta el 0,16 % el 5 de marzo. Sin embargo, esta evolución no se tradujo en aumentos del nivel o de la volatilidad de los tipos de interés del mercado monetario a más largo plazo.*

Los tipos de interés del mercado monetario a más de un día se mantuvieron prácticamente estables en general, tanto en los plazos más cortos como en los más largos, entre el 4 de diciembre de 2013 y el 5 de marzo de 2014. El 5 de marzo, los tipos euríbor a un mes, a tres meses, a seis meses y a doce meses se situaron en el 0,22 %, el 0,29 %, el 0,38 % y el 0,55 %, respectivamente, es decir, entre 4 y 5 puntos básicos, aproximadamente, por encima de los niveles observados el 4 de diciembre. El diferencial entre el euríbor a doce meses y a un mes, un indicador de la pendiente de la curva de rendimientos del mercado monetario, permaneció básicamente estable y el 5 de marzo se situó en 34 puntos básicos (véase gráfico 16).

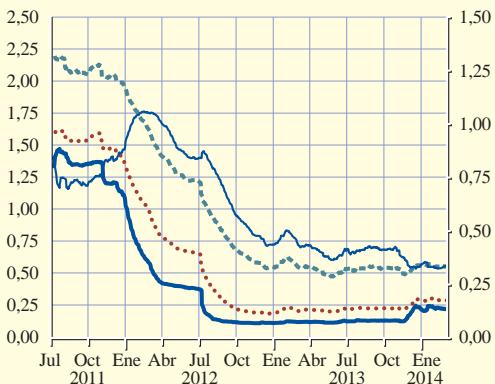
El 5 de marzo, el tipo *swap* del eonia a tres meses se situó en el 0,12 %, prácticamente sin cambios con respecto al 4 de diciembre. Dado que el correspondiente euríbor aumentó 5 puntos básicos, el diferencial entre estos dos tipos se amplió marginalmente también. El eurepo a tres meses con garantías se situó en el 0,13 % el 5 de marzo, 3 puntos básicos por encima del nivel registrado el 4 de diciembre (véase gráfico 17).

Los tipos de interés implícitos en los precios de los futuros del euríbor a tres meses con vencimiento en marzo, junio, septiembre y diciembre de 2014 se situaron en el 0,27 %, el 0,25 %, el 0,25 % y el 0,27 %,

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

(porcentajes; diferencial en puntos porcentuales; datos diarios)

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

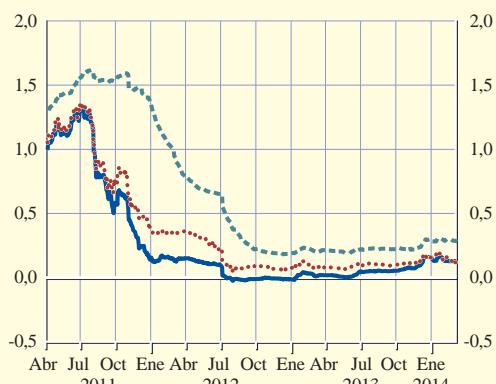


Fuentes: BCE y Thomson Reuters.

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

(porcentajes; datos diarios)

- Eurepo a tres meses
- Swap del eonia a tres meses
- - - Euríbor a tres meses



Fuentes: BCE, Bloomberg y Thomson Reuters.

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

(porcentajes; datos diarios)

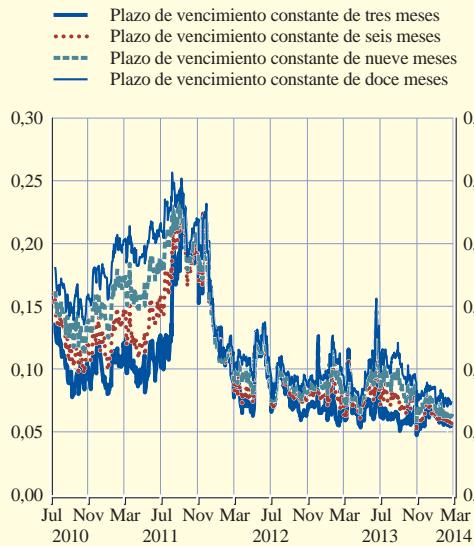


Fuente: Thomson Reuters.

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

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

(porcentajes; datos diarios)



Fuentes: Thomson Reuters y cálculos del BCE.

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

respectivamente, el 5 de marzo, es decir, 2 puntos básicos por encima, y 2, 4 y 5 puntos básicos por debajo, respectivamente, de los niveles observados el 4 de diciembre (véase gráfico 18). Las volatilidades implícitas obtenidas de las opciones sobre futuros del euríbor a tres meses con plazo de vencimiento constante de tres, seis, nueve y doce meses permanecieron básicamente estables en el período analizado (véase gráfico 19).

Si se considera el vencimiento a un día, el eonia aumentó en diciembre, hasta situarse en el 0,45% al final del año, y este aumento guardó relación, principalmente, con el incremento de la demanda de colchones de liquidez por motivo de precaución, que generó cierta presión al alza ante la proximidad del final de año y la disminución de los niveles de exceso de liquidez. Tras reducirse inicialmente a principios de año, el eonia volvió a repuntar, situándose por encima del tipo de interés de las operaciones principales de financiación del BCE durante cuatro días a mediados de enero. Después retrocedió nuevamente y, el 5 de marzo, se situó en el 0,16% (véase gráfico 20).

El BCE siguió proporcionando liquidez mediante operaciones de financiación con vencimiento a una semana, un período de mantenimiento y tres meses. Todas estas operaciones se llevaron a cabo mediante el procedimiento de subasta a tipo de interés fijo con adjudicación plena (véase también el recuadro 3).

El BCE ejecutó asimismo operaciones semanales de absorción de liquidez a una semana aplicando un procedimiento de subasta a tipo de interés variable con un tipo máximo de puja del 0,25% en el duodécimo período de mantenimiento de reservas de 2013 y en el primer y segundo período de mantenimiento de

2014. En ocho de estas operaciones, el BCE absorbió un importe equivalente al saldo pendiente de las adquisiciones realizadas en el marco del programa para los mercados de valores. Sin embargo, en tres operaciones ejecutadas durante el duodécimo período de mantenimiento de 2013 y dos operaciones del primer período de mantenimiento de 2014, el BCE absorbió un importe inferior a dicho saldo, en un contexto de mayor demanda de colchones de liquidez por motivo de precaución ante la proximidad del final de año y la disminución de los niveles de exceso de liquidez. Durante el segundo período de mantenimiento de 2014, el BCE absorbió de nuevo la totalidad de los 175,5 mm de euros pendientes en el marco del programa para los mercados de valores.

El período analizado se caracterizó por nuevos descensos del exceso de liquidez. La disminución observada en los niveles medios de exceso de liquidez durante el duodécimo período de mantenimiento de 2013 y los dos primeros períodos de mantenimiento de 2014 se debió, principalmente, al reembolso anticipado voluntario de una parte de la liquidez obtenida en las dos operaciones de financiación a plazo más largo (OFPML) a tres años. Como consecuencia, el exceso de liquidez se situó en 168,8 mm de euros, en promedio, en estos tres períodos de mantenimiento, lo que supone un descenso con respecto a los 193,8 mm de euros de los tres períodos de mantenimiento anteriores. El 5 de marzo, el exceso de liquidez se situó en 118,7 mm de euros. El recurso medio diario a la facilidad de depósito se cifró en 46,1 mm de euros, mientras que los saldos en cuenta corriente por encima de las reservas obligatorias se situaron en 122,9 mm de euros, en promedio, y el recurso medio a la facilidad marginal de crédito, en 0,3 mm de euros. Las entidades de contrapartida han reembolsado voluntariamente hasta ahora 462,7 mm de euros de los 1.018,7 mm de euros obtenidos en las dos OFPML a tres años.

### Recuadro 3

#### SITUACIÓN DE LIQUIDEZ Y OPERACIONES DE POLÍTICA MONETARIA EN EL PERÍODO COMPRENDIDO ENTRE EL 13 DE NOVIEMBRE DE 2013 Y EL 11 DE FEBRERO DE 2014

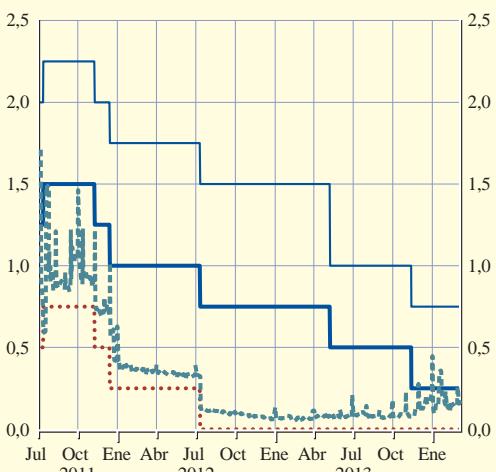
En este recuadro se describen las operaciones de política monetaria del BCE realizadas durante los períodos de mantenimiento de reservas que finalizaron el 10 de diciembre de 2013, el 14 de enero de 2014 y el 11 de febrero de 2014, es decir, el undécimo y duodécimo período de mantenimiento de 2013 y el primer período de mantenimiento de 2014.

Durante el período analizado, las operaciones principales de financiación (OPF) siguieron ejecutándose mediante procedimientos de subasta a tipo de interés fijo con adjudicación plena. El mismo procedimiento continuó utilizándose en las operaciones de financiación con plazo especial de un

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

(porcentajes; datos diarios)

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



Fuentes: BCE y Thomson Reuters.

período de mantenimiento. El tipo fijo de estas operaciones fue el mismo que para las OPF vigentes en ese momento.

Además, las operaciones de financiación a plazo más largo (OFPML) con vencimiento a tres meses adjudicadas en el período analizado también se llevaron a cabo mediante procedimientos de subasta a tipo de interés fijo con adjudicación plena. Los tipos de interés de cada una de estas OFPML se fijaron en la media de los tipos de las OPF ejecutadas durante la vigencia de las respectivas OFPML. La reducción de los tipos de interés de las OPF y de la facilidad marginal de depósito en 25 puntos básicos, hasta el 0,25 % y el 0,75 %, respectivamente, acordada por el Consejo de Gobierno del BCE el 7 de noviembre de 2013, no entró en vigor hasta el 13 de noviembre de 2013, es decir, al iniciarse el undécimo período de mantenimiento del año. El tipo de interés aplicable a la facilidad de depósito se mantuvo sin cambios en el 0 % durante todo el período de referencia.

### Necesidades de liquidez

Durante el período de referencia, las necesidades diarias de liquidez agregadas del sistema bancario, definidas como la suma de los factores autónomos y las exigencias de reservas, ascendieron en promedio a 605,2 mm de euros, lo que representa un aumento de 0,5 mm de euros con respecto a la media diaria del período considerado previamente (del 7 de agosto al 12 de noviembre de 2013). Las exigencias de reservas se redujeron desde una media de 104,2 mm de euros en el período mencionado hasta una media de 103,4 mm de euros en el período analizado en el presente recuadro (véase gráfico A). Los factores autónomos se incrementaron ligeramente, desde una media de 500,5 mm de euros hasta una media de 501,8 mm de euros en el período de referencia.

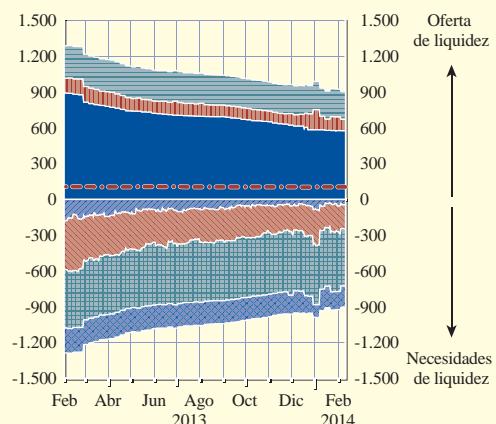
Examinando las contribuciones individuales a la variación registrada en la media de los factores autónomos, se observa que los billetes en circulación aumentaron, en promedio, 16,4 mm de euros, pasando de una media de 919,8 mm de euros en el período de referencia anterior a una media de 936,2 mm de euros en el período de referencia actual. Este incremento refleja, en gran medida, un patrón estacional en la demanda de billetes, que alcanzó su máximo durante el período de Navidad.

Los billetes en circulación registraron un máximo en el duodécimo período de mantenimiento, alcanzando una media de 947,9 mm de euros, para reducirse después hasta una media de 931,8 mm de euros en el primer período de mantenimiento de 2014. El efecto de absorción de liquidez resultante del incremento de los billetes en circulación se compensó parcialmente con un aumento de los

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

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

- Operaciones de financiación a plazo más largo: 597 mm de euros
- Operaciones principales de financiación: 110 mm de euros
- Cartera de CBPP, CBPP2 y programa para los mercados de valores: 237 mm de euros
- Recurso neto a la facilidad de depósito: 51 mm de euros
- Saldos en cuenta corriente: 230 mm de euros
- Factores autónomos: 502 mm de euros
- Operaciones de ajuste netas: 163 mm de euros
- Exigencias de reservas: 103 mm de euros



Fuente: BCE.

activos netos denominados en euros de 13,5 mm de euros. Estos activos crecieron hasta una media de 447 mm de euros en el período de referencia actual, desde los 433,5 mm de euros registrados en el período de referencia anterior. Este incremento refleja, entre otros factores, una reducción de los depósitos denominados en euros mantenidos en el Eurosistema por bancos centrales extranjeros y tiene un efecto de provisión de liquidez. Los depósitos de las Administraciones Públicas se mantuvieron, en promedio, sin variación durante el período considerado, reduciéndose en 0,2 mm de euros, de una media de 74,1 mm de euros a 73,9 mm de euros. Este componente siguió mostrando también una fuerte volatilidad, ya que llegó a fluctuar 56,2 mm de euros durante el período considerado. Las variaciones de este componente tienen un impacto significativo en la volatilidad de los factores autónomos, mostrando un patrón regular de fluctuación dentro de un período de mantenimiento vinculado a actividades de recaudación de impuestos y pago de salarios, pensiones y prestaciones sociales. Sin embargo, normalmente tienen un efecto menor en el nivel tendencial medio de dichos factores.

Los saldos diarios en cuenta corriente por encima de las exigencias de reservas alcanzaron un promedio de 126,3 mm de euros durante el período considerado, lo que representa un descenso de 31,7 mm de euros en comparación con el período anterior. Este descenso es coherente con la tendencia a la baja observada en las exigencias de reservas desde comienzos de 2013. Los saldos diarios en cuenta corriente por encima de las exigencias de reservas continuaron reduciéndose, pasando de 141,1 mm de euros en el décimo período de mantenimiento de 2013 a 112,4 mm de euros en el primer período de mantenimiento de 2014.

No obstante, se observó un incremento transitorio de los saldos en cuenta corriente en el duodécimo período de mantenimiento, en el que los saldos diarios en cuenta corriente por encima de las reservas obligatorias aumentaron de los 117 mm de euros registrados en el undécimo período de mantenimiento a 144,8 mm de euros, dado que las entidades de crédito intensificaron la demanda de reservas de liquidez por motivos de precaución para hacer frente a tensiones transitorias del mercado monetario relacionadas con el final del año.

### Oferta de liquidez

El volumen medio de liquidez proporcionado a través de las operaciones de mercado abierto siguió reduciéndose, de 826,2 mm de euros durante el período considerado anteriormente a 782,1 mm de euros. Las operaciones de subasta<sup>1</sup> proporcionaron una media de 545,2 mm en forma de liquidez, lo que supone una reducción de 33 mm de euros en comparación con el período de referencia anterior. La liquidez proporcionada a través de las OPF semanales se situó, en promedio, en 110,4 mm de euros, lo que representa un aumento de 15,7 mm de euros con respecto al período analizado previamente. Los importes adjudicados semanalmente fluctuaron en un rango de entre (un mínimo de) 86,9 mm de euros el 19 de noviembre de 2013 y 168,7 mm de euros el 30 de diciembre de 2013, ya que las entidades de crédito ajustaron su demanda en consonancia con la evolución de las condiciones de liquidez y la situación del mercado monetario.

Durante el período analizado, las OFPML con vencimiento a tres meses y las operaciones de financiación con plazo especial de un período de mantenimiento contribuyeron, en promedio, 31,5 mm de euros a la oferta de liquidez, es decir, 9,7 mm de euros más que en el período anterior. No obstante, el recurso medio a estas operaciones sigue siendo notablemente menor que a comienzos de 2013, cuando estas OFPML contribuyeron conjuntamente con un promedio de 43,8 mm de euros. Las

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

OFPML a tres años proporcionaron una media de 565,9 mm de euros, ya que las entidades de contrapartida reembolsaron 82,7 mm de euros durante el período considerado. El volumen de los reembolsos semanales aumentó en el undécimo y duodécimo período de mantenimiento, ascendiendo a un total de 24,5 mm y 50,4 mm de euros, respectivamente, dado que algunas entidades de crédito aceleraron los reembolsos antes de que concluyera el año por diversos motivos de carácter regulatorio y de comunicación, incluida la instantánea del balance a efectos de la evaluación global del BCE a finales de 2013. Sin embargo, los reembolsos semanales se redujeron en el primer período de mantenimiento de 2014 hasta un total de 7,7 mm de euros.

El saldo vivo agregado de los valores mantenidos con fines de política monetaria, es decir, los adquiridos en el marco del primer y segundo programa de adquisiciones de bonos garantizados (CBPP y CBPP2) y del programa para los mercados de valores (SMP), se situó, en promedio, en 236,9 mm de euros, lo que representa una reducción de 11,1 mm de euros.

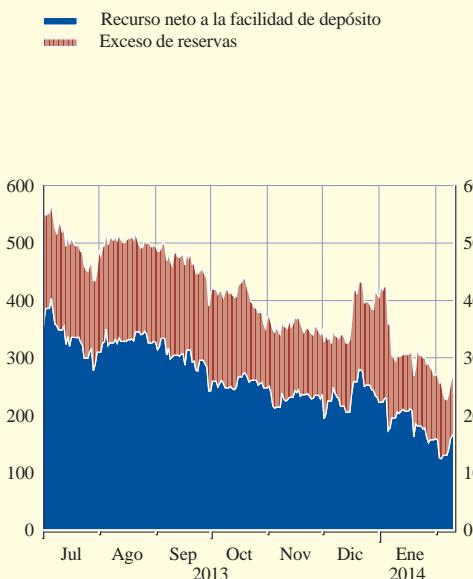
El saldo vivo de los valores adquiridos en el marco del CBPP, programa que finalizó en junio de 2010, ascendía a 39,7 mm de euros al final del período considerado, es decir, 2,2 mm de euros menos que en el período de referencia anterior, como consecuencia de los vencimientos. Los saldos vivos en el marco del programa CBPP2, que finalizó el 31 de octubre de 2012, ascendían a 15 mm de euros al término del período de referencia, es decir, 0,5 mm de euros menos que en el período de referencia anterior, también como consecuencia de los vencimientos. El saldo vivo de los activos que se adquirieron en el marco del programa para los mercados de valores se redujo en 8,4 mm de euros durante el período de referencia, debido a los vencimientos de la cartera. El saldo vivo al final de dicho período era de 175,7 mm de euros. Las operaciones de ajuste semanales de absorción de liquidez neutralizaron la liquidez inyectada a través del programa para los mercados de valores, aunque, en seis ocasiones durante el período de referencia, las pujas recibidas fueron inferiores al importe que se pretendía absorber. Estos episodios reflejaron la evolución transitoria del mercado monetario, cuando, especialmente hacia finales del mes, los tipos de interés de dicho mercado escalaron temporalmente por encima de los tipos máximos de puja de estas operaciones de ajuste. En el gráfico A se resume la evolución de las necesidades de liquidez del sistema bancario y de la oferta de liquidez.

### Exceso de liquidez

El exceso de liquidez siguió reduciéndose y se situó, en promedio, en 176,9 mm de euros en el período considerado, frente a los 221,5 mm de euros registrados en el período de referencia anterior. Al mismo tiempo, continuó siendo volátil, fluctuando durante el período analizado entre 283,5 mm de euros (3 de enero de 2014) y 125,3 mm de euros (21 de enero de 2014). Como se explicaba anteriormente, los principales factores determinantes fueron las fluctuaciones de los depósitos de las Administraciones Públicas, el aumento observado en los billetes en circulación, la disminución de la liquidez proporcionada a través de las OFPML a tres años y las fluctuaciones de los importes adjudicados a través de operaciones de subasta. Dado que el tipo de interés de la facilidad de depósito se sitúa en el 0 % y, por consiguiente, es igual al de la remuneración del exceso de reservas, cabría esperar que a las entidades de contrapartida les resultase, en gran medida, indiferente dónde colocar su exceso de liquidez. En los tres períodos de mantenimiento considerados, el patrón ha sido bastante estable, manteniéndose alrededor del 29 % del exceso de liquidez en la facilidad de depósito y el 71 % en forma de exceso de reservas en los dos primeros períodos de mantenimiento considerados (véase gráfico B). Las cifras correspondientes para el tercer período de mantenimiento son el 27 % y el 73 %, respectivamente.

**Gráfico B Evolución del exceso de liquidez y su distribución entre exceso de reservas y facilidades permanentes desde el 11 de julio de 2013**

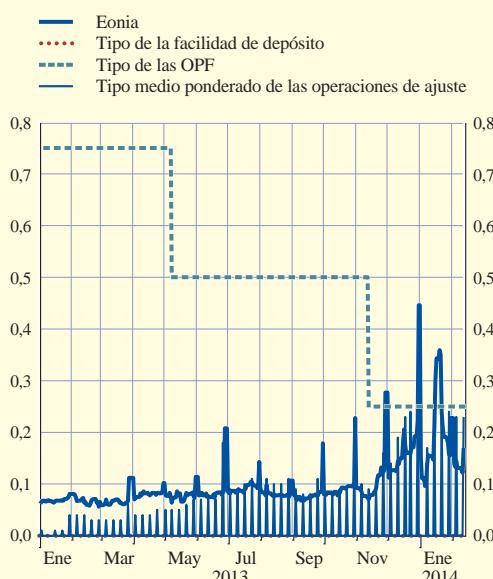
(mm de euros; datos diarios)



Fuente: BCE.

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

(porcentajes; datos diarios)



Fuente: BCE.

### Evolución de los tipos de interés

Durante el período analizado, los tipos de interés del BCE correspondientes a la facilidad marginal de crédito, a las OPF y a la facilidad de depósito se mantuvieron sin variación en el 0,75 %, el 0,25 % y el 0 %, respectivamente. En vista de la reducción del exceso de liquidez, tanto el nivel como la volatilidad del eonia aumentaron en comparación con el período de referencia anterior. El eonia se situó, en promedio, en 16,9 puntos básicos, frente a los 8,5 puntos básicos de los tres períodos de mantenimiento anteriores. Dentro del período de referencia, el eonia fluctuó entre 7 y 44,6 puntos básicos, situándose, en promedio, en el undécimo período de mantenimiento en 12,7 puntos básicos. Luego aumentó hasta 17,2 puntos básicos en el duodécimo período de mantenimiento de 2013 y hasta 20,8 puntos básicos en el primer período de mantenimiento de 2014. Los tipos de interés de las operaciones de ajuste semanales de absorción de liquidez también alcanzaron niveles más elevados, fluctuando el tipo medio ponderado de adjudicación entre 9 y 24 puntos básicos en diferentes momentos del período considerado (véase gráfico C).

## 2.4 MERCADOS DE RENTA FIJA

En el período comprendido entre finales de noviembre de 2013 y el 5 de marzo de 2014, el rendimiento de la deuda pública a largo plazo con calificación AAA descendió tanto en la zona del euro como en Estados Unidos, concretamente unos 13 y 4 puntos básicos, respectivamente, hasta situarse en el 1,8 % y el 2,7 %. Durante ese período, la evolución de los mercados de renta fija a ambos lados del Atlántico se vio influida, principalmente, por la decisión del Comité de Operaciones de Mercado Abierto de la Reserva Federal de reducir las compras de activos, así como por la publicación de datos económicos heterogéneos,

*por las turbulencias registradas en algunos mercados emergentes y por las tensiones geopolíticas. La incertidumbre acerca de la evolución futura de los mercados de renta fija, medida por la volatilidad implícita de estos mercados, disminuyó, en general, tanto en la zona del euro como en Estados Unidos, pese a que se observaron algunos aumentos transitorios asociados a las tensiones que se produjeron en los mercados emergentes. Los diferenciales de rendimiento de la deuda soberana dentro de la zona del euro se estrecharon en la mayoría de los países. Aunque los indicadores financieros de las expectativas de inflación a largo plazo en la zona del euro retrocedieron ligeramente, siguen siendo plenamente acordes con la estabilidad de precios.*

En el período comprendido entre finales de noviembre de 2013 y el 5 de marzo de 2014, el rendimiento de la deuda pública a largo plazo con calificación AAA de la zona del euro se redujo del 1,9% al 1,8% (véase gráfico 21). En conjunto, el rendimiento de la deuda pública a largo plazo de Estados Unidos descendió del 2,8% al 2,7% durante ese período. Por consiguiente, el diferencial de tipos de interés nominales entre el rendimiento de la deuda pública a diez años de la zona del euro y el de la deuda correspondiente de Estados Unidos se incrementó ligeramente. En Japón, el rendimiento de la deuda pública a diez años se ha mantenido básicamente estable desde finales de noviembre de 2013, situándose en el 0,6% el 5 de marzo de 2014.

En el período analizado, el rendimiento de la deuda pública a largo plazo con calificación AAA de la zona del euro estuvo influido principalmente por la decisión del Comité de Operaciones de Mercado Abierto de reducir gradualmente las compras de activos de la Reserva Federal, así como por la publicación de datos económicos heterogéneos en la zona del euro, por las turbulencias que comenzaron en torno a mediados de enero en algunos mercados emergentes y que disminuyeron en la primera mitad de febrero, y por las tensiones geopolíticas registradas hacia el final del período. En diciembre de 2013, el rendimiento de la deuda pública de la zona del euro aumentó, fundamentalmente como consecuencia de la reacción del mercado a la publicación de datos económicos positivos sobre Estados Unidos y de la decisión de reducir las compras de activos adoptada el 18 de diciembre por el Comité de Operaciones de Mercado Abierto. A lo largo de enero de 2014, el rendimiento de la deuda pública a largo plazo con calificación AAA de la zona del euro cayó como reflejo de las turbulencias en los mercados emergentes y, después de recuperarse en febrero, descendió de nuevo a principios de marzo, en un entorno de tensiones geopolíticas. Los datos macroeconómicos publicados en la zona del euro fueron dispares, en general, y las cifras de inflación, en particular, sorprendieron a los participantes en el mercado por su nivel algo más bajo.

En Estados Unidos, el rendimiento de la deuda a largo plazo aumentó casi 30 puntos básicos en diciembre de 2013, debido principalmente a los datos económicos positivos publicados y a la decisión del Comité de Operaciones de Mercado Abierto de la Reserva Federal de reducir las compras de activos. En enero de 2014, el rendimiento de la deuda a largo

**Gráfico 21 Rendimiento de la deuda pública a largo plazo**

(porcentajes; datos diarios)

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



Fuentes: EuroMTS, BCE, Bloomberg y Thomson Reuters.

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

plazo de este país retrocedió más de 40 puntos básicos, como consecuencia de los desplazamientos hacia activos más seguros relacionados con las turbulencias registradas en los mercados emergentes. Cuando las turbulencias disminuyeron, el rendimiento de estos instrumentos se recuperó ligeramente y se mantuvo básicamente estable en la segunda mitad de febrero y a principios de marzo. Los datos macroeconómicos publicados en Estados Unidos fueron dispares, en general, y las cifras de empleo, en particular, resultaron ser inferiores a lo esperado.

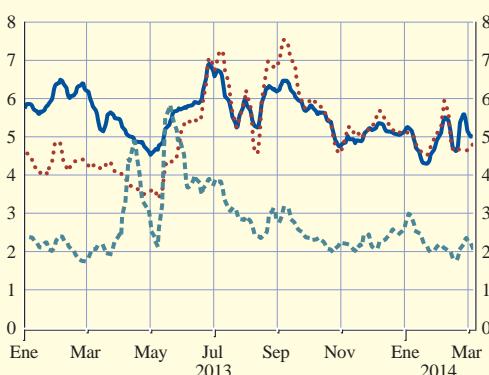
La incertidumbre de los inversores en torno a la evolución a corto plazo de los mercados de renta fija, medida por la volatilidad implícita obtenida de las opciones, se redujo, en general, en el período analizado. En diciembre de 2013, la volatilidad implícita de estos mercados descendió ligeramente, y posteriormente aumentó en relación con las tensiones registradas en los mercados emergentes en enero. Después de que las tensiones remitieran, la volatilidad implícita disminuyó tanto en la zona del euro como en Estados Unidos. Desde mediados de 2013, los niveles de volatilidad implícita de los mercados de renta fija de la zona del euro han sido comparables a los observados en Estados Unidos (véase gráfico 22).

En el período analizado, los rendimientos de la deuda a largo plazo de los distintos países de la zona del euro se redujeron. Además, los diferenciales de la deuda soberana frente a los tipos *swap* del eonia disminuyeron o se mantuvieron básicamente estables en la mayoría de los países de la zona. En particular, los diferenciales se estrecharon en la mayor parte de los países afectados por la crisis de deuda soberana, que continuaron siendo los más beneficiados de la reducción general de la aversión al riesgo por parte de los inversores internacionales y de la revisión favorable de las perspectivas de calificación crediticia de esos países.

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

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

- Zona del euro
- Estados Unidos
- - - Japón



Fuente: Bloomberg.

Notas: La volatilidad implícita de los mercados de renta fija es una medida de la incertidumbre acerca de la evolución a corto plazo (hasta tres meses) de los precios de la deuda pública a diez años de Alemania y Estados Unidos. Se basa en los valores de mercado de los correspondientes contratos de opciones negociados. Bloomberg utiliza la volatilidad implícita de los precios de ejercicio de opciones de compra y venta «en el dinero» (o próximas a esta situación), utilizando futuros que vencen en el mes siguiente.

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

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

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



Fuentes: Thomson Reuters y cálculos del BCE.

Nota: Los tipos reales se calculan como la media ponderada por el PIB de los tipos reales de Francia y Alemania, estimados por separado.

**Gráfico 24 Tasas de inflación implícitas en los bonos cupón cero de la zona del euro y tipos swap de inflación**

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

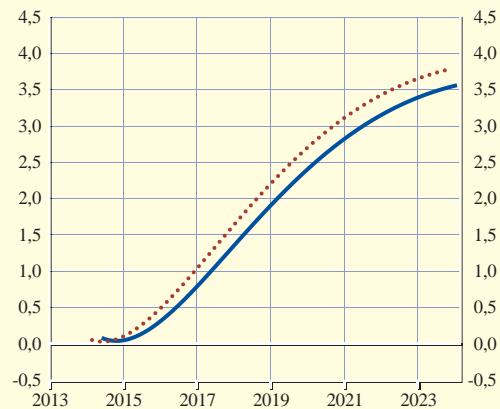


Fuentes: Thomson Reuters y cálculos del BCE.  
Nota: Las tasas de inflación implícitas se calculan como la media ponderada por el PIB de las tasas de inflación implícitas de Francia y Alemania, estimadas por separado.

**Gráfico 25 Curvas de tipos forward implícitos a un día de la zona del euro**

(porcentajes; datos diarios)

— 5 de marzo de 2014  
····· 29 de noviembre de 2013



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

Notas: La curva de tipos forward implícitos que se obtiene a partir de la estructura temporal de los tipos de interés de mercado refleja las expectativas del mercado sobre los niveles de los tipos de interés a corto plazo en el futuro. El método utilizado para calcular las citadas curvas se explica en la sección «Euro area yield curve», del sitio web del BCE. Los datos utilizados para la estimación son los rendimientos de la deuda pública de la zona del euro con calificación crediticia AAA.

Los rendimientos nominales de la deuda pública a largo plazo de la zona del euro pueden desglosarse en rendimientos reales y expectativas de inflación de los mercados financieros. Los rendimientos reales<sup>1</sup> de la deuda pública indexada a la inflación a cinco años y a diez años de la zona del euro se mantuvieron básicamente estables, en general, reflejo fundamental de la evolución anteriormente descrita del rendimiento de los bonos nominales (véase gráfico 23). Los tipos de interés reales implícitos a cinco años dentro de cinco años de la zona descendieron ligeramente, en concreto 13 puntos básicos, hasta situarse en torno al 0,9% el 5 de marzo.

Como consecuencia de esta evolución de los rendimientos nominales y reales, los indicadores de los mercados financieros de las expectativas de inflación a largo plazo en la zona del euro disminuyeron ligeramente en el período analizado. Las tasas de inflación a cinco años implícitas en los bonos indexados a la inflación se redujeron 3 puntos básicos y se situaron en torno al 1%, mientras que la tasa correspondiente a diez años descendió 5 puntos básicos, hasta situarse en el 1,6%. En consecuencia, la tasa de inflación implícita a cinco años dentro de cinco años retrocedió 7 puntos básicos, situándose alrededor del 2,2% al final del período analizado (véase gráfico 24). Asimismo, el tipo swap de inflación a largo plazo experimentó una caída de 4 puntos básicos durante ese período, hasta situarse en el 2,1%, aproximadamente. En conjunto, una vez tenidas en cuenta las primas de riesgo de inflación y de liquidez incorporadas

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

en las tasas de inflación implícitas, los indicadores de mercado sugieren que las expectativas de inflación siguen siendo plenamente acordes con la estabilidad de precios<sup>2</sup>.

La curva de tipos *forward* implícitos a un día de la zona del euro se desplazó a la baja para los vencimientos a medio y a largo plazo durante el período analizado. En concreto, cayó entre unos 10 y 20 puntos básicos para horizontes posteriores a 2016, lo que sugiere que las expectativas sobre la evolución futura de los tipos de interés a corto plazo y de las primas de riesgo relacionadas se redujeron durante el período considerado.

En el período analizado, los diferenciales de los valores de renta fija privada con calificación de grado de inversión emitidos por las sociedades no financieras y las instituciones financieras de la zona del euro se mantuvieron prácticamente estables, aunque los correspondientes a las categorías de calificación más bajas se redujeron ligeramente (en comparación con el índice Merrill Lynch EMU de deuda pública con calificación AAA). En conjunto, los diferenciales de los valores de renta fija privada se han situado en niveles próximos a los observados antes de la crisis financiera.

## 2.5 MERCADOS DE RENTA VARIABLE

*En el período comprendido entre finales de noviembre de 2013 y el 5 de marzo de 2014, las cotizaciones bursátiles se incrementaron alrededor del 3 % en la zona del euro y del 4 % en Estados Unidos. La evolución de los mercados de renta variable a ambos lados del Atlántico se vio influida, principalmente, por las turbulencias registradas en algunos mercados emergentes. Asimismo, las tensiones geopolíticas que se produjeron al final del período analizado afectaron a los mercados bursátiles de la zona del euro. Dejando a un lado estos episodios, la continuación general de la tendencia de aumento de los precios de las acciones observada en los últimos meses refleja la disminución de la aversión al riesgo de los inversores y unas perspectivas económicas favorables. La incertidumbre de los mercados bursátiles de la zona del euro, medida por la volatilidad implícita, aumentó ligeramente durante el período considerado.*

En el período comprendido entre finales de noviembre de 2013 y el 5 de marzo de 2014, el índice bursátil general (Dow Jones EURO STOXX amplio) se incrementó alrededor del 3 % en la zona del euro, mientras que el índice equivalente en Estados Unidos (Standard & Poor's 500) aumentó en torno al 4 % (véase gráfico 26). En la zona del euro, las cotizaciones bursátiles del sector financiero y del sector no financiero registraron un avance del 8 % y el 2 %, respectivamente. Al mismo tiempo, las cotizaciones de ambos sectores en Estados Unidos experimentaron un alza del 3 % y el 5 %, respectivamente. El índice bursátil general de Japón (Nikkei 225) retrocedió aproximadamente un 5 % durante el período analizado.

La evolución de los precios de las acciones en la zona del euro y en Estados Unidos durante el período analizado se vio influida, en particular, por la posible realización de beneficios antes del final del año y por las turbulencias que comenzaron en torno a mediados de enero en algunos mercados emergentes y que disminuyeron en la primera mitad de febrero, así como por las tensiones geopolíticas registradas a principios de marzo. Las cotizaciones de la zona del euro descendieron a principios de diciembre, posiblemente como reflejo de la realización de beneficios antes del final del año, así como de la incertidumbre acerca del

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

**Gráfico 26 Índices bursátiles**

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

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



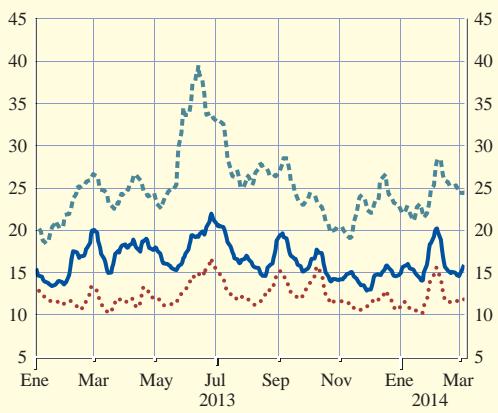
Fuente: Thomson Reuters.

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

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

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

- Zona del euro
- Estados Unidos
- Japón



Fuente: Bloomberg.

Notas: La serie de volatilidad implícita representa la desviación típica esperada de las tasas de variación de las cotizaciones bursátiles en un período de hasta tres meses, implícitas en los precios de las opciones sobre índices de Bolsa. Los índices bursátiles a los que se refieren las volatilidades implícitas son el Dow Jones EURO STOXX 50 para la zona del euro, el Standard &amp; Poor's 500 para Estados Unidos y el Nikkei 225 para Japón.

acuerdo sobre el presupuesto federal en Estados Unidos y de cuándo y hasta qué punto se revertiría la orientación acomodaticia de la política monetaria de la Reserva Federal. Tras la reunión del Comité de Mercado Abierto del 18 de diciembre, las cotizaciones de la zona se incrementaron. En enero experimentaron un acusado descenso como consecuencia de las perturbaciones observadas en algunos mercados emergentes, aunque se recuperaron cuando las turbulencias disminuyeron. A principios de marzo, las tensiones geopolíticas afectaron considerablemente a los mercados de renta variable de la zona del euro.

En Estados Unidos, los precios de las acciones siguieron un patrón prácticamente similar, aunque registraron mayor volatilidad. El índice bursátil general registró un máximo histórico a principios de marzo. La continuación de la tendencia al alza generalizada de las cotizaciones bursátiles en la zona del euro y en Estados Unidos refleja la disminución de la aversión al riesgo observada, en general, entre los inversores, así como unas perspectivas económicas favorables a medio plazo. Estos factores, especialmente la menor aversión al riesgo de los inversores, también se reflejaron en la evolución de otros segmentos de mercado, por ejemplo, de los mercados de renta fija privada.

En conjunto, la incertidumbre en los mercados bursátiles de la zona del euro, medida por la volatilidad implícita, aumentó ligeramente y se situó alrededor del 16% el 5 de marzo. Este aumento de la incertidumbre fue consecuencia de las turbulencias registradas en algunas economías emergentes en enero, pero se redujo cuando las turbulencias disminuyeron. A principios de marzo volvió a incrementarse en un contexto de tensiones geopolíticas. En Estados Unidos, la evolución de la volatilidad implícita de los mercados de renta variable fue similar a la de la zona del euro (véase gráfico 27). Dejando a un lado el nivel máximo de volatilidad implícita registrado recientemente, la incertidumbre de los mercados de renta variable ha sido reducida, en general, en los últimos meses, comparable a la observada antes de la

crisis financiera. Esta evolución también es acorde con la disminución general de la aversión al riesgo por parte de los inversores y con la mejora de las perspectivas económicas. En Japón, la volatilidad implícita de los mercados bursátiles aumentó levemente, manteniéndose algo elevada en comparación con años anteriores.

A nivel sectorial, las cotizaciones bursátiles de los sectores financiero y de agua, gas y electricidad de la zona del euro registraron las mayores subidas, mientras que las del sector tecnológico fueron más a la zaga en términos de resultados. En Estados Unidos, los aumentos sectoriales más acusados correspondieron a las cotizaciones del sector de sanidad, mientras que los descensos más pronunciados se observaron en el sector de telecomunicaciones.

Los datos sobre beneficios de las empresas de los sectores financiero y no financiero de la zona del euro que integran el índice Dow Jones EURO STOXX muestran que la magnitud de la caída de los beneficios reales, calculados para los doce meses anteriores, fluctuó entre alrededor del -5 % en noviembre de 2013 y aproximadamente el -4,5 % en febrero de 2014. Para los próximos doce meses, los participantes en el mercado esperan que el beneficio por acción de las empresas se incremente un 14 %, mientras que prevén que el crecimiento a largo plazo (cinco años) del beneficio por acción se sitúe en torno al 13 % anual (véase gráfico 28).

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

(porcentajes; datos mensuales)



Fuentes: Thomson Reuters y cálculos del BCE.

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

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

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

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

(porcentajes de los precios a fin de período)

	EURO STOXX	Materias primas	Servicios de consumo	Bienes de consumo	Petróleo y gas	Financiero	Sanidad	Industrial	Tecnología	Telecomunicaciones	Agua, gas, electric.
<b>Participación del sector en la capitalización bursátil</b>											
(datos a fin de período)	100,0	9,9	7,1	16,7	6,4	23,7	5,2	15,5	5,2	4,4	6,0
Variación de los precios (datos a fin de período)											
IV 2012	6,5	5,8	8,9	8,4	0,7	11,2	3,5	9,5	12,1	-8,3	-4,3
I 2013	2,3	1,3	10,6	8,2	-3,6	-4,8	11,6	5,1	3,9	-2,8	-4,1
II 2013	-1,1	-2,0	-1,3	-2,2	-4,2	1,9	-0,7	-2,2	1,0	-1,9	-1,4
III 2013	11,3	6,8	9,6	8,9	12,0	16,7	-3,7	14,5	13,3	19,1	11,1
IV 2013	7,3	9,5	7,1	3,4	0,9	12,5	6,0	7,5	7,2	6,8	4,3
Dic 2013	2,3	4,0	2,4	3,8	4,9	-0,2	3,8	2,4	5,5	-0,4	-0,5
Ene 2014	-4,7	-4,8	-4,1	-5,1	-7,2	-4,8	-3,0	-4,3	-4,1	-0,1	-7,0
29 nov. 2013-5 mar. 2014	3,0	0,8	2,8	1,6	0,9	6,8	-0,8	2,9	-0,8	0,9	6,9

Fuentes: Thomson Reuters y cálculos del BCE.

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

*En el período comprendido entre octubre de 2013 y enero de 2014, el coste real de la financiación de las sociedades no financieras de la zona del euro aumentó ligeramente, como consecuencia del incremento del coste real de las acciones y de los préstamos bancarios a corto plazo, que quedó parcialmente compensado por el descenso del coste real de los valores de renta fija y de los préstamos a largo plazo. En cuanto a los flujos de financiación, los préstamos bancarios otorgados a las sociedades no financieras continuaron disminuyendo en el cuarto trimestre de 2013 y en enero de 2014, aunque el ritmo de descenso se moderó en comparación con el observado en el tercer trimestre de 2013. La debilidad de la actividad económica durante el cuarto trimestre de 2013 contribuyó a la moderación de la demanda de préstamos. Por lo que respecta a la oferta, las persistentes presiones de desapalancamiento sobre las entidades de crédito de la zona del euro continuaron lastrando la capacidad de las entidades para conceder crédito. No obstante, la evidencia reciente procedente de encuestas sugiere que los bancos están relajando los criterios de aprobación del crédito. En el último trimestre de 2013, las sociedades no financieras de la zona del euro recurrieron con bastante éxito tanto al mercado de renta fija privada como al de renta variable.*

### CONDICIONES DE FINANCIACIÓN

En enero de 2014, el coste real de la financiación externa de las sociedades no financieras de la zona del euro, calculado mediante la ponderación del coste de distintas fuentes de financiación a partir de sus saldos vivos, corregido de efectos de valoración, se incrementó hasta el 3,3%, lo que representó un ligero aumento con respecto al 3,2% registrado en octubre de 2013 (véase gráfico 29). En comparación con octubre de 2013, la evolución del índice general reflejó una subida de 13 puntos básicos del coste real de las acciones, mientras que el coste real de los valores de renta fija se redujo 14 puntos básicos.

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

							Variaciones en puntos básicos hasta enero de 2014 <sup>1)</sup>		
	IV 2012	I 2013	II 2013	III 2013	Dic 2013	Ene 2014	Oct 2012	Oct 2013	Dic 2013
<b>Tipos de interés aplicados por las IFM</b>									
Descubiertos en cuenta de las sociedades no financieras	3,94	3,94	3,89	3,86	3,79	3,85	-12	0	6
Préstamos a las sociedades no financieras hasta un millón de euros									
A tipo flexible y hasta un año de fijación del tipo inicial	3,79	3,75	3,73	3,76	3,79	3,85	-8	-1	6
Más de cinco años de fijación del tipo inicial	3,41	3,49	3,29	3,26	3,27	3,28	-30	-4	1
Préstamos a las sociedades no financieras de más de un millón de euros									
A tipo flexible y hasta un año de fijación del tipo inicial	2,28	2,12	2,17	2,15	2,29	2,25	3	0	-4
Más de cinco años de fijación del tipo inicial	2,90	2,85	2,93	3,06	2,96	3,06	2	-26	10
<b>Pro memoria</b>									
Tipo de interés a tres meses del mercado monetario	0,19	0,21	0,22	0,23	0,29	0,30	10	7	1
Rendimiento de la deuda pública a dos años	-0,01	0,07	0,30	0,22	0,25	0,11	2	-4	-14
Rendimiento de la deuda pública a siete años	1,07	1,10	1,51	1,42	1,58	1,25	-3	-4	-33

Fuente: BCE.

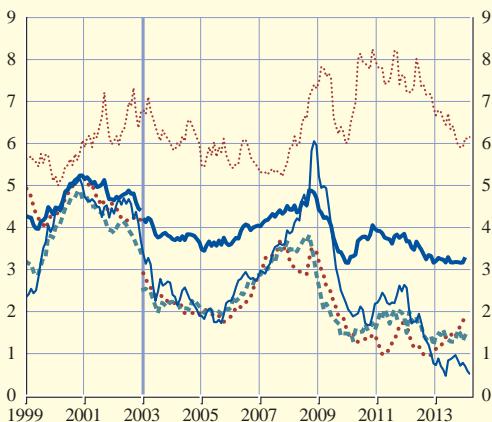
Nota: Los rendimientos de la deuda pública se refieren a los rendimientos de los bonos de la zona del euro basados en los datos del BCE sobre los bonos con calificación AAA (basados en calificaciones crediticias de Fitch), que actualmente incluyen bonos de Alemania, Austria, Finlandia, Francia y Países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

1) Pueden producirse discrepancias, debido al redondeo.

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

(porcentajes; datos mensuales)

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



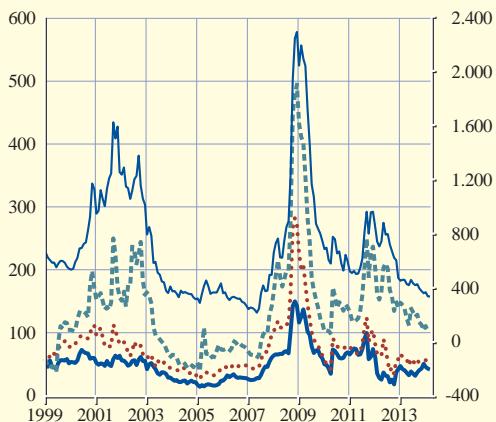
Fuentes: BCE, Thomson Reuters, Merrill Lynch y Consensus Economics Forecasts.

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

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

(puntos básicos; medias mensuales)

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



Fuentes: Thomson Reuters y cálculos del BCE.

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

En ese mismo período, el tipo de interés real de los préstamos bancarios a corto plazo concedidos a las sociedades no financieras se elevó 33 puntos básicos, mientras que el de los préstamos a largo plazo descendió 13 puntos básicos. Los datos provisionales disponibles para febrero de 2014 sugieren que el coste real de las acciones se ha mantenido estable y próximo a los niveles más bajos observados desde el primer semestre de 2008, mientras que el coste real de los valores de renta fija ha seguido disminuyendo y se mantiene en el nivel más bajo registrado desde enero de 1999.

En el período comprendido entre octubre de 2013 y enero de 2014, los tipos de interés nominales que aplican las IFM a los nuevos préstamos concedidos a las sociedades no financieras prácticamente no se modificaron en el caso de los préstamos de hasta un millón de euros. En ese mismo período, los tipos correspondientes a los nuevos préstamos de más de un millón de euros se mantuvieron invariables para los préstamos con períodos más cortos de fijación del tipo inicial, mientras que los tipos nominales de los préstamos de más de un millón de euros con períodos más largos de fijación del tipo inicial descendieron de manera acusada, 26 puntos básicos (véase cuadro 7). Durante dicho período, el diferencial de tipos de interés entre los préstamos de hasta un millón de euros y los préstamos de más de un millón de euros permaneció estable, en 16 puntos básicos, en el caso de los préstamos a corto plazo, y se incrementó ligeramente, 2 puntos básicos, en el de los préstamos con período de fijación del tipo inicial de más de cinco años.

En general, en el período comprendido entre octubre de 2013 y enero de 2014, la percepción de que el riesgo de crédito de los prestatarios era elevado continuó ejerciendo presiones al alza sobre los márgenes de los préstamos bancarios. No obstante, la disminución de las tensiones en los mercados de deuda soberana, especialmente en los países sometidos a tensiones, tuvo un impacto moderador en los tipos de interés bancarios. De hecho, los diferenciales entre los tipos de interés del crédito bancario y los tipos de interés de mercado han descendido, en particular en el caso de los préstamos a largo plazo de más de un millón de euros. En enero de 2014, el diferencial entre los tipos de interés de los préstamos a corto plazo de más de un millón de euros y el euríbor a tres meses se situaba en 195 puntos básicos, ligeramente por debajo del nivel registrado en octubre de 2013. El diferencial entre los tipos de interés de los préstamos a largo plazo de más de un millón de euros y el rendimiento de la deuda pública a siete años con calificación AAA se redujo de 203 puntos básicos en octubre de 2013 a 182 puntos básicos en enero de 2014.

En el período comprendido entre octubre de 2013 y enero de 2014, los diferenciales entre el coste de los valores de renta fija de las sociedades no financieras y el rendimiento de la deuda pública con calificación AAA se redujeron en el caso de los valores de renta fija con calificación BBB y de los bonos con calificación aún más baja («de alta rentabilidad»). En concreto, los diferenciales de los valores de renta fija de alta rentabilidad de las sociedades no financieras descendieron 28 puntos básicos, mientras que el estrechamiento de los diferenciales de los valores con calificación BBB fue mucho más limitado, de 5 puntos básicos (véase gráfico 30).

## FLUJOS DE FINANCIACIÓN

En el período comprendido entre octubre de 2013 y febrero de 2014, la contenida evolución de la actividad económica y de la inflación, junto con la intensa actividad de emisión de acciones por parte de las sociedades no financieras, contribuyó a la caída de los beneficios por acción de este sector en la zona del euro. En concreto, la tasa de variación interanual de los beneficios por acción de las sociedades cotizadas de la zona del euro fue del –11 % en febrero de 2014, frente al –6 % de octubre de 2013 (véase gráfico 31). De cara al

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

(tasas de variación interanual; datos mensuales)

— Reales  
··· Esperados



Fuentes: Thomson Reuters y cálculos del BCE.

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

(tasas de variación interanual)

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



Fuente: BCE.  
Nota: Las acciones cotizadas están denominadas en euros.

futuro, basándose en los indicadores de proveedores de mercado, los participantes en el mercado esperan una mejora gradual de la rentabilidad en la primera mitad de 2014 y que pase a ser positiva para el tercer trimestre del año.

El recurso a la financiación externa por parte de las empresas continuó disminuyendo en el último trimestre de 2013, reflejo del débil crecimiento, en general, de la inversión empresarial, y de diversos factores que influyeron en la oferta de financiación. Por lo que respecta a los préstamos concedidos por las IFM, la tasa de descenso interanual de los préstamos a las sociedades no financieras se ha moderado en los últimos meses y en enero de 2014 se situó en el -2,9%, frente al -3,6% de septiembre (véase cuadro 6). Esta evolución se debió, en cierta medida, a las persistentes presiones de desapalancamiento sobre las IFM, así como a la capacidad de las empresas de recurrir a otras fuentes de financiación externa. En concreto, el crecimiento interanual de la emisión de valores distintos de acciones por parte de las sociedades no financieras siguió siendo acusado en el último trimestre de 2013, y se situó en el 8,5%, aunque descendió con respecto al 9,9% del trimestre anterior. Además, en el último trimestre de 2013, la tasa de crecimiento interanual de la emisión de acciones cotizadas por las sociedades no financieras se incrementó hasta el 0,7%, desde el 0,3% del tercer trimestre de ese año (véase gráfico 32).

Tradicionalmente, el mercado de valores de renta fija privada de la zona del euro se ha concentrado principalmente en grandes empresas con elevadas calificaciones crediticias ubicadas en unos pocos países. Al mismo tiempo se ha de observar que los datos sobre emisiones de este tipo de valores para el último trimestre de 2013 indican que las empresas de algunos países sometidos a tensiones tuvieron mayores facilidades de acceso a la financiación mediante la emisión de valores de renta fija. Desde una perspectiva de más largo plazo, desde 2007, las emisiones de valores distintos de acciones por parte de las sociedades no financieras se han inclinado hacia instrumentos a largo plazo. En diciembre de 2013,

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

(tasas de variación; fin de trimestre)

	Tasas de crecimiento interanual				
	2012 IV	2013 I	2013 II	2013 III	2013 IV
<b>Préstamos de IFM</b>	-2,3	-2,5	-3,4	-3,6	-3,0
Hasta un año	0,5	1,5	-2,1	-3,2	-4,0
De uno a cinco años	-6,0	-6,3	-6,2	-5,6	-5,7
Más de cinco años	-2,3	-2,9	-3,0	-3,2	-1,7
<b>Valores distintos de acciones</b>	14,2	12,7	9,9	9,9	8,5
A corto plazo	2,3	7,9	-9,3	0,6	-8,5
A largo plazo, <i>de los cuales</i> <sup>1)</sup>	15,4	13,2	12,1	10,8	10,1
A tipo fijo	16,7	14,6	13,1	10,9	9,8
A tipo variable	-1,4	-0,2	5,0	11,2	12,3
<b>Acciones cotizadas</b>	0,5	0,1	0,4	0,3	0,7
<b>Pro memoria<sup>2)</sup></b>					
Total financiación	1,0	1,1	0,7	0,8	-
Préstamos a sociedades no financieras	0,0	0,0	-0,6	-1,0	-
Reservas técnicas de seguro <sup>3)</sup>	1,3	1,2	1,2	1,1	-

Fuentes: BCE, Eurostat y cálculos del BCE.

Notas: Los datos de este cuadro (con la excepción de los presentados en la pro memoria) figuran en las estadísticas monetarias y bancarias y en las de emisiones de valores. Pueden surgir pequeñas divergencias con respecto a los datos que se recogen en las estadísticas de las cuentas financieras, principalmente como consecuencia de diferencias en los métodos de valoración.

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

2) Datos procedentes de las cuentas trimestrales europeas por sectores. La financiación total de las sociedades no financieras incluye préstamos, valores distintos de acciones, acciones y otras participaciones, reservas técnicas de seguro, otras cuentas pendientes de pago y derivados financieros.

3) Incluye las reservas de los fondos de pensiones.

el desglose por plazos de vencimiento del saldo vivo de valores distintos de acciones emitidos por las sociedades no financieras mostraba que el porcentaje de instrumentos a largo plazo era del 93 % (lo que representa un aumento con respecto al 84 % de 2007).

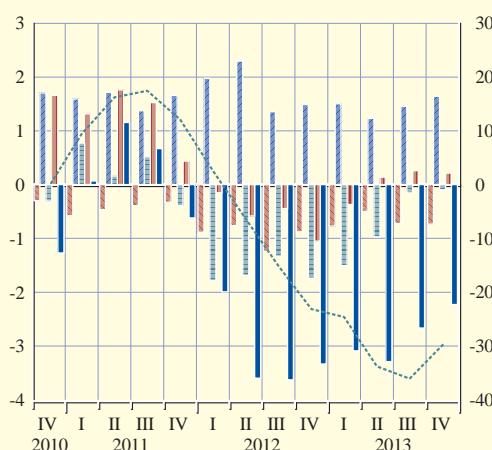
En el cuarto trimestre de 2013, los préstamos con período de fijación del tipo inicial de entre uno y cinco años concedidos por las IFM continuaron siendo los que más contribuyeron a la caída de la tasa de crecimiento interanual del total de préstamos bancarios a las sociedades no financieras. La tasa de descenso se incrementó en el caso de los préstamos a corto plazo, mientras que la de los préstamos con período de fijación del tipo inicial de más de cinco años se redujo. En enero de 2014, la contracción se aceleró de nuevo en el caso de los préstamos a corto plazo, mientras que se moderó en el de los préstamos con período de fijación del tipo inicial de entre uno y cinco años (véase cuadro 8).

Los resultados de la encuesta sobre préstamos bancarios de la zona del euro correspondiente al cuarto trimestre de 2013 mostraron un descenso menos acusado de la demanda neta de préstamos por parte de las sociedades no financieras en comparación con el tercer trimestre (véase gráfico 33). El análisis de los distintos factores que han contribuido a la disminución de la demanda puso de manifiesto que en el último trimestre

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

(tasas de variación interanual; porcentaje neto)

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



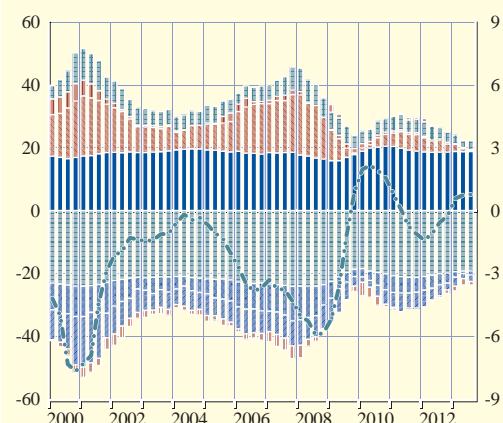
Fuente: BCE.

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

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

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

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



Fuente: Cuentas de la zona del euro.

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

de 2013 las sociedades no financieras continuaron recurriendo a los préstamos bancarios principalmente con fines de reestructuración de la deuda y de financiación del capital circulante. La contribución neta de la inversión en capital fijo a la demanda de préstamos de las sociedades no financieras siguió siendo negativa.

Al mismo tiempo, la encuesta sobre préstamos bancarios mostró que la reducción gradual del endurecimiento neto de los criterios aplicados para la aprobación de préstamos a las sociedades no financieras continuó en el último trimestre de 2013. La menor percepción del riesgo de crédito de los prestatarios y las mejores perspectivas económicas, así como factores relacionados con la liquidez de las entidades y su acceso a la financiación de mercado, contribuyeron a la relajación de los criterios por parte de las entidades de crédito. Para el primer trimestre de 2014, las entidades de crédito esperan una nueva disminución del endurecimiento neto de los criterios de concesión de préstamos a empresas.

La brecha de financiación (o necesidad de financiación) de las sociedades no financieras, es decir, la diferencia entre sus fondos internos (ahorro bruto) y su formación bruta de capital, en relación con el valor añadido bruto generado por ellas, se incrementó hasta el 0,8% en el tercer trimestre de 2013, desde el 0,7% del trimestre precedente (véase gráfico 34), como consecuencia del ligero retroceso de la formación bruta de capital fijo, mientras que el ahorro bruto y las transferencias netas de capital no experimentaron variaciones con respecto al trimestre anterior. Por el lado de la financiación, el aumento de las adquisiciones netas de acciones y otras participaciones y de activos financieros (excluidas acciones y otras participaciones) se vio contrarrestado por la caída de la inversión en «otros» activos.

## POSICIÓN FINANCIERA

Según datos de las cuentas integradas de la zona del euro, el endeudamiento del sector de sociedades no financieras descendió ligeramente en el tercer trimestre de 2013. La ratio de deuda en relación con el

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

(porcentajes)

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



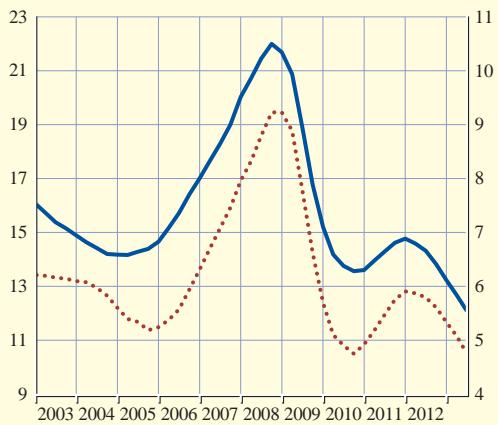
Fuentes: BCE, Eurostat y cálculos del BCE.

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

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

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

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



Fuente: BCE.

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

PIB siguió disminuyendo, desde el 79,3 % del segundo trimestre de 2013 hasta el 78,9 % del tercer trimestre, y la ratio de deuda sobre activos totales se redujo ligeramente, desde el 26,4 % hasta el 25,9 % (véase gráfico 35) (véase también el recuadro 4 sobre los métodos de medición de la deuda de las empresas). Estos descensos marginales con respecto a los máximos registrados por ambas ratios deben evaluarse en el contexto de debilidad del entorno económico. La sostenibilidad de la deuda de las sociedades no financieras continuó mejorando en el tercer trimestre de 2013, cuando la carga bruta por intereses en relación con el excedente bruto de explotación retrocedió hasta situarse en el 12,1 %, frente al 12,7 % del segundo trimestre de 2013 (véase gráfico 36), 10 puntos porcentuales por debajo del máximo observado en el último trimestre de 2008.

#### Recuadro 4

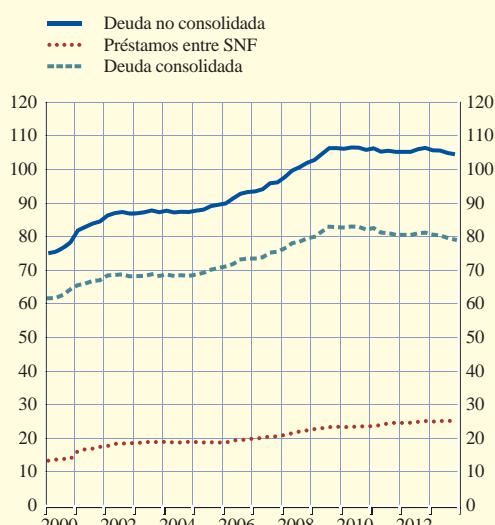
#### DEUDA DE LAS SOCIEDADES NO FINANCIERAS: DATOS CONSOLIDADOS Y NO CONSOLIDADOS

El nivel de la deuda del sector empresarial en relación con el PIB aumentó significativamente en el período previo a la crisis financiera, empezó a estabilizarse durante los primeros años de la crisis y ha ido disminuyendo moderadamente desde 2012 (véase gráfico A). Sin embargo, las cifras agregadas de deuda de la zona del euro correspondientes a las sociedades no financieras (SNF) enmascaran diferencias sustanciales en las ratios de deuda entre países y empresas. El endeudamiento de las SNF puede influir en la actividad de inversión debido a su efecto en la carga financiera de las empresas. Además, el nivel de deuda puede afectar tanto al acceso de las SNF a la financiación externa, pues puede influir en los criterios de concesión de créditos establecidos por las entidades de crédito, como a la capacidad de resistencia de las SNF frente a perturbaciones, con los consiguientes posibles efectos de contagio sobre otras partes de la economía de la zona del euro<sup>1</sup>.

La deuda de las SNF puede analizarse utilizando datos consolidados o no consolidados. Los primeros incluyen únicamente la financiación de deuda proporcionada por otros sectores, mientras que los datos no consolidados comprenden también las posiciones intrasectoriales (como préstamos entre empresas). Dada la reciente disponibilidad de datos consolidados (adicionales a los no consolidados) sobre la deuda de las SNF en las cuentas trimestrales de la zona del euro, en este recuadro se comparan los dos métodos de medición

**Gráfico A Deuda de las SNF de la zona del euro**

(en porcentaje del PIB nominal; sumas de cuatro trimestres)



Fuentes: Eurostat y BCE.

1 Véase también el grupo de trabajo del Comité de Política Monetaria del Sistema Europeo de Bancos Centrales (2013), «Corporate finance and economic activity in the euro area: Structural Issues Report 2013», *Occasional Paper Series*, n.º 151, BCE, agosto de 2013.

de la deuda, tanto desde un punto de vista conceptual como por lo que respecta a sus implicaciones para la política monetaria.

### Utilización de diferentes definiciones de deuda

La primera decisión que debe adoptarse al medir la deuda de las SNF es qué instrumentos de entre los distintos componentes de los pasivos financieros totales de las SNF deben incluirse en el cálculo. En las publicaciones del BCE, en el cálculo de la deuda de estas sociedades se incluyen préstamos, valores distintos de acciones y reservas de los fondos de pensiones<sup>2</sup>, lo que significa, por ejemplo, que el crédito comercial no se recoge<sup>3</sup>. Una vez seleccionados los instrumentos, debe decidirse el método de consolidación: a diferencia de los datos consolidados, los datos no consolidados de la deuda de las SNF incluyen los flujos financieros y las posiciones de financiación que se generen dentro del sector de sociedades no financieras, como préstamos concedidos por sociedades residentes en el mismo país<sup>4</sup>. Existe evidencia de concesión de préstamos, por importes significativos, entre empresas residentes pertenecientes al mismo grupo empresarial. Pero, además, pueden otorgarse préstamos entre sociedades pertenecientes a grupos diferentes (es decir, sin una relación de capital significativa) por diversas razones, como prestar apoyo a un proveedor o por motivos puramente de inversión<sup>5</sup>. Con escasas excepciones<sup>6</sup>, el BCE, la Junta Europea de Riesgo Sistémico (JERS) y la Comisión Europea en su aplicación del procedimiento de desequilibrio macroeconómico se han basado, hasta hace poco, en datos de deuda no consolidados. La Comisión Europea cambió al concepto de deuda consolidada en su Informe sobre el mecanismo de alerta de 2014 en el marco del citado procedimiento, aprovechando los nuevos datos consolidados disponibles para todos los países de la UE en términos anuales. Asimismo, gracias a la reciente disponibilidad de datos consolidados de la deuda de las SNF, adicionales a los datos de deuda no consolidados de carácter trimestral para la zona del euro y para casi todos los Estados miembros, los análisis pueden beneficiarse de ambos conceptos de medición.

### Consideraciones conceptuales

Desde un punto de vista conceptual, la elección entre medir la deuda en base consolidada o no consolidada no es clara y puede responder a diferentes fines analíticos. La deuda consolidada mide la cantidad de fondos recibidos por un sector de todos los demás sectores (tanto residentes como no residentes), por lo que este método proporciona una visión general de los flujos de fondos intersectoriales.

Para evaluar la sostenibilidad de la deuda, así como el riesgo de refinanciación o de crédito de las SNF, también deberían tenerse en cuenta las posiciones de deuda entre SNF, lo que justifica el uso de

- 2 Véase, por ejemplo, la nota de prensa estadística trimestral del BCE titulada «Evolución económica y financiera de la zona del euro por sectores institucionales», disponible en el sitio web de dicha institución (<http://www.ecb.europa.eu/press/pr/stats/ffi/html/index.en.html>). Los pasivos de reservas de los fondos de pensiones se derivan de los compromisos directos por pensiones de las empresas, es decir, cuando no se externalizan a un fondo de pensiones independiente. La definición de deuda privada a efectos del procedimiento de desequilibrio macroeconómico excluye esta categoría.
- 3 La exclusión del crédito comercial de las definiciones de deuda existentes refleja problemas de calidad de los datos en algunos países. Con la implantación del nuevo Sistema Europeo de Cuentas 2010 y como consecuencia de la nueva Orientación del BCE sobre cuentas financieras (BCE/2013/24, DO L 2 de 7.1.2014, p. 34), será obligatorio incluir el crédito comercial como una partida estadística separada a partir de finales de 2014.
- 4 En este recuadro, el término «consolidado» sigue la definición del Sistema Europeo de Cuentas y se refiere a la consolidación a nivel sectorial de las SNF. En contabilidad, los estados «consolidados» suelen definirse con referencia a un grupo de empresas.
- 5 Sin embargo, estos últimos casos parecen ser de importancia relativamente menor en comparación con la evidencia de financiación intra-grupo significativa.
- 6 Se han utilizado algunas aproximaciones (*proxies*) a los datos de deuda consolidados, especialmente al comparar la economía de la zona del euro con la de Estados Unidos.

datos de deuda no consolidados en dichos análisis. Sin embargo, los conceptos de las cuentas sectoriales no permiten distinguir entre la deuda dentro de un mismo grupo de empresas y la deuda entre SNF pertenecientes a grupos distintos. Los dos conceptos son muy diferentes en su naturaleza y plantean distintas cuestiones en lo que se refiere, por ejemplo, a la sostenibilidad de la deuda. Los préstamos intragrupo pueden ser muy significativos, con gran heterogeneidad entre países. Por tanto, sería conveniente analizarlos por separado de la deuda con SNF no relacionadas.

Por otra parte, un argumento a favor de los datos de deuda no consolidados es que los indicadores derivados, como la ratio de apalancamiento, muestran la deuda en relación con el capital total o los activos totales, que solo están disponibles en base no consolidada. Reconociendo las ventajas relativas de los dos conceptos, en su aplicación del procedimiento de desequilibrio macroeconómico, la Comisión Europea, por ejemplo, continúa utilizando los datos no consolidados de deuda como indicador adicional. Del mismo modo, el BCE, en un análisis reciente del endeudamiento de las empresas, usó datos tanto consolidados como no consolidados<sup>7</sup>.

### Datos entre países, comparabilidad y cuestiones estadísticas

Los datos no consolidados son, en principio, más comparables entre economías, pues a efectos estadísticos de las cuentas nacionales la consolidación de la deuda entre SNF solo incluye la deuda entre SNF residentes en el mismo país. Por tanto, la comparabilidad de los datos consolidados puede verse afectada por la diferente proporción, en unos países y otros, de la financiación entre SNF de un mismo país. (En principio, puede presuponerse que esta última es menor, por lo general, en el caso de las economías pequeñas e integradas<sup>8</sup>). Por tanto, pueden ser preferibles los datos no consolidados para comparar los niveles de deuda entre los distintos países de la zona del euro o el nivel agregado de deuda de la zona del euro con el de países concretos.

No obstante, de conformidad con los datos disponibles, la proporción de financiación entre SNF de un mismo país (medida por la ratio de deuda entre SNF en relación con el PIB) es más elevada en el caso de algunos países más pequeños. Las ratios de financiación entre SNF más altas se registran en Bélgica, Luxemburgo y Malta, un fenómeno que probablemente esté relacionado con las características estructurales particulares de estos países<sup>9</sup>, mientras que los países de mayor tamaño registran unas ratios relativamente bajas (véase gráfico B). Además, las cifras de deuda no consolidada muestran diferencias más acusadas entre países que las cifras de deuda consolidadas, debido a la elevada heterogeneidad por países de los préstamos entre SNF. Es probable que parte de esta variabilidad refleje aspectos de medición estadística, en concreto los dos que se indican a continuación.

**1) Diferentes conceptos de unidades estadísticas:** El nivel de granularidad aplicado en la definición estadística de una SNF en relación con el grupo empresarial afecta a los resultados de la medición de la deuda. Cuantas más empresas individuales se identifiquen dentro de los grupos empresariales, mayor será el número de SNF que se registren por separado y más elevadas serán la posible financiación intragrupo y la deuda no consolidada de las SNF. En cambio, los países que utilizan mayores niveles de agregación de SNF como elementos estadísticos fundamentales registran niveles de deuda

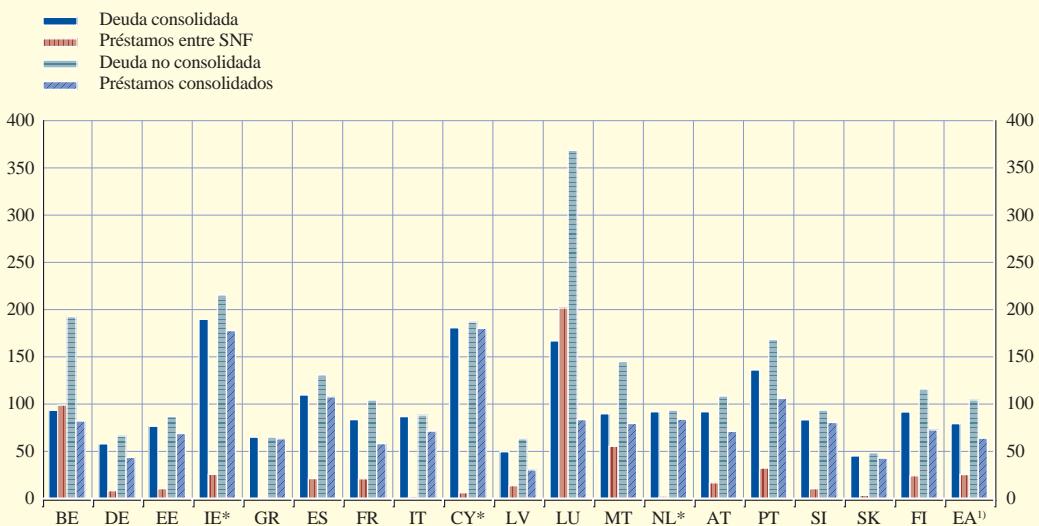
7 Véase el artículo titulado «Patrones de desapalancamiento del sector de sociedades no financieras de la zona del euro», *Boletín Mensual*, BCE, febrero de 2014.

8 En los datos agregados de las cuentas de la zona del euro, la zona del euro recibe el tratamiento de economía única y los préstamos entre SNF incluyen todos los préstamos entre SNF residentes en cualquier Estado miembro de la zona.

9 Las características estructurales, como el atractivo de estos países para los grupos multinacionales, se refieren, entre otros, a tratamientos fiscales favorables.

**Gráfico B Datos de la deuda de las SNF y de la deuda entre SNF**

(en porcentaje del PIB nominal; sumas de cuatro trimestres)



Fuentes: Eurostat y BCE.

Notas: 1) Para la zona del euro, la deuda consolidada y los préstamos entre SNF no son comparables con los datos por países. Letonia no se incluye en el agregado de la zona del euro ya que los datos corresponden al tercer trimestre de 2013.

\*Para Irlanda, Chipre y Países Bajos, los préstamos entre SNF se basan en las cuentas financieras anuales correspondientes a 2012 y la deuda consolidada se calcula restando los préstamos anuales entre SNF de la deuda no consolidada.

entre SNF significativamente más reducidos. Se han iniciado los trabajos para mejorar la comparabilidad de las prácticas de los distintos países a este respecto.

**2) Diferente cobertura de los préstamos entre SNF:** En la mayoría de los países, las fuentes estadísticas no cubren en su totalidad los balances de las SNF, y la necesaria estimación de los datos no disponibles puede afectar a la calidad de las estimaciones de la deuda entre SNF.

### Conclusiones

En resumen, dadas las ventajas y deficiencias relativas de cada concepto de deuda, es aconsejable realizar un seguimiento de ambos. Las cuentas trimestrales de la zona del euro y las cuentas financieras suelen presentarse en base no consolidada. Sin embargo, es posible calcular la deuda consolidada de las SNF restando los préstamos entre SNF de los datos de deuda no consolidados<sup>10</sup>. El BCE publica trimestralmente los datos basados en ambas medidas de la deuda. Se espera mejorar los datos y su comparabilidad con la revisión en curso de las cuentas de la zona del euro en el contexto de la aplicación de la norma estadística revisada, el Sistema Europeo de Cuentas 2010.

10 Los valores distintos de acciones todavía no pueden consolidarse ya que aún no están disponibles los datos de tenencias entre SNF; en cualquier caso, son mucho menos importantes que los préstamos entre SNF. Sobre la base de las cuentas financieras anuales, se estima que las tenencias de este tipo de valores entre SNF representan menos del 0,5% del PIB en casi todos los países de la zona del euro.

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

En el cuarto trimestre de 2013 y en enero de 2014, las condiciones de financiación de los hogares de la zona del euro se caracterizaron por el leve descenso que experimentaron los tipos de interés de los préstamos bancarios, en un contexto de persistencia de una heterogeneidad elevada entre países e instrumentos. Los préstamos otorgados por las IFM al citado sector se incrementaron solo ligeramente en el cuarto trimestre y en enero. La continuada debilidad de la evolución del endeudamiento de los hogares es resultado de una combinación de factores, entre los que se encuentran la falta de dinamismo de la renta disponible de los hogares, los altos niveles de desempleo, la debilidad de los mercados de la vivienda y, en líneas más generales, la incertidumbre en torno a las perspectivas económicas. Además, la necesidad de corregir excesos del pasado en lo que respecta a la acumulación de deuda (especialmente en algunos países de la zona del euro) sigue ejerciendo presiones a la baja sobre la demanda de nuevos préstamos por parte de este sector. No obstante, la encuesta sobre préstamos bancarios en la zona del euro correspondiente al cuarto trimestre de 2013 indica que las entidades de crédito esperan un acusado aumento neto de la demanda de préstamos para adquisición de vivienda en el primer trimestre de 2014. Se estima que la deuda en relación con la renta bruta disponible de los hogares se mantuvo prácticamente invariable, en un nivel elevado, en el cuarto trimestre, después de haber descendido ligeramente en el trimestre anterior; así como que la carga por intereses de este sector básicamente no experimentara variaciones en el citado trimestre.

### CONDICIONES DE FINANCIACIÓN

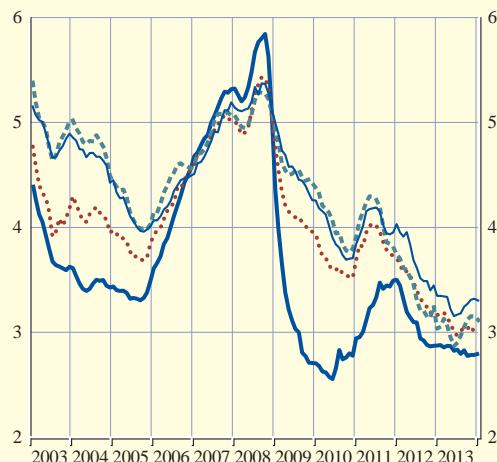
En conjunto, los costes de financiación de los hogares de la zona del euro descendieron ligeramente en el cuarto trimestre de 2013 en comparación con el trimestre anterior. Si se consideran los componentes individuales, los tipos de interés de los préstamos para adquisición de vivienda básicamente no se modificaron, ya que la reducción de los tipos de los préstamos a corto plazo compensó los incrementos marginales de los tipos de los préstamos a largo plazo. Los tipos de los préstamos para consumo registraron una caída. A escala de la zona del euro, la evolución de los tipos de interés aplicados por las IFM a los préstamos a hogares continuó presentando divergencias en función de la categoría y del plazo de vencimiento del préstamo, y la heterogeneidad entre países también siguió siendo considerable.

Por lo que respecta a los nuevos préstamos para adquisición de vivienda, los tipos de interés aplicados a los préstamos a corto plazo (es decir, préstamos a tipo flexible o hasta un año de fijación del tipo inicial) y de los préstamos a medio plazo (esto es, préstamos con período de fijación del tipo inicial de más de un año y hasta cinco años) descendieron ligeramente, cayendo 4 puntos básicos en relación con los niveles registrados en el tercer trimestre. Por el contrario, en el caso de los préstamos a largo plazo (es decir, préstamos con períodos de fijación

Gráfico 37 Tipos de interés aplicados por las IFM a los préstamos a hogares para adquisición de vivienda

(porcentajes; excluidas comisiones; tipos de interés de las nuevas operaciones)

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



Fuente: BCE.

del tipo inicial de más de cinco años y hasta diez años, y de más de diez años), los tipos de interés experimentaron un leve aumento, aunque se mantuvieron en niveles históricamente bajos (véase gráfico 37). En enero de 2014, los tipos de interés de los nuevos préstamos para adquisición de vivienda se mantuvieron básicamente estables en comparación con diciembre.

En cuanto a los nuevos préstamos para consumo, en el cuarto trimestre, los tipos de interés permanecieron prácticamente estables en el caso de los préstamos a más corto plazo, mientras que los tipos de los préstamos a medio y a largo plazo (que son los más utilizados) se redujeron ligeramente, observándose los descensos más pronunciados en los préstamos de más de cinco años de fijación del tipo inicial. En enero, los tipos de interés de estos préstamos aumentaron en el caso de los préstamos con período de fijación del tipo inicial de corta duración y de manera más perceptible en el de los de larga duración, en comparación con los niveles registrados en diciembre. Los tipos de los préstamos a medio plazo cayeron levemente en comparación con diciembre.

Los resultados de la encuesta sobre préstamos bancarios en la zona del euro correspondiente al cuarto trimestre de 2013 indican que el endurecimiento neto de los criterios de aprobación aplicados a los préstamos para adquisición de vivienda otorgados a los hogares disminuyó de nuevo en el cuarto trimestre, mientras que el de los criterios aplicados a los préstamos para consumo básicamente no se modificó. De hecho, el porcentaje neto de entidades que endurecieron los criterios de aprobación de los préstamos para adquisición de vivienda pasó a ser ligeramente negativo, señalando una relajación neta de los criterios. Las condiciones de precio y otras condiciones aplicadas a los préstamos para adquisición de vivienda y al crédito al consumo se endurecieron en menor medida, o incluso se relajaron, aunque en menor grado en el caso del crédito al consumo. Para más detalles, véase el recuadro titulado «Resultados de la encuesta sobre préstamos bancarios en la zona del euro correspondiente al cuarto trimestre de 2013», en la versión en inglés del Boletín Mensual de febrero de 2014.

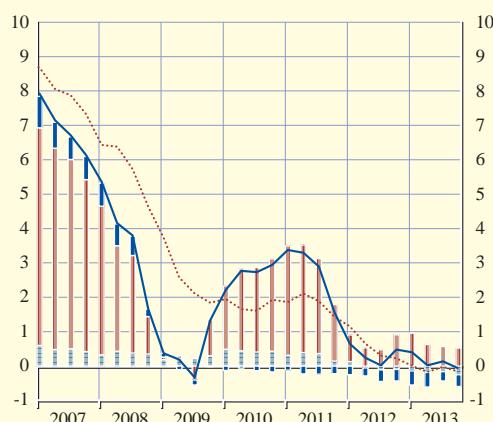
## FLUJOS DE FINANCIÓN

En el tercer trimestre de 2013 (el último trimestre para el que se dispone de datos procedentes de las cuentas de la zona del euro), la evolución de los préstamos otorgados a los hogares siguió falta de dinamismo, al igual que en los cuatro trimestres anteriores. La tasa de crecimiento interanual del total de préstamos concedidos a los hogares de la zona del euro se stabilizó en el tercer trimestre, gracias al ligero aumento de los préstamos concedidos por las IFM (que crecieron a una tasa interanual del 0,1 %, en comparación con el 0 % del trimestre anterior), que quedó contrarrestado por un nuevo descenso de los préstamos concedidos por instituciones distintas de IFM (que crecieron a una tasa interanual del -0,9 %, frente al -1,3 % del trimestre precedente). Estos préstamos suelen reflejar

**Gráfico 38 Total de préstamos concedidos a los hogares**

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

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



Fuente: BCE.

Notas: El total de préstamos comprende los préstamos a hogares concedidos por todos los sectores institucionales, incluido el resto del mundo. El total de préstamos concedidos a los hogares en el cuarto trimestre de 2013 se ha estimado a partir de las operaciones que figuran en las estadísticas monetarias y bancarias. Para más información sobre las diferencias en el cálculo de las tasas de crecimiento entre préstamos de las IFM y total de préstamos, véanse las notas técnicas pertinentes.

las ventas y titulizaciones de préstamos, lo que hace que los préstamos a hogares se desplacen entre el sector de IFM y el de intermediarios financieros no monetarios distintos de las empresas de seguros y fondos de pensiones (es decir, el sector OIF). Las estimaciones para el cuarto trimestre de 2013 apuntan a una leve contracción del total de préstamos a este sector (véase gráfico 38).

La tasa de crecimiento interanual de los préstamos concedidos por las IFM a los hogares (ajustados de ventas y titulizaciones) prácticamente no ha variado en los últimos meses y ha permanecido en niveles ligeramente positivos acordes con los observados desde la primavera de 2013. Más concretamente, la tasa de crecimiento interanual de los préstamos concedidos a este sector se situó en el 0,2% en enero de 2014. Esta evolución oculta el hecho de que los flujos trimestrales de préstamos fueron levemente negativos en el cuarto trimestre de 2013, como consecuencia, fundamentalmente, de las amortizaciones netas mensuales registradas en diciembre. Esta evolución confirma que la actividad de originación de las entidades de crédito sigue siendo débil (para más detalles, véase la sección 2.1). El detalle de los préstamos según su finalidad indica que la tasa de crecimiento interanual de los préstamos para adquisición de vivienda concedidos por las IFM (ajustados de ventas y titulizaciones) se situó en el 1,2% en enero, sin variación desde septiembre. Los flujos trimestrales de préstamos para adquisición de vivienda aumentaron marginalmente en el cuarto trimestre, pese a las amortizaciones netas observadas en diciembre. La tasa de crecimiento interanual del crédito al consumo descendió de nuevo y se situó en el -3% en enero, frente al -2,3% de septiembre, continuando la tendencia negativa registrada desde abril de 2009. De igual modo, la tasa de crecimiento interanual de otros préstamos, que incluye los préstamos a empresas sin personalidad jurídica propia, permaneció en terreno negativo (donde lleva desde junio de 2012), situándose en el -1,5% en enero, frente al -1% de septiembre.

El tenue crecimiento del crédito de las IFM a los hogares refleja principalmente las moderadas perspectivas de renta de este sector, acentuadas por la debilidad de los mercados de la vivienda y, en términos más generales, por la incertidumbre en torno a las perspectivas económicas. Sin embargo, desde una perspectiva de medio plazo, también refleja la necesidad de corregir excesos del pasado en términos de acumulación de deuda (especialmente en algunos países de la zona del euro) que sigue afectando a la demanda de préstamos. Las entidades de crédito participantes en la encuesta sobre préstamos bancarios en la zona del euro correspondiente al cuarto trimestre de 2013 señalaron que la demanda neta de préstamos para adquisición de vivienda había disminuido ligeramente en ese trimestre. La demanda neta de crédito al consumo básicamente no cambió con respecto al trimestre precedente. De cara al futuro, las entidades de crédito esperan un acusado aumento de la demanda neta de préstamos para adquisición de vivienda en el primer trimestre de 2014.

**Gráfico 39 Inversión financiera de los hogares**

(tasas de variación interanual; contribuciones en puntos porcentuales)

Efectivo y depósitos  
Valores distintos de acciones, excluidos derivados financieros  
Acciones y otras participaciones  
Reservas técnicas de seguro  
Otros<sup>1)</sup>  
Activos financieros totales



Fuentes: BCE y Eurostat.

1) Incluye préstamos y otras cuentas pendientes de cobro.

Por lo que se refiere al activo del balance del sector hogares de la zona del euro, la tasa de crecimiento interanual de su inversión financiera total se situó en el 1,7% en el tercer trimestre de 2013 (levemente inferior a la del trimestre precedente; véase gráfico 39). Esta evolución tuvo su origen en las menores contribuciones de la inversión en efectivo y depósitos y en acciones y otras participaciones. Además, la tasa de crecimiento interanual de la inversión en valores distintos de acciones se redujo de nuevo y se situó en torno al 10%. Por el contrario, la contribución de la inversión en reservas técnicas de seguro aumentó ligeramente. En conjunto, factores estructurales como la necesidad de continuar con el desapalancamiento y la evolución cíclica asociada a la debilidad del ciclo económico (que obstaculizan el crecimiento de la renta disponible y fuerzan el desahorro de los hogares) explican la prolongada desaceleración observada en la acumulación de activos financieros por parte de los hogares desde mediados de 2010.

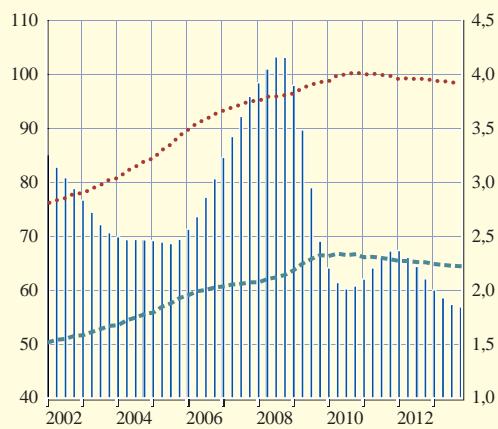
### POSICIÓN FINANCIERA

La deuda de los hogares de la zona del euro continúa en niveles elevados. Más concretamente, la deuda en relación con la renta bruta disponible nominal de los hogares se redujo ligeramente y se situó en el 98,5% en el tercer trimestre de 2013, frente al 98,8% del segundo trimestre. La deuda de los hogares en relación con el PIB también descendió levemente, hasta el 64,5% en el tercer trimestre, frente al 64,7% del trimestre anterior. Las estimaciones relativas al cuarto trimestre de 2013 indican que la deuda de este sector básicamente no varió (véase gráfico 40), habiendo retornado al nivel registrado a finales de 2009. De igual modo, se estima que la carga por intereses de los hogares se situó en el 1,8% de la renta disponible en el cuarto trimestre de 2013, continuando con la disminución gradual observada desde finales de 2011.

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

(porcentajes)

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



Fuentes: BCE y Eurostat.

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

## 3 PRECIOS Y COSTES

Según la estimación preliminar de Eurostat, la inflación interanual medida por el IAPC de la zona del euro se situó en el 0,8% en febrero de 2014, sin cambios con respecto al dato (revisado al alza) de enero. Si bien los precios de la energía registraron en febrero una caída interanual más pronunciada que en el mes anterior, las subidas de los precios de los bienes industriales y de los servicios fueron mayores que en enero. A partir de la información actual y de los precios de los futuros sobre la energía vigentes, se prevé que las tasas de inflación interanual medidas por el IAPC se mantengan en torno a los niveles actuales durante los próximos meses. Más adelante, las tasas de inflación deberían aumentar gradualmente y alcanzar niveles más cercanos al 2%, en línea con las expectativas de inflación a medio y largo plazo para la zona del euro. Mientras tanto, estas expectativas permanecen firmemente ancladas en consonancia con el objetivo de mantener las tasas de inflación por debajo del 2%, aunque próximas a este valor.

Las proyecciones macroeconómicas de marzo de 2014 elaboradas por los expertos del BCE para la zona del euro prevén que la inflación interanual medida por el IAPC se sitúe en el 1% en 2014, el 1,3% en 2015 y el 1,5% en 2016. Las proyecciones señalan que la inflación interanual medida por el IAPC se situará en el 1,7% en el último trimestre de 2016. En vista de la publicación, por primera vez, de un horizonte de proyección de tres años en las proyecciones macroeconómicas de marzo de 2014 elaboradas por los expertos del BCE, debe hacerse hincapié en que las proyecciones están condicionadas a una serie de supuestos técnicos, tales como unos tipos de cambio invariables y una caída de los precios del petróleo, y en que la incertidumbre que rodea a las proyecciones aumenta con la duración del horizonte de proyección. Se considera que los riesgos al alza y a la baja para las perspectivas de evolución de los precios son limitados y que están, en general, equilibrados en el medio plazo.

### 3.1 PRECIOS DE CONSUMO

La inflación medida por el IAPC de la zona del euro se ha mantenido en niveles ligeramente por debajo del 1% desde octubre de 2013, tras haberse reducido desde tasas de crecimiento interanuales de alrededor del 1,5% a mediados de 2013. Según la estimación preliminar de Eurostat de febrero de 2014, la inflación ha permanecido sin cambios en el 0,8% desde diciembre del año pasado.

Cuadro 9 Evolución de los precios

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

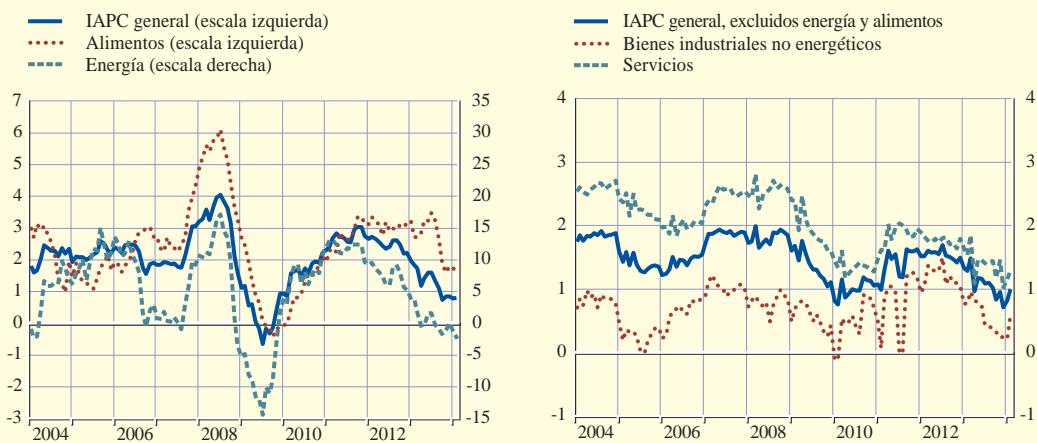
	2012	2013	2013 Sep	2013 Oct	2013 Nov	2013 Dic	2014 Ene	2014 Feb
<b>IAPC y sus componentes<sup>1</sup></b>								
Índice general	2,5	1,4	1,1	0,7	0,9	0,8	0,8	0,8
Energía	7,6	0,6	-0,9	-1,7	-1,1	0,0	-1,2	-2,2
Alimentos	3,1	2,7	2,6	1,9	1,6	1,8	1,7	1,5
Alimentos no elaborados	3,0	3,5	2,9	1,4	0,9	1,5	1,3	,
Alimentos elaborados	3,1	2,2	2,4	2,2	2,0	2,0	2,0	,
Bienes industriales no energéticos	1,2	0,6	0,4	0,3	0,2	0,3	0,2	0,6
Servicios	1,8	1,4	1,4	1,2	1,4	1,0	1,2	1,3
<b>Otros indicadores de precios</b>								
Precios industriales	2,8	-0,2	-0,9	-1,3	-1,2	-0,8	-1,4	,
Precios del petróleo (euros por barril)	86,6	81,7	83,0	80,0	80,0	80,8	78,8	79,4
Precios de las materias primas no energéticas	0,5	-8,2	-12,9	-12,2	-11,7	-11,4	-9,3	-7,8

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

1) La inflación medida por el IAPC y sus componentes (excluidos los alimentos no elaborados y elaborados) de febrero de 2014 corresponde a la estimación preliminar de Eurostat.

**Gráfico 41 Desagregación del IAPC por principales componentes**

(tasas de variación interanual; datos mensuales)



Fuente: Eurostat.

Las menores tasas de inflación medida por el IAPC en comparación con las registradas a mediados de 2013 están relacionadas principalmente con unas tasas de variación negativas de los precios de la energía y con una notable caída del ritmo de avance de los precios de los alimentos no elaborados (véase gráfico 41). Aparte de las contribuciones más reducidas de estos componentes, típicamente más volátiles, también se observan presiones desinflacionistas en la inflación medida por el IAPC, excluidos la energía y los alimentos, que reflejan no solo una respuesta retardada a la anterior debilidad de la economía de la zona del euro, sino también un impacto alcista inferior al previsto derivado de las subidas de los impuestos indirectos.

Si se consideran los datos más recientes, la estimación preliminar de Eurostat de que la inflación medida por el IAPC general se mantuvo invariable en el 0,8 % en febrero de 2014 oculta caídas de las tasas de crecimiento de los componentes volátiles del IAPC y un alza de los servicios y los bienes industriales no energéticos, que componen la inflación medida por el IAPC, excluidos los alimentos y la energía (véase cuadro 9).

Por lo que se refiere a los principales componentes del IAPC, las tasas de crecimiento interanual mayoritariamente negativas de los precios de la energía desde los meses de verano de 2013 han reflejado, en gran medida, una caída de los precios del petróleo en euros. Concretamente, los descensos observados en los dos primeros meses de 2014, hasta el -1,2 % en enero y el -2,2 % en febrero, son atribuibles principalmente a efectos de base, teniendo un impacto bajista acumulado estimado de alrededor de 0,2 puntos porcentuales sobre la inflación interanual medida por el IAPC. Si se consideran los principales productos energéticos, la reducción de las tasas de variación interanual en enero de 2014 —último mes para el que se dispone de una desagregación detallada— se debe, en particular, a unas mayores caídas interanuales de los precios de los combustibles para automóviles, de otros combustibles líquidos y del gas, así como a una tasa de crecimiento interanual de los precios de la electricidad mucho menor.

La notable disminución de la tasa de variación de los precios de los alimentos, desde más del 3 % observada a mediados de 2013 hasta el 1,5 % en febrero de 2014, obedeció principalmente a una acusada desaceleración

del ritmo de avance de los precios de los alimentos no elaborados, desde una tasa próxima al 5 %, al haber remitido el anterior impacto alcista de las adversas condiciones meteorológicas sobre las frutas y las legumbres y hortalizas. En enero de 2014, la tasa de variación interanual de este componente se situó en el 0,6 % y el 2,2 %, respectivamente, bastante por debajo de las elevadas tasas de crecimiento interanual —de alrededor del 10 %— registradas en los meses estivales de 2013.

La tasa de variación de los precios de los alimentos elaborados descendió a un ritmo más lento, pasando del 2,5 % registrado en los meses de verano de 2013 al 2 % del período comprendido entre noviembre de 2013 y enero de 2014. Los principales alimentos que contribuyeron al menor ritmo de avance de los precios fueron el pan y los cereales y los aceites y grasas. La estimación preliminar de Eurostat para el componente total de alimentos, que fue del 1,5 % en febrero de 2014, inferior al 1,7 % de enero, señala nuevos retrocesos en los componentes de alimentos no elaborados y elaborados.

La inflación medida por el IAPC, excluidos los componentes volátiles —alimentos y energía— se ha moderado menos que la inflación general, pasando de las tasas interanuales del 1,2 % de mediados de 2013 al 0,7 % de diciembre. Desde entonces ha repuntado ligeramente, situándose la estimación preliminar de Eurostat para febrero de 2014 en el 1 %. La media de largo plazo de esta medida para el período transcurrido desde la introducción del euro en 1999 es del 1,5 %.

Los componentes principales de la cesta del IAPC, excluidos los alimentos y la energía, es decir, los precios de los bienes industriales no energéticos y los servicios, han registrado últimamente tasas de inflación relativamente bajas. En el recuadro 5 se muestra que factores externos, así como una demanda deprimida, han contribuido a la reducción de las presiones inflacionistas subyacentes. Factores externos como las perturbaciones de precios de las materias primas han tenido un impacto a la baja relativamente mayor en la tasa de variación de los precios de los bienes industriales no energéticos, mientras que la debilidad cíclica de la economía de la zona del euro, y especialmente en los países sometidos a tensiones, ha tenido un impacto a la baja relativamente más importante sobre el ritmo de avance de los precios de los servicios.

#### Recuadro 5

##### IMPACTO DE LOS PRECIOS DE LOS SERVICIOS Y DE LOS BIENES INDUSTRIALES NO ENERGÉTICOS EN EL RECENTE DESCENSO DE LA INFLACIÓN MEDIDA POR EL IAPC

En los dos últimos años, la inflación medida por el IAPC, excluidos la energía y los alimentos, se ha reducido desde el entorno del 1,5 % hasta un nivel históricamente bajo del 0,7 % en diciembre de 2013, antes de repuntar ligeramente a comienzos de 2014. Esta evolución es consecuencia de las caídas observadas en dos de sus componentes: el de bienes industriales no energéticos y el de servicios<sup>1</sup>. Ambos componentes tienden a verse afectados en distinto grado por factores externos e internos. En este recuadro se examina desde diferentes ángulos la evolución reciente de las tasas de variación de los precios de los servicios y de los bienes industriales no energéticos para entender mejor el reciente descenso de la inflación subyacente.

1 Para un análisis de los factores que explican las magnitudes habitualmente diferentes en el ritmo de avance de los precios de los servicios y de los bienes industriales no energéticos, véase el recuadro titulado «¿Por qué la inflación en los servicios es superior a la inflación en los bienes en la zona del euro?», *Boletín Mensual*, BCE, enero de 2009.

## Los factores externos incidieron con mayor fuerza en la inflación de los bienes industriales no energéticos

Los factores externos suelen tener un mayor impacto en la tasa de crecimiento de los precios de los bienes industriales no energéticos que en la de los servicios. Varios componentes de los bienes industriales no energéticos, como ordenadores y algunos aparatos eléctricos, o son importados o se producen internamente con un elevado contenido de importaciones. La desaceleración del ritmo de avance de la inflación en las economías emergentes y la apreciación del euro desde mediados de 2012 han ejercido, por lo tanto, un efecto moderador sobre la inflación de los bienes industriales no energéticos en la zona del euro, debido a la evolución más contenida del precio de las importaciones. Por el contrario, los precios de los servicios tienden a reflejar un impacto relativamente mayor de los costes de producción, sobre todo de los costes laborales en la economía interna.

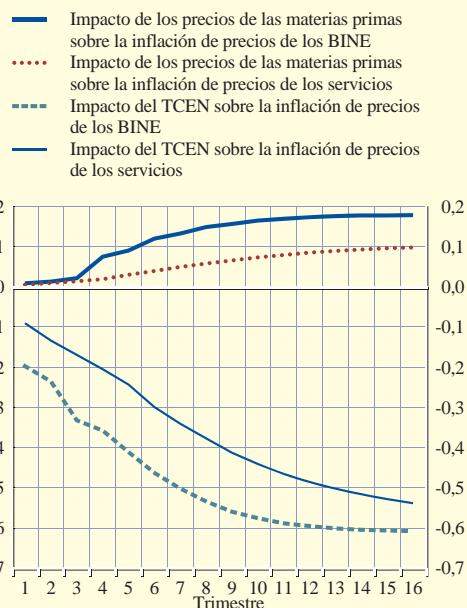
La distinta exposición a los factores externos puede obtenerse a partir de la respectiva sensibilidad de la inflación de los bienes industriales no energéticos y de los servicios a perturbaciones de tipo de cambio y de precios de las materias primas. Los análisis basados en modelos sugieren, en primer lugar, que un aumento del 10% en el tipo de cambio efectivo nominal del euro o en los precios de las materias primas tiene un efecto mayor en la tasa de avance de los precios de los bienes industriales no energéticos que en la de los servicios (véase gráfico A). En segundo lugar, una apreciación del 10% del tipo de cambio efectivo nominal tiene, en términos absolutos, un impacto más importante en la tasa de variación de los precios de los bienes industriales no energéticos y en la de los servicios que un incremento del 10% en los precios de las materias primas.

## Los factores de demanda internos son más evidentes en la inflación de los servicios en los países sometidos a tensiones

Los servicios incluyen muchas partidas, como sanidad, educación y servicios recreativos, que se producen internamente y cuyos precios reflejan, en gran medida, los costes laborales. Además, algunas partidas, como hostelería, suelen tener una elevada elasticidad de la demanda y, por lo tanto, los precios pueden ser muy sensibles a cambios en la renta real disponible de los hogares. Una manera de determinar el papel de los costes y los factores de demanda internos en la reciente evolución de la inflación es comparar la tasa de crecimiento de los precios de los bienes industriales no energéticos y de los servicios en los países de la zona del euro durante los dos últimos años. En los países sometidos

**Gráfico A Impacto de un aumento del 10 % del tipo de cambio efectivo nominal (TCEN) del euro o de los precios de las materias primas sobre la inflación de los precios de los bienes industriales no energéticos (BINE) y de los servicios**

(desviación de la base en puntos porcentuales; ejes de abscisas: trimestres después de la perturbación)

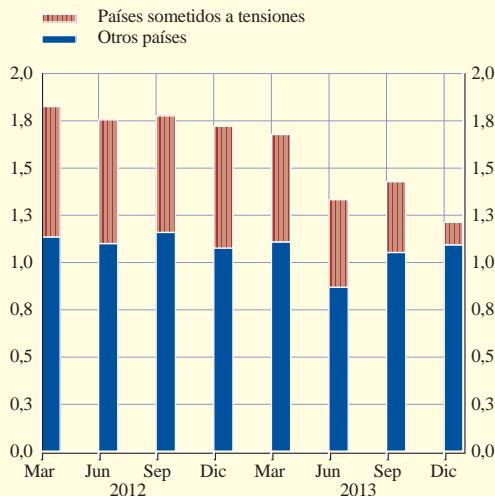


Fuente: Cálculo del BCE.

Nota: Los resultados de la estimación se basan en un método esbozado en «Pass-through of external shocks along the pricing chain. Panel estimation approach for the euro area», *Working paper Series*, n.º 1104, BCE, noviembre de 2009. Los precios de las materias primas proceden de HWWI e incluyen energía, alimentos y materias primas industriales.

**Gráfico B Inflación de los precios de los servicios y contribuciones de países sometidos a tensiones y de otros países**

(datos trimestrales; tasa de variación interanual y contribuciones)

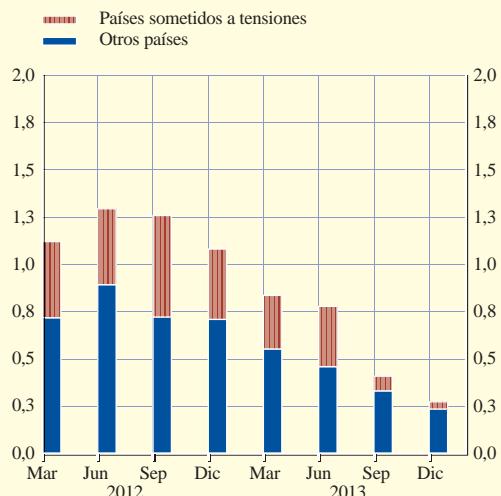


Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Nota: El grupo de países sometidos a tensiones incluye: Irlanda, Grecia, España, Italia, Chipre, Portugal y Eslovenia.

**Gráfico C Inflación de los precios de los bienes industriales no energéticos y contribuciones de países sometidos a tensiones y de otros países**

(datos trimestrales; tasa de variación interanual y contribuciones)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Nota: El grupo de países sometidos a tensiones incluye: Irlanda, Grecia, España, Italia, Chipre, Portugal y Eslovenia.

a tensiones en los mercados se han observado mayores ajustes a la baja de los salarios y los costes laborales y caídas más acusadas de la renta y la demanda que en otros países de la zona. Dependiendo del grado de competencia, la magnitud y el retardo con los que el ajuste de los costes laborales y la caída de la renta afectan al ritmo de crecimiento de los precios de los servicios pueden variar de un país a otro.

La disminución del ritmo de avance de los precios de los servicios en la zona del euro en los dos últimos años se ha debido, en gran medida, a una acusada reducción de la contribución del grupo de países que han estado sometidos a tensiones en los mercados (en este grupo se incluyen Irlanda, Grecia, España, Italia, Chipre, Portugal y Eslovenia). La contribución de otros países se ha mantenido básicamente inalterada (véase gráfico B). En cambio, la caída de la tasa de variación de los precios de los bienes industriales no energéticos ha sido relativamente generalizada en los países de la zona del euro (véase gráfico C), lo que confirma que los factores externos han tenido, en todos los países, un significativo impacto a la baja sobre la inflación.

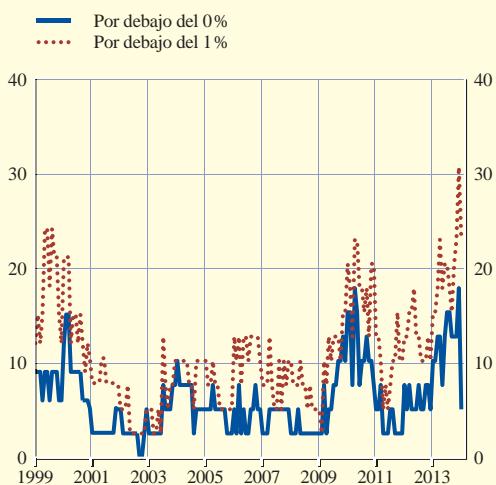
### Los porcentajes de partidas con tasas de variación interanual inferiores al 0 % no son inusualmente elevados

Para valorar correctamente los descensos relativos y los reducidos niveles de inflación de los precios de los bienes industriales no energéticos y de los servicios, resulta útil examinar hasta qué punto son generalizados o solo se observan en un número limitado de partidas. En principio, un retroceso generalizado y un nivel bajo de inflación podrían tener una mayor capacidad para afectar adversamente a las expectativas de inflación a largo plazo y, por tanto, reforzar las presiones desinflacionistas.

Los porcentajes de partidas con tasas de variación interanual inferiores a determinados umbrales, como el 1 % o el 0 %, sugieren que la debilidad del ritmo de avance de los precios de los bienes industriales

**Gráfico D Porcentajes de partidas del componente de servicios en el IAPC con tasa de variación interanual inferior al 1% y al 0%**

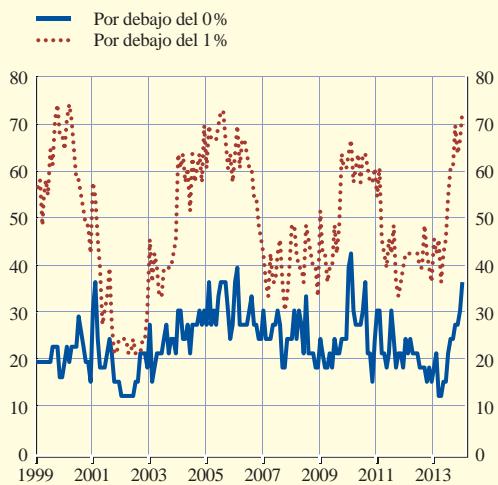
(porcentaje)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

**Gráfico E Porcentaje de partidas del componente de bienes industriales no energéticos en el IAPC con tasa de variación interanual inferior al 1% y al 0%**

(porcentaje)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

no energéticos y de los servicios se ha generalizado en los dos últimos años. Al mismo tiempo, los porcentajes no suelen ser inusualmente elevados si se comparan con los máximos de períodos anteriores. En el caso de los servicios, los porcentajes de partidas con tasas de crecimiento negativas y con tasas de variación inferiores al 1% aumentaron en 2013, en parte como consecuencia de algunos factores *ad hoc*, como la eliminación de determinadas tarifas médicas en Alemania, que contribuyeron a reducir los precios, en términos interanuales, de los servicios médicos y dentales. Los porcentajes de las partidas con tasas de crecimiento interanual negativas o inferiores al 1% disminuyeron entre diciembre de 2013 y enero de 2014 y se situaron en el 5% y el 23%, respectivamente. Estos últimos porcentajes son próximos o inferiores a los observados durante el máximo de 2010 (véase gráfico D).

En el caso de los precios de los bienes industriales no energéticos, los porcentajes de las partidas con tasas de variación interanual negativas o inferiores al 1% se incrementaron en 2013 y también en enero de 2014, y se situaron en el 36% y el 73%, respectivamente. Estas magnitudes también se han observado en anteriores períodos desinflacionistas (véase gráfico E). Además, las partidas cuyos precios han experimentado caídas recientemente también las han registrado, esporádicamente, en el pasado.

Para concluir, tanto los factores de oferta externos como los factores de demanda internos han contribuido al descenso de la inflación medida por el IAPC, excluidos la energía y los alimentos, en los dos últimos años. Los factores externos, como los menores precios de las materias primas, parecen haber tenido un impacto a la baja relativamente más importante en el ritmo de avance de los precios de los bienes industriales no energéticos, mientras que la debilidad cíclica de la economía de la zona del euro ha tenido un efecto relativamente mayor en la reducción de la tasa de variación de los precios de los servicios. Esta reducción se debió, principalmente, a la menor contribución de los países en dificultades, mientras que la disminución de la tasa de crecimiento de los precios de los bienes industriales

no energéticos ha sido generalizada en todos los países de la zona del euro. Por último, la evolución hacia una inflación subyacente más baja ha sido generalizada en todos los subcomponentes, pero los porcentajes de las partidas con tasas de crecimiento interanual negativas no son elevados si se comparan con anteriores períodos desinflacionistas. De cara al futuro, según las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE de marzo de 2014, se prevé que la media de la inflación subyacente medida por el IAPC —es decir, de las tasas de variación de los precios de los bienes industriales no energéticos y de los servicios, tomadas en conjunto— se mantenga sin cambios en el 1,1% en 2014, antes de aumentar hasta el 1,4% en 2015 y hasta el 1,7% en 2016.

La tasa de variación interanual de los precios de los bienes industriales no energéticos se redujo desde el 0,7% de mediados de 2013 hasta el 0,2% de enero de 2014, como consecuencia, principalmente, de los precios de los bienes de consumo duradero, si bien volvió a repuntar hasta situarse en el 0,6% en febrero de 2014, según la estimación preliminar de Eurostat.

La tasa de variación interanual del componente de servicios, que es el mayor componente del IAPC, descendió desde el 1,5% registrado en los meses de verano de 2013 hasta el 1% de diciembre. No obstante, parte del retroceso observado en diciembre en el ritmo de avance de los precios de los servicios estuvo relacionado con factores estadísticos propios de cada país, como el impacto de los cambios en las prácticas de recogida de los precios para el IAPC en Alemania. En enero de 2014, la tasa de crecimiento de los precios de los servicios fue del 1,2% y, según la estimación preliminar de Eurostat, subió adicionalmente hasta el 1,3% en febrero.

La menor inflación subyacente en comparación con la registrada en el verano de 2013 también refleja un impacto más reducido de las medidas relativas a los impuestos indirectos. En primer lugar, las medidas aplicadas en los últimos años en una serie de Estados miembros en relación con las necesidades de consolidación fiscal se han excluido del cálculo de las tasas interanuales. En segundo lugar, en algunos países, la traslación de las recientes subidas de los impuestos indirectos, en un entorno de atonía de la demanda, ha sido menor de lo esperado.

### 3.2 PRECIOS INDUSTRIALES

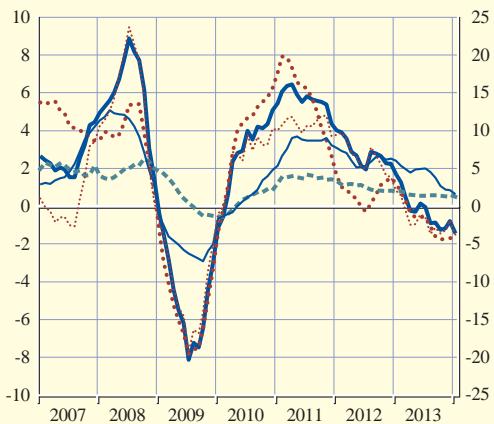
Las presiones latentes sobre la cadena de precios volvieron a relajarse en la última parte de 2013 y a principios de 2014 (véanse cuadro 9 y gráfico 42). La moderación de las presiones inflacionistas a nivel de los productores refleja la debilidad de la demanda y de la actividad económica, así como una evolución contenida de los precios de la energía y las materias primas no energéticas. Los precios industriales también pueden haberse visto sometidos a presiones debido a los efectos de la apreciación del euro y al esfuerzo de los productores de la zona del euro por mantener sus cuotas de mercado. A este respecto, la tasa de variación de los precios industriales en el sector manufacturero para las ventas en mercados de fuera de la zona del euro se ha moderado recientemente más que la de las ventas en mercados nacionales.

En promedio, la inflación de los precios industriales (excluida la construcción) ha registrado tasas de crecimiento interanuales negativas desde julio de 2013, y se situó en el -1,4% en enero de 2014. En comparación con diciembre de 2013, este retroceso se debió básicamente al componente de energía. En enero, la tasa de variación interanual de los precios industriales, excluidas la construcción y la energía, fue del -0,4%, una cifra prácticamente idéntica a la de meses anteriores.

**Gráfico 42 Desagregación de los precios industriales**

(tasas de variación interanual; datos mensuales)

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

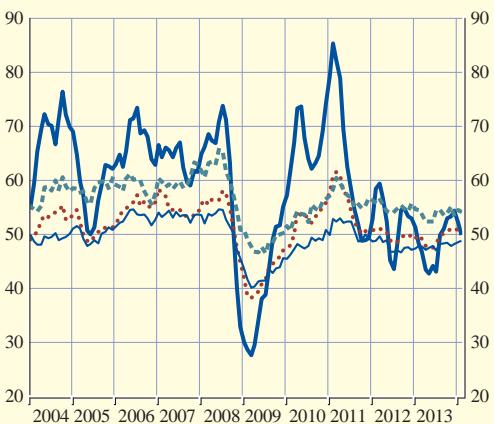


Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

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

(índices de difusión; datos mensuales)

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



Fuente: Markit.

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

Los datos de precios industriales indican que las presiones latentes sobre el ritmo de avance de los precios de los bienes industriales no energéticos en el IAPC se han mantenido relativamente estables en niveles muy bajos cuando se consideran las últimas fases de la cadena de precios. El IPRI de los bienes de consumo no alimenticios siguió una continua tendencia a la baja en 2012 y comienzos de 2013, pero desde abril del año pasado se ha estabilizado en unas tasas de crecimiento interanual reducidas, aunque ligeramente positivas. Los datos de encuestas más recientes también indican unas presiones latentes contenidas, aunque estables. El índice de directores de compras de comercio al por menor (PMI) relativo a los precios de los bienes intermedios de los establecimientos de venta de productos no alimenticios rondó (en términos de medias móviles de tres meses) su media histórica entre octubre de 2013 y febrero de 2014. En las primeras fases de la cadena de precios, las presiones latentes sobre los precios también han permanecido básicamente estables en unos niveles reducidos, y las tasas de variación interanual del IPRI de los sectores de bienes intermedios y de los precios de las materias primas siguen oscilando dentro de bandas relativamente estrechas situadas en territorio negativo.

Las presiones latentes sobre la inflación de los alimentos, medida por el IAPC, siguieron moderándose tanto en las primeras como en las últimas fases de la cadena de precios. La tasa de variación interanual de los precios de producción de bienes alimenticios se situó en el 0,6% en enero de 2014 y ha disminuido gradualmente tras registrar tasas de alrededor del 3% a mediados de 2013. Los datos basados en encuestas procedentes del PMI relativo a los precios de los bienes intermedios y a los márgenes de los comercios minoristas de alimentación experimentaron un cierto repunte en febrero, aunque permanecieron por debajo de los valores observados a finales de 2013. En las primeras fases de la cadena de precios, las tasas de variación interanual de los precios agrícolas en origen de la UE y de los precios internacionales de las materias primas alimenticias en euros aumentaron a comienzos de 2014 (hasta enero y febrero, respectivamente), aunque siguieron siendo claramente negativas.

Con carácter más general, los últimos datos procedentes de las encuestas PMI y de la Comisión Europea disponibles hasta febrero confirman las presiones contenidas sobre los precios industriales (véase gráfico 43). En el sector manufacturero se registraron descensos moderados de los índices PMI de precios de los bienes intermedios y de precios de venta respecto a enero. En el caso del sector servicios, los dos subíndices permanecieron prácticamente invariables en febrero. Todos los subíndices se mantuvieron próximos al umbral de 50 y en sus medias de largo plazo o por debajo de ellas. Los datos de la encuesta de la Comisión Europea sobre las expectativas de precios de venta para el conjunto de la industria cayeron en febrero y se siguen situando muy por debajo de su media de largo plazo desde 1999.

### 3.3 INDICADORES DE COSTES LABORALES

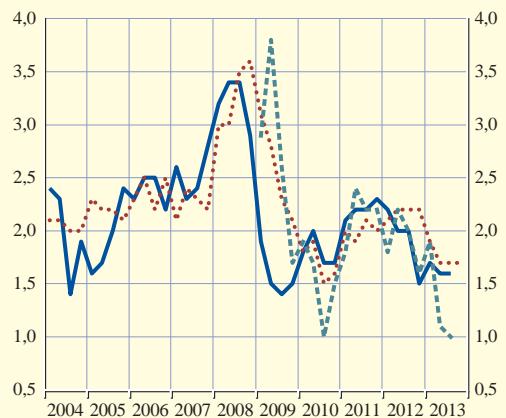
Como muestran los indicadores de costes laborales más recientes, las presiones inflacionistas procedentes de los mercados de trabajo nacionales se mantuvieron contenidas en 2013 (véanse cuadro 10 y gráfico 44). Como consecuencia de la desigual recuperación económica en la zona del euro, los costes laborales crecieron a unas tasas más altas en los países cuyos mercados de trabajo muestran una relativa capacidad de resistencia, y solo aumentaron levemente o incluso cayeron en los países que están inmersos en un proceso de ajuste económico y en los que persisten tasas de desempleo elevadas.

A nivel agregado de la zona del euro, la remuneración por asalariado creció un 1,6%, en tasa interanual, en el tercer trimestre de 2013, manteniéndose prácticamente sin cambios con respecto a las tasas de crecimiento de trimestres anteriores. Al mismo tiempo, debido a una mejora gradual del crecimiento de la productividad, el crecimiento interanual de los costes laborales unitarios volvió a descender, desde unas tasas del 1,2% y el 1,8% en el segundo y primer trimestre, respectivamente, hasta el 1% del tercer trimestre.

**Gráfico 44 Indicadores de costes laborales**

(tasas de variación interanual; datos trimestrales)

— Remuneración por asalariado  
··· Salarios negociados  
--- Costes laborales por hora



Fuentes: Eurostat, datos nacionales y cálculos del BCE.

Nota: Los datos se refieren al Euro-18.

**Cuadro 10 Indicadores de costes laborales**

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

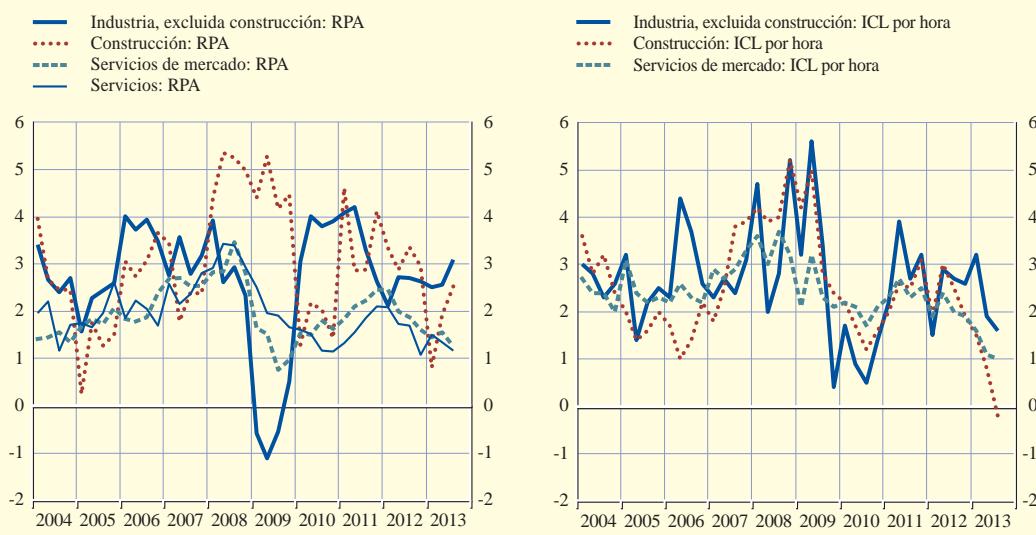
	2012	2013	2012 IV	2013 I	2013 II	2013 III	2013 IV
Salarios negociados	2,2	1,8	2,2	1,9	1,7	1,7	1,7
Costes laborales por hora	1,9	1,6	1,6	1,9	1,1	1,0	-
Remuneración por asalariado	1,8	1,5	1,5	1,7	1,6	1,6	-
<i>Pro memoria:</i>							
Productividad del trabajo	0,0	-	-0,3	-0,2	0,4	0,6	-
Costes laborales unitarios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

Fuentes: Eurostat, datos nacionales y cálculos del BCE.

Nota: Los datos se refieren al Euro-18.

**Gráfico 45 Evolución de los costes laborales por sectores**

(tasas de variación interanual; datos trimestrales)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.  
Nota: Los datos se refieren al Euro-18. RPA = remuneración por asalariado; ICL = índice de costes laborales.

La tasa de crecimiento interanual de los costes laborales por hora totales experimentó un nuevo descenso —hasta el 1,0%— en el tercer trimestre, frente al 1,1% del segundo trimestre y el 1,9% del primero. La desaceleración del crecimiento de los costes laborales por hora refleja una reducción del crecimiento de los costes laborales por hora en la economía de mercado, que se vio compensada, en parte, por un alza en el sector mayoritariamente no de mercado. Dentro de la economía de mercado, el crecimiento interanual de los costes laborales por hora cayó, sobre todo, en el sector de la construcción y algo menos en los servicios de mercado y en la industria (véase gráfico 45).

Los salarios negociados de la zona del euro, el único indicador de costes laborales disponible para el cuarto trimestre de 2013, crecieron a una tasa interanual del 1,7%, sin cambios con respecto a los dos trimestres anteriores. En el conjunto de 2013, la tasa de crecimiento de los salarios negociados descendió 0,4 puntos porcentuales en comparación con el año anterior, lo que refleja el persistente estado de debilidad de los mercados de trabajo en muchos países de la zona del euro.

### 3.4 EVOLUCIÓN DE LOS BENEFICIOS EMPRESARIALES

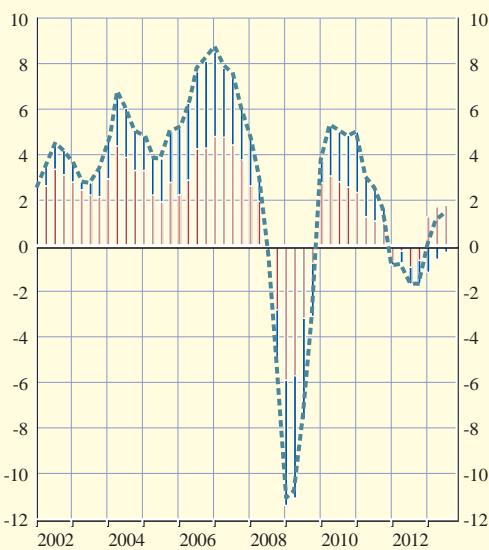
El crecimiento de los beneficios empresariales (medidos en términos del excedente bruto de explotación) repuntó en los tres primeros trimestres de 2013 (véase gráfico 46). El fortalecimiento experimentado por los beneficios, hasta el 1,7% en el tercer trimestre de 2013, frente al 0,1% del primer trimestre, refleja tanto una tasa de crecimiento interanual del PIB menos negativa como un aumento de la tasa de crecimiento de los beneficios unitarios (es decir, los beneficios por unidad de producto).

Por lo que respecta a los principales sectores económicos, el fortalecimiento de los beneficios estuvo impulsado por la evolución del sector de servicios de mercado (véase gráfico 47). En este sector, el crecimiento interanual de los beneficios aumentó desde el 0,2% registrado en el primer trimestre de

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

(tasas de variación interanual; datos trimestrales)

- Producto (crecimiento del PIB)
- Beneficio por unidad de producto
- - - Beneficios (excedente bruto de explotación)

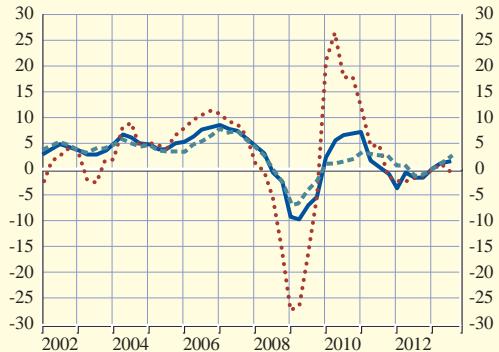


Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.  
Nota: Los datos se refieren al Euro-18

**Gráfico 47 Evolución de los beneficios en la zona del euro por principales ramas de actividad**

(tasas de variación interanual; datos trimestrales)

- Total economía
- Industria
- - - Servicios de mercado



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

2013 hasta el 2,4 % del tercer trimestre, y el nivel de beneficios casi volvió a los máximos registrados a principios de 2008. En el sector industrial, los signos de recuperación de los beneficios son menos claros. En términos interanuales, el crecimiento de los beneficios pasó a ser positivo en este sector en el segundo trimestre de 2013, tras seis trimestres de tasas negativas, si bien volvió a caer hasta niveles negativos en el tercer trimestre. El nivel de beneficios en este sector aún es muy inferior al registrado en 2008.

### 3.5 PERSPECTIVAS DE INFLACIÓN

Sobre la base de la información disponible y de los precios vigentes de los futuros sobre materias primas energéticas, se prevé que las tasas de inflación interanual medida por el IAPC se mantengan en torno a los niveles actuales en los próximos meses. Más adelante, las tasas de inflación deberían aumentar gradualmente y alcanzar niveles más cercanos al 2 %, en consonancia con las expectativas de inflación a medio y largo plazo para la zona del euro.

En cuanto a las perspectivas a corto plazo de los principales componentes, las proyecciones indican que la tasa de variación interanual de los precios de la energía seguirá estando contenida, como consecuencia principalmente del descenso de los precios del petróleo implícitos en los mercados de futuros. El perfil de la tasa de variación de los precios de la energía también se caracterizará por cierta volatilidad asociada a efectos de base positivos y negativos<sup>1</sup>.

1 Véase el recuadro titulado «Base effect from the volatile components of the HICP and their impact on HICP inflation in 2014», en la versión en inglés del *Boletín Mensual*, BCE, febrero de 2014.

Las perspectivas a corto plazo de la tasa de variación de los precios de los alimentos no elaborados se caracterizan por la moderación adicional de las perturbaciones relacionadas con las condiciones climatológicas de 2013 sobre los precios de las frutas y de las verduras y hortalizas. Así pues, se prevé que las tasas de crecimiento interanual vuelvan a descender hasta el verano de 2014 antes de repuntar en meses posteriores del año.

Se espera que la tasa de variación interanual de los precios de los alimentos elaborados siga moderándose gradualmente hasta mediados de 2014 y que se estabilice en la segunda mitad del año. Esta moderación refleja principalmente la traslación de la caída de los precios agrícolas en origen de la UE observada desde mayo de 2013, que fue compensada en parte a comienzos de 2014 por nuevas subidas de los impuestos especiales sobre el tabaco en algunos países.

Se prevé que el ritmo de avance de los precios de los bienes industriales no energéticos aumente progresivamente en la primera mitad de 2014, antes de estabilizarse. Pese al aumento paulatino observado en la primera mitad de 2014, se espera que se mantenga en tasas inferiores a la media de largo plazo, reflejando una demanda de consumo todavía relativamente débil, así como el impacto moderador de los precios de los bienes importados (asociado a la anterior apreciación del euro y a la reducida inflación a escala mundial).

Se considera que la tasa de variación interanual de los precios de los servicios fluctuará en torno a los niveles actuales hasta los meses de verano, con cierta volatilidad en marzo y abril debido al efecto de base asociado a las tempranas fechas de Semana Santa en 2013. Así pues, se espera que la inflación de los servicios aumente ligeramente a finales de 2014, como consecuencia, en parte, no solo de los efectos de base asociados a los movimientos a la baja observados a finales de 2013, sino también de la moderada mejora de la actividad económica y de un crecimiento algo mayor de los salarios en algunos países.

A medio plazo, se espera que las presiones inflacionistas subyacentes en la zona del euro permanezcan contenidas. Las proyecciones macroeconómicas de marzo de 2014 elaboradas por los expertos del BCE para la zona del euro prevén que la inflación interanual medida por el IAPC se sitúe en el 1 % en 2014, el 1,3 % en 2015 y el 1,5 % en 2016. En el último trimestre de 2016, las proyecciones señalan que la inflación interanual medida por el IAPC será del 1,7 %. En comparación con las proyecciones macroeconómicas de diciembre de 2013 elaboradas por los expertos del Eurosistema, la previsión de inflación para 2014 se ha revisado ligeramente a la baja. En vista de la publicación, por primera vez, de un horizonte de proyección de tres años en las proyecciones macroeconómicas de marzo de 2014 elaboradas por los expertos del BCE, debe hacerse hincapié en que las proyecciones están condicionadas a una serie de supuestos técnicos, tales como unos tipos de cambio invariables y una caída de los precios del petróleo, y en que la incertidumbre que rodea a las proyecciones aumenta con la duración del horizonte de proyección. (Véase el artículo titulado «Proyecciones macroeconómicas de marzo de 2014 elaboradas por los expertos del BCE»).

Las expectativas de inflación a medio y largo plazo para la zona del euro permanecen firmemente ancladas en consonancia con el objetivo de mantener las tasas de inflación por debajo del 2 %, aunque próximas a este valor. Se considera que los riesgos al alza y a la baja para las perspectivas de evolución de los precios son limitados y están, en general, equilibrados en el medio plazo.

## 4 PRODUCTO, DEMANDA Y MERCADO DE TRABAJO

EL PIB real de la zona del euro aumentó un 0,3%, en tasa intertrimestral, en el último trimestre de 2013, incrementándose, así, por tercer trimestre consecutivo. La evolución de los indicadores de confianza basados en encuestas hasta febrero es coherente con el mantenimiento de un crecimiento moderado también en el primer trimestre de este año. De cara al futuro, se espera que la recuperación actual prosiga, aunque a un ritmo lento. En particular, deberían materializarse algunas mejoras adicionales en la demanda interna, favorecidas por la orientación acomodaticia de la política monetaria, una mejora de las condiciones de financiación y los avances realizados en la consolidación fiscal y en las reformas estructurales. Además, las rentas reales se han visto respaldadas por el descenso de los precios de la energía. Se espera asimismo que la actividad económica se vea impulsada por un fortalecimiento gradual de la demanda de exportaciones de la zona del euro. Al mismo tiempo, aunque el desempleo en la zona se está estabilizando, continúa siendo elevado, y los necesarios ajustes en los balances de los sectores público y privado seguirán afectando al ritmo de la recuperación económica.

En las proyecciones macroeconómicas de marzo de 2014 elaboradas por los expertos del BCE para la zona del euro se prevé que el PIB real aumente un 1,2% en 2014, un 1,5% en 2015 y un 1,8% en 2016. Si se compara con las proyecciones macroeconómicas de diciembre de 2013 elaboradas por los expertos del Eurosistema, el crecimiento del PIB real para 2014 se ha revisado ligeramente al alza. Los riesgos en torno a las perspectivas económicas de la zona del euro siguen siendo a la baja.

### 4.1 PIB REAL Y COMPONENTES DE LA DEMANDA

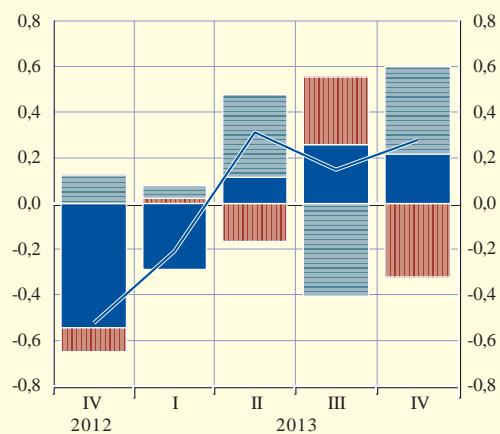
El PIB real volvió a aumentar en el último trimestre de 2013 un 0,3% en tasa intertrimestral, tras haber experimentado un crecimiento positivo en los dos trimestres anteriores (véase gráfico 48). Esta evolución contrasta con el prolongado período de crecimiento negativo observado entre el cuarto trimestre de 2011 y el primer trimestre de 2013. La recuperación actual, que en gran medida refleja un cambio de tendencia en el ciclo de demanda interna, se ha visto impulsada por una mejora de la confianza empresarial y de los consumidores y una disminución de la incertidumbre. Además, la recuperación de la zona del euro se ha ampliado tanto desde una perspectiva del gasto como de la producción.

Los resultados del cuarto trimestre de 2013 fueron consecuencia de la sostenida contribución positiva de la demanda interna al crecimiento, atribuible a un avance de la inversión especialmente significativo. Al mismo tiempo, la demanda exterior neta se tornó nuevamente positiva, debido sobre todo al débil crecimiento de las importaciones. Estos resultados se vieron contrarrestados parcialmente por una aportación negativa de la variación de existencias al crecimiento. Los indicadores de opinión más recientes son coherentes con un mantenimiento del crecimiento positivo en el primer trimestre de 2014, tal vez respaldado también por las temperaturas inusualmente suaves registradas este invierno en algunos países. Se prevé que el crecimiento siga siendo

Gráfico 48 Crecimiento del PIB real y contribuciones

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

■ Demanda interna (excl. existencias)  
■ Variación de existencias  
■ Demanda exterior neta  
— Crecimiento total del PIB



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

moderado a lo largo de 2014 y que repunte ligeramente en 2015 (véase el artículo titulado «Proyecciones macroeconómicas de marzo de 2014 elaboradas por los expertos del BCE para la zona del euro», en el presente Boletín Mensual).

### CONSUMO PRIVADO

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

El reciente fortalecimiento de la dinámica del consumo privado ha reflejado principalmente la evolución de la renta real disponible. La renta agregada, que durante un largo período se ha visto mermada por la caída del empleo, está viéndose favorecida cada vez más por unos mercados de trabajo más estables y por una moderación de la carga fiscal. Asimismo, la baja inflación está sustentando las rentas reales. En el tercer trimestre de 2013, la renta real disponible se situó solo ligeramente por debajo del nivel observado un año antes, lo que supone una clara mejora en comparación con finales de 2012 y principios de 2013, cuando la renta se redujo en torno a un 2 %, en términos interanuales. Al mismo tiempo, la tasa de ahorro de los hogares se mantuvo sin cambios, en un nivel reducido, entre el segundo y el tercer trimestre de 2013.

Por lo que respecta a la dinámica a corto plazo en el primer trimestre de 2014, los indicadores tanto cuantitativos como cualitativos sugieren, en general, una ligera mejora adicional del gasto en consumo. En enero, las ventas del comercio al por menor repuntaron un 1,6 %, en tasa intermensual, hasta situarse un 1 % por encima de la media registrada en el cuarto trimestre de 2013. Además, el índice de directores de compras (PMI) del comercio al por menor aumentó en enero de 2014, hasta alcanzar un nivel compatible con el crecimiento, su mejor dato desde abril de 2011. Esta evolución representa una clara mejora con respecto al cuarto trimestre de 2013. En los dos primeros meses de 2014, el indicador de confianza del comercio al por menor de la Comisión Europea fue, en promedio, muy superior al registrado en el cuarto trimestre del año pasado, y se situó por encima de su media de largo plazo. Sin embargo, las matriculaciones de automóviles cayeron un 9 %, en tasa intermensual, en enero, señalando un comienzo negativo para el primer trimestre. Este acusado retroceso y el relativamente robusto cuarto trimestre fueron resultado de la aplicación de subidas impositivas en algunos países a principios de año. Es probable que las adquisiciones de automóviles y de otros bienes

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

(datos mensuales)

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



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

1) Tasas de variación interanual; medias móviles de tres meses; datos ajustados por días laborables; incluido el combustible.

2) Saldos netos; datos desestacionalizados ajustados a la media.

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

de precio elevado mantengan su debilidad en los próximos meses. En enero y febrero, el indicador de la Comisión Europea de grandes compras esperadas se situó en un nivel próximo al registrado en el cuarto trimestre de 2014, fluctuando en torno a niveles deprimidos compatibles con la falta de dinamismo del consumo de bienes duraderos. Finalmente, según la Comisión Europea, la confianza de los consumidores de la zona del euro disminuyó entre enero y febrero. Con todo, el índice, que había seguido una tendencia al alza desde comienzos de 2013, sigue manteniéndose por encima del nivel medio registrado en el cuarto trimestre, lo que sugiere moderadas mejoras adicionales del gasto en consumo (véase gráfico 49). Actualmente, el índice fluctúa en torno a su media histórica.

### **INVERSIÓN**

La formación bruta de capital fijo siguió recuperándose en el cuarto trimestre de 2013, con una tasa de crecimiento intertrimestral del 1,1 %, tras aumentar un 0,6 % en el trimestre anterior. Esta recuperación indica el final de la importante caída de la inversión observada en los dos últimos años, debida a una combinación de fragilidad de la demanda y de los beneficios, elevada incertidumbre y restricciones de financiación. No obstante, el nivel se mantiene casi un 20 % por debajo del observado en el primer trimestre de 2008.

Todavía no se dispone de la desagregación de la formación de capital para el cuarto trimestre de 2013. No obstante, los indicadores de corto plazo para la zona del euro sugieren un cierto crecimiento de la inversión, excluida la construcción, que representa la mitad de la inversión total, ya que la producción de bienes de equipo registró un repunte y la tasa de utilización de la capacidad productiva se incrementó ligeramente. Además, en líneas generales, se observó una mejora en los indicadores de opinión, como el índice PMI de las manufacturas y el indicador de confianza de la Comisión Europea para el sector de bienes de equipo. Asimismo, los datos disponibles para los países más grandes de la zona correspondientes a la inversión, excluida la construcción, apuntan a una recuperación sostenida. Tras un tercer trimestre en el que se registraron valores positivos, es probable que la inversión en construcción tanto residencial como no residencial haya mantenido su debilidad, dado que, en ese sector, la demanda sigue siendo limitada. Como resultado, el índice de producción de la construcción se redujo, en tasa intertrimestral, en el cuarto trimestre.

Por lo que se refiere al primer trimestre de 2014, los pocos indicadores adelantados disponibles apuntan, en general, a un moderado crecimiento adicional de la formación de capital, excluida la construcción, en la zona del euro. Los valores de febrero correspondientes al PMI de las manufacturas y a su componente de nuevos pedidos registraron una nueva subida, y los datos procedentes de las encuestas de la Comisión Europea sobre la valoración que realizan las empresas de sus carteras de pedidos y sus expectativas de producción, disponibles hasta febrero, también mostraron una mejora. Por otra parte, la encuesta sobre préstamos bancarios en la zona del euro para el cuarto trimestre de 2013 apunta a unas condiciones de financiación menos restrictivas para el crédito concedido con fines de inversión. Estos resultados están básicamente en línea con el patrón de recuperación posterior a crisis financieras anteriores.

Se espera que la inversión, excluida la construcción, repunte de forma gradual en 2014, todavía frenada por la confianza —aún no recuperada totalmente— y el débil crecimiento de los préstamos, asociado, entre otros factores, al desapalancamiento en curso de las entidades de crédito y de las empresas en varios países de la zona del euro. Se prevé que la inversión en construcción sea muy contenida a comienzos de 2014, debido al prolongado ajuste en algunos mercados inmobiliarios de la zona del euro, a los reducidos niveles de confianza actuales y a la falta de demanda en el sector. Los datos de las encuestas correspondientes a la inversión en construcción sugieren que es probable que registre un ligero descenso

en el primer trimestre de 2014, dado que los valores de los indicadores PMI de enero relativos a la producción de la construcción y, en particular, a los nuevos pedidos están por debajo de 50 y han disminuido con respecto a los valores para el cuarto trimestre.

## CONSUMO PÚBLICO

En términos reales, la variación del consumo público se tornó negativa en el cuarto trimestre de 2013. Si se consideran las tendencias subyacentes de los componentes individuales, el descenso parece haberse debido, principalmente, a una acusada contracción del gasto en consumos intermedios, que supone ligeramente menos de un cuarto del gasto total en consumo público, como parte del proceso de consolidación fiscal en marcha. En cambio, la remuneración de los empleados públicos, que representa casi la mitad del consumo público total, se incrementó, aunque a un ritmo ligeramente menor. Además, las transferencias sociales en especie, que incluyen partidas como el gasto en sanidad, continuaron creciendo a un ritmo estable. De cara al futuro, la contribución del consumo público a la demanda interna se prevé que continúe siendo limitada en los próximos trimestres, pues sigue siendo necesario adoptar nuevas medidas de consolidación fiscal en algunos países (véase sección 5).

## EXISTENCIAS

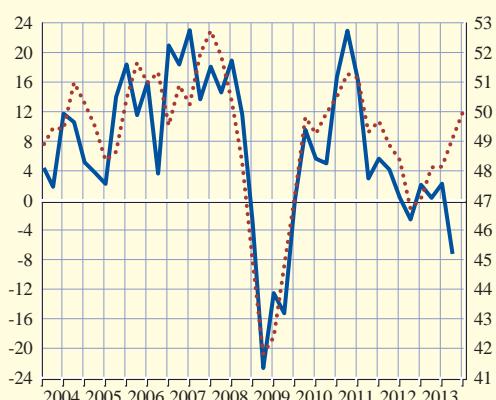
En el cuarto trimestre de 2013, la variación de existencias realizó una contribución negativa, de -0,3 puntos porcentuales, al crecimiento intertrimestral del PIB, tras la aportación positiva de la misma magnitud efectuada en el trimestre anterior. Teniendo en cuenta el carácter incierto de las primeras estimaciones de las series de contabilidad nacional, esta evolución algo opuesta de las existencias durante el segundo semestre de 2013 también refleja en parte una evolución igualmente diferente de la demanda exterior neta. De hecho, constituye una regularidad empírica la correlación bastante fuerte (negativa) existente entre estos dos agregados, que, en líneas generales, se debe al impacto mecánico sobre las existencias de los flujos de exportaciones e importaciones que se producen cuando los bienes cruzan las fronteras. Así pues, la aceleración y la desaceleración de estos flujos comerciales de un trimestre a otro se traducen en contribuciones de la demanda exterior neta al crecimiento intertrimestral, que se ven contrarrestadas en parte por los movimientos de las existencias.

En conjunto, la evolución más reciente pone fin a una secuencia de contribuciones de las existencias al crecimiento ininterrumpidamente negativas (y por tanto recesivas) entre mediados de 2011 y finales de 2012, que ascendieron a -1 punto porcentual, en términos acumulados, casi la misma magnitud que la caída acumulada del PIB durante ese período. En 2013, las aportaciones de las existencias al crecimiento fueron más volátiles, pero solo ligeramente negativas cuando se acumulan en términos anuales. Así pues, en 2014, en el contexto de la recuperación económica en curso que muestran los resultados de las encuestas, es bastante probable que la contribución de las existencias al crecimiento sea neutral o moderada (véase gráfico 50),

**Gráfico 50 Variación de existencias en la zona del euro**

(mm de euros; índices de difusión)

— Contabilidad nacional (escala izquierda)  
.... PMI (escala derecha)



Fuentes: Markit, Eurostat y cálculos del BCE.

Notas: Los datos se refieren al Euro-18. Contabilidad nacional: variación de existencias en términos nominales. PMI: media de existencias de productos intermedios y terminados en las manufacturas y de existencias en el comercio al por menor.

## COMERCIO EXTERIOR

Las exportaciones de bienes y servicios de la zona del euro repuntaron en el cuarto trimestre de 2013, aumentando un 1,2 %, en tasa intertrimestral (véase gráfico 51). Este aumento fue posterior a la moderación transitoria que se observó en el tercer trimestre y que fue consecuencia, fundamentalmente, de la debilidad de la demanda exterior y, en menor medida, de la apreciación del euro en términos efectivos nominales. Mientras que las exportaciones a Estados Unidos, Japón, China y América Latina fueron especialmente moderadas, las exportaciones a otras economías de Asia y a países de Europa no pertenecientes a la zona del euro continuaron fortaleciéndose.

Las importaciones de la zona del euro registraron un leve crecimiento intertrimestral del 0,4 % en el cuarto trimestre de 2013, tras una vigorosa recuperación en los dos trimestres anteriores, lo que es atribuible a la mejora gradual observada en la demanda interna de la zona del euro. Las importaciones de los principales socios comerciales fueron moderadas, sobre todo las procedentes de los países europeos no pertenecientes a la zona del euro. Como el crecimiento de las importaciones fue más débil que el de las exportaciones, la contribución de la demanda exterior neta al crecimiento del PIB pasó a ser positiva en el cuarto trimestre (0,4 puntos porcentuales).

Los indicadores de opinión disponibles apuntan a una mejora de las exportaciones de la zona del euro en el corto plazo. El PMI de nuevos pedidos exteriores mejoró significativamente en el cuarto trimestre, situándose muy por encima de 50, el umbral de expansión, y continuó aumentando adicionalmente en los dos primeros meses de 2014. En febrero se situó en 54,5, ligeramente por debajo de la cifra de enero, que fue la más alta desde mediados de 2011. El indicador de la Comisión Europea relativo a la cartera de pedidos exteriores ha mostrado una mejora continua desde abril de 2013, y en febrero de 2014 alcanzó su nivel más alto desde principios de 2012. Ambos indicadores se sitúan en niveles compatibles con un crecimiento moderado de las exportaciones en el corto plazo, un panorama que también se ve respaldado por el aumento general de la demanda exterior. Es probable, asimismo, que las importaciones de la zona del euro registren un nuevo incremento en el futuro próximo, aunque a un ritmo tímido, prácticamente en línea con la gradual recuperación de la demanda interna.

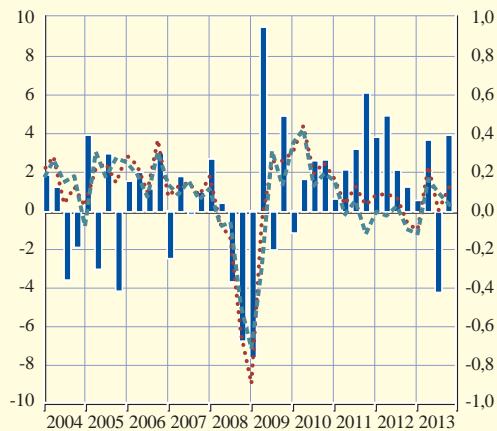
## 4.2 PRODUCTO POR RAMAS DE ACTIVIDAD

Si se considera el lado de las cuentas nacionales correspondiente a la producción, el valor añadido total volvió a crecer un 0,4 %, en tasa intertrimestral, en el cuarto trimestre de 2013. Este aumento, que constituye el tercer incremento consecutivo del valor añadido total, tras seis trimestres de contracción, fue generalizado en todos los sectores. El valor añadido de los servicios se ha situado, desde comienzos de 2011, ligeramente por encima de su máximo anterior a la crisis de 2008, mientras que el valor añadido de la industria, en particular de la construcción, se ha mantenido en niveles inferiores a los máximos

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

(tasas de variación intertrimestral; puntos porcentuales)

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



Fuentes: Eurostat y BCE.

Nota: Los datos se refieren al Euro-18.

anteriores a la crisis. Los indicadores de corto plazo apuntan a una nueva subida del valor añadido total en el primer trimestre de 2014, próxima a las tasas de crecimiento positivas observadas desde el segundo trimestre del año pasado.

### INDUSTRIA, EXCLUIDA LA CONSTRUCCIÓN

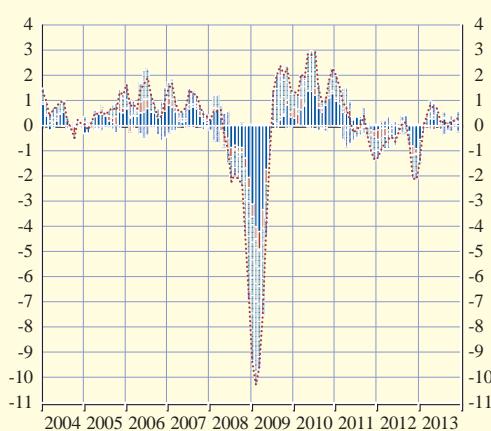
El valor añadido de la industria, excluida la construcción, aumentó un 0,6 %, en tasa intertrimestral, en el cuarto trimestre de 2013, tras un ligero avance en el trimestre anterior. Sin embargo, la producción solo creció de forma moderada, habiendo sido nula (en términos intertrimestrales) en el trimestre precedente (véase gráfico 52). Este crecimiento intertrimestral estuvo impulsado por los bienes de equipo, los bienes de consumo no duradero y, especialmente, los bienes intermedios, que siguieron siendo la variable que más contribuyó a la diferencia con respecto a los niveles de producción anteriores a la crisis. La evolución más reciente observada en la industria ha coincidido con una mejora de la demanda, como indican las encuestas de opinión de la Comisión Europea.

De cara al futuro, los indicadores de corto plazo señalan una expansión moderada de la actividad en la industria en el primer trimestre de 2014. En el cuarto trimestre de 2013, el indicador del BCE de nuevos pedidos industriales, excluido el material de transporte pesado, que se ve menos influido por los pedidos a gran escala que el indicador de nuevos pedidos totales, registró un avance del 0,2 %, en tasa intertrimestral, inferior al del trimestre anterior. No obstante, los datos de las encuestas de la Comisión Europea indican que las expectativas sobre la cartera de pedidos para los tres próximos meses mejoraron adicionalmente en el período de tres meses transcurrido hasta febrero. Además, en enero y febrero de este año,

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

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

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

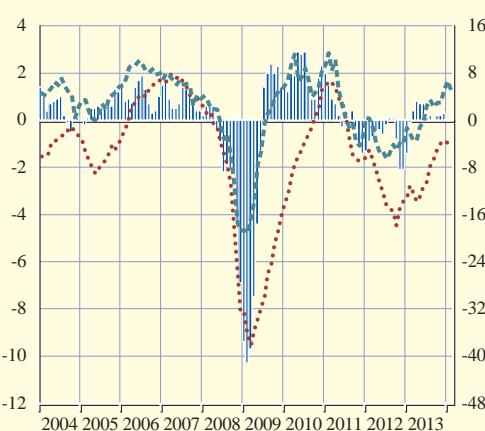


Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.  
Nota: Los datos se refieren al Euro-18. Los datos mostrados se calculan como medias móviles de tres meses, frente a la media correspondiente a los tres meses anteriores.

**Gráfico 53 Producción industrial, confianza industrial y PMI de producción de las manufacturas**

(datos mensuales; desestacionalizados)

- Producción industrial <sup>1)</sup> (escala izquierda)
- Confianza industrial <sup>2)</sup> (escala derecha)
- PMI de producción de las manufacturas <sup>3)</sup> (escala derecha)



Fuentes: Eurostat, encuestas de opinión de la Comisión Europea, Markit y cálculos del BCE.  
Nota: Los datos se refieren al Euro-18. Los datos de las encuestas se refieren a las manufacturas.  
1) Tasas de variación intertrimestral.  
2) Saldos netos.  
3) PMI; desviaciones con respecto al valor 50.

los índices PMI de producción y de nuevos pedidos de las manufacturas se situaron por encima de los niveles registrados en el cuarto trimestre, hasta superar 50, el umbral teórico de expansión (véase gráfico 53). Además, el indicador de confianza industrial de la Comisión Europea se mantuvo prácticamente estable en enero y febrero en niveles próximos a la media del último trimestre del año pasado.

### **CONSTRUCCIÓN**

Tras una ligera subida en el tercer trimestre de 2013, el valor añadido de la construcción registró un notable incremento intertrimestral del 0,5 % en el cuarto trimestre, lo que contrasta con la evolución de la producción de la construcción, que retrocedió un 1 %, en tasa intertrimestral, en el último trimestre del año. De cara al futuro, los indicadores de corto plazo apuntan a una evolución débil, en general, durante el primer trimestre de 2014. Aunque la producción de la construcción creció a una tasa intermensual del 0,9 % en enero, que supuso un buen punto de partida para el primer trimestre, otros indicadores de opinión más puntuales están en línea con una evolución moderada asociada al bajo nivel de confianza y al proceso de desapalancamiento en curso en determinados países de la zona del euro. Por ejemplo, el indicador de confianza de la construcción de la Comisión Europea se situó, en enero y febrero, ligeramente por debajo del nivel medio registrado en el cuarto trimestre de 2013. Del mismo modo, la encuesta de la Comisión sobre nuevos pedidos en la construcción también ha caído, indicando que es probable que la evolución futura de la construcción continúe siendo contenida. Otras encuestas presentan un panorama similar: en enero, los índices PMI de producción y de nuevos pedidos de la construcción se situaron por debajo de sus niveles medios en el tercer y cuarto trimestre del año pasado. Además, ambos indicadores registraron niveles inferiores a 50, lo que señala un crecimiento negativo.

### **SERVICIOS**

El valor añadido de los servicios creció un 0,3 % adicional en el cuarto trimestre, una tasa ligeramente superior a la del trimestre anterior. La reciente expansión de la actividad del sector servicios fue generalizada tanto en los servicios de mercado como en los servicios de no mercado (que incluyen la administración pública, la educación, la sanidad y los servicios sociales). Si se consideran los subsectores, la evolución del valor añadido de los servicios de mercado fue positiva en el cuarto trimestre, salvo en los servicios de información y comunicaciones, que se mantuvieron estables en comparación con el tercer trimestre.

De cara al futuro, las encuestas apuntan a un nuevo crecimiento positivo, aunque moderado, de los servicios a principios de año. Sobre la base de los datos disponibles para los dos primeros meses del primer trimestre, el índice PMI de actividad de este sector se elevó ligeramente por encima de la media del cuarto trimestre. Del mismo modo, el indicador de confianza de los servicios de la Comisión Europea también mejoró con respecto a la media para el cuarto trimestre de 2014. La confianza fue relativamente elevada en las actividades de empleo y en la programación, consultoría y otras actividades relacionadas con la informática.

### **4.3 MERCADO DE TRABAJO**

Las cifras relativas a los mercados de trabajo de la zona del euro muestran signos claros de estabilización, en línea con la moderada recuperación de la actividad económica que se ha observado desde la primavera de 2013. Los mercados de trabajo suelen ir a la zaga de la actividad económica, ya que las empresas aumentan fundamentalmente su utilización de la capacidad productiva y las horas trabajadas antes de empezar a contratar de nuevo. Pese a la estabilización general que se observa en la zona del euro, la dinámica de los mercados de trabajo difiere sustancialmente entre países y grupos de edad.

### Cuadro 11 Crecimiento del empleo

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

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

Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Nota: Los datos se refieren al Euro-18.

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

El número de personas ocupadas en la zona del euro se mantuvo estable en el tercer trimestre de 2013 por segundo trimestre consecutivo (véase cuadro 11), aunque con marcadas diferencias entre países. De los principales sectores económicos, solo los servicios mostraron un crecimiento positivo en el tercer trimestre, mientras que la industria (excluida la construcción), la agricultura y la construcción registraron variaciones negativas del empleo, en términos intertrimestrales.

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

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



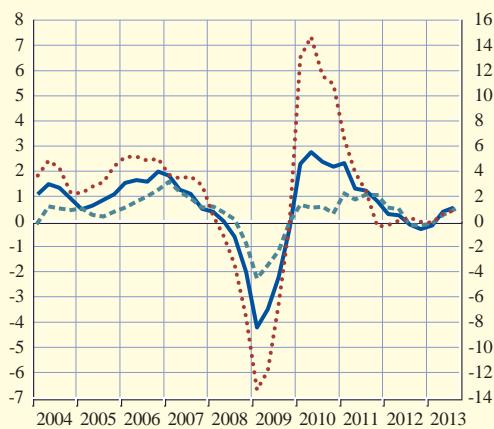
Fuentes: Eurostat y encuestas de opinión de la Comisión Europea.

Nota: Los datos se refieren al Euro-18. Los saldos netos están ajustados a la media.

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

(tasas de variación interanual)

- Total economía (escala izquierda)
- Industria (excluida construcción; escala derecha)
- - - Servicios (escala izquierda)

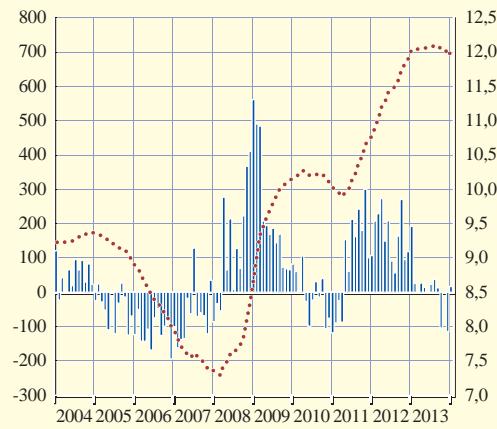


Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.  
Nota: Los datos se refieren al Euro-18.

**Gráfico 56 Desempleo**

(datos mensuales desestacionalizados)

- Variación intermensual, en miles (escala izquierda)
- Porcentaje de la población activa (escala derecha)



Fuente: Eurostat.

El total de horas trabajadas se incrementó un 0,1 %, en tasa intertrimestral, en el tercer trimestre de 2013, tras un aumento del 0,7 % en el segundo trimestre del año. Sin embargo, la evolución del segundo trimestre puede haber reflejado un repunte tras la contracción ocasionada por las bajas temperaturas en algunas regiones de la zona del euro durante el primer trimestre de 2013. Pese a ello, la evolución de las horas trabajadas en el segundo y tercer trimestre del año podría deberse también a algunas mejoras cíclicas en las condiciones de los mercados de trabajo, ya que la normalización de las horas trabajadas suele producirse antes de que aumenten las contrataciones.

Aunque los resultados de las encuestas siguen mostrando niveles reducidos de empleo, prevén, sin embargo, una mejora general en el último trimestre de 2013 y comienzos de 2014 (véase gráfico 54), lo que sugiere que el empleo podría haber mejorado adicionalmente en torno a finales de año. Los indicadores adelantados también señalan una ligera mejora en la situación de los mercados laborales, siendo este el caso, en particular, de las manufacturas, para las que los resultados de las encuestas indican un crecimiento del empleo positivo en el futuro próximo.

La productividad del trabajo por persona ocupada registró un avance del 0,5 %, en términos interanuales, en el tercer trimestre de 2013, tras el aumento del 0,4 % observado en el segundo trimestre (véase gráfico 55). La productividad por hora trabajada aumentó a un ritmo similar, en línea con el ligero incremento del total de horas trabajadas. Se prevé que el crecimiento de la productividad haya repuntado levemente de nuevo en el último trimestre de 2013, debido a la recuperación en curso y al habitual retardo con el que responde el crecimiento del empleo a la actividad económica.

En consonancia con la evolución del empleo, la tasa de paro de la zona del euro parece haber alcanzado su cota máxima (véase gráfico 56). Esta tasa se redujo 0,1 puntos porcentuales, hasta el 12 %, en octubre de 2013, su primera caída mensual desde abril de 2011. Entre octubre de 2013 y enero de 2014, la tasa de desempleo se mantuvo estable, pese al descenso general observado en el número de parados. Una señal

alentadora es que este descenso y esta estabilización han sido relativamente generalizados en todos los grupos de edad. No obstante, en enero de 2014 la tasa de desempleo total se mantuvo más de 2 puntos porcentuales por encima de su mínimo, alcanzado en abril de 2011. Por lo que se refiere a 2013 en su conjunto, la tasa de paro se situó, en promedio, en el 12,1 %, frente a la media del 11,4 % registrada en 2012. De cara al futuro se espera que la tasa de desempleo siga reduciéndose gradualmente, aunque a un ritmo lento.

#### 4.4 PERSPECTIVAS DE LA ACTIVIDAD ECONÓMICA

La evolución de los indicadores de confianza basados en encuestas hasta febrero es coherente con el mantenimiento de un crecimiento moderado también en el primer trimestre de este año. De cara al futuro, se espera que la recuperación actual prosiga, aunque a un ritmo lento. En particular, deberían materializarse algunas mejoras adicionales en la demanda interna, favorecidas por la orientación acomodaticia de la política monetaria, una mejora de las condiciones de financiación y los avances realizados en la consolidación fiscal y en las reformas estructurales. Además, las rentas reales se han visto respaldadas por el descenso de los precios de la energía. Se espera, asimismo, que la actividad económica se vea impulsada por un fortalecimiento gradual de la demanda de exportaciones de la zona del euro. Al mismo tiempo, aunque el desempleo en la zona se está estabilizando, sigue siendo elevado, y los necesarios ajustes de los balances en los sectores público y privado seguirán afectando al ritmo de la recuperación económica.

En las proyecciones macroeconómicas de marzo de 2014 elaboradas por los expertos del BCE para la zona del euro se prevé que el PIB real aumente un 1,2 % en 2014, un 1,5 % en 2015 y un 1,8 % en 2016. Si se compara con las proyecciones macroeconómicas de diciembre de 2013 elaboradas por los expertos del Eurosistema, el crecimiento del PIB real para 2014 se ha revisado ligeramente al alza (véase el artículo «Proyecciones macroeconómicas de marzo de 2014 elaboradas por los expertos del BCE para la zona del euro», en el presente Boletín Mensual).

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

## 5 EVOLUCIÓN DE LAS FINANZAS PÚBLICAS

Según las previsiones económicas europeas de invierno de 2014 de la Comisión Europea, los desequilibrios presupuestarios de la zona del euro siguen reduciéndose. Se estima que el déficit agregado de las Administraciones Públicas de la zona ha descendido del 3,7% del PIB registrado en 2012 al 3,1% del PIB de 2013, y se prevé que siga disminuyendo, hasta situarse en el 2,6% del PIB en 2014. Se espera que la deuda agregada de las Administraciones Públicas registre un máximo de casi el 96% del PIB en 2014 y que caiga en 2015 por primera vez desde el inicio de la crisis económica y financiera. Pese a los considerables avances realizados en materia de consolidación fiscal durante los últimos años, se precisan nuevos esfuerzos de ajuste para lograr unas finanzas públicas sostenibles en la zona del euro. Así pues, la tarea de reconducir las elevadas ratios de deuda pública —que en algunos países siguen aumentando— hacia una trayectoria descendente debe seguir siendo prioritaria. Para cosechar los beneficios del marco reforzado de gobernanza presupuestaria de la UE es importante que los países cumplan estrictamente las reglas fiscales y apliquen en su totalidad las disposiciones del pacto fiscal (fiscal compact) en las fechas acordadas.

### EVOLUCIÓN DE LAS FINANZAS PÚBLICAS EN 2013 Y 2014

Según las previsiones económicas de invierno de 2014 de la Comisión Europea, en la zona del euro continúa el proceso de consolidación fiscal. Se estima que el déficit presupuestario agregado de las Administraciones Públicas de la zona del euro ha descendido del 3,7% del PIB registrado en 2012 al 3,1% del PIB de 2013 (véanse cuadro 12 y gráfico 57). Este descenso se debe al incremento de los ingresos de las Administraciones Públicas en relación con el PIB, que se estima que ha aumentado 0,6 puntos porcentuales, hasta situarse en el 46,8% del PIB en 2013, mientras que los gastos en relación con el PIB se han mantenido inalterados en el 49,9% del PIB.

Las previsiones indican que la deuda pública agregada en relación con el PIB ha crecido en torno a 3 puntos porcentuales, hasta el 95,5% en 2013, como consecuencia, sobre todo, del denominado «efecto bola de nieve» (es decir, un aumento de la deuda debido a un diferencial positivo entre el tipo de interés nominal y la tasa de crecimiento) y de un efecto al alza sobre la deuda derivado del ajuste déficit-deuda, al tiempo que se vaticina que la contribución del déficit primario ha sido marginal.

En cuanto a la evolución de las finanzas públicas en 2014, las previsiones económicas de invierno de 2014 de la Comisión Europea prevén un descenso adicional de la ratio de deuda de las Administraciones Públicas

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

	(en porcentaje del PIB)								
	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	
a. Ingresos totales	45,0	44,9	44,8	45,3	46,2	46,8	46,8	46,5	
b. Gastos totales	47,1	51,2	51,0	49,5	49,9	49,9	49,4	49,0	
De los cuales:									
c. Gasto por intereses	3,0	2,9	2,8	3,0	3,1	3,0	3,0	3,1	
d. Gasto primario (b - c)	44,1	48,4	48,2	46,4	46,8	46,9	46,4	46,0	
Saldo presupuestario (a - b)	-2,1	-6,4	-6,2	-4,2	-3,7	-3,1	-2,6	-2,5	
Saldo presupuestario primario (a - d)	0,9	-3,5	-3,4	-1,1	-0,6	-0,1	0,5	0,6	
Saldo presupuestario ajustado de ciclo	-3,0	-4,5	-5,1	-3,6	-2,6	-1,6	-1,3	-1,8	
Deuda bruta	70,1	79,9	85,6	87,9	92,6	95,5	95,9	95,4	
Pro memoria: PIB real (tasa de variación)	0,4	-4,5	1,9	1,6	-0,7	-0,4	1,1	1,7	

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

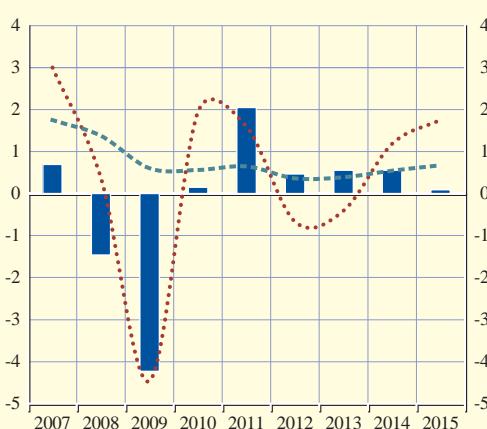
Notas: Los datos se refieren al agregado del sector de Administraciones Públicas de la zona del euro. Las cifras de 2013 a 2015 son estimaciones. Pueden producirse discrepancias, debido al redondeo.

### Gráfico 57 Determinantes de la evolución de las finanzas públicas de la zona del euro

(en porcentaje del PIB; tasas de variación)

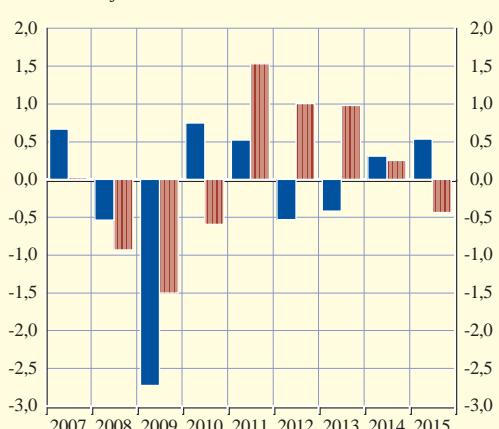
a) Crecimiento del PIB real y variación interanual del saldo presupuestario

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



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

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



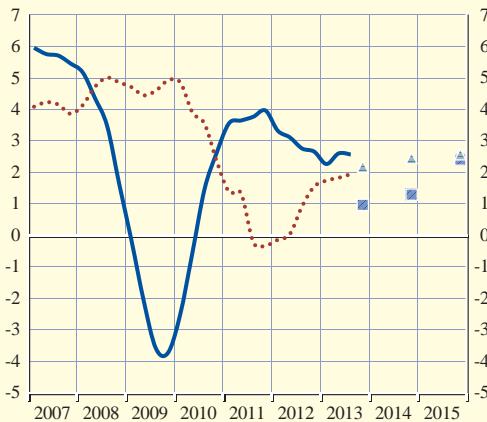
Fuentes: Eurostat, previsiones económicas de invierno de 2014 de la Comisión Europea y cálculos del BCE.

Nota: Los datos se refieren al agregado del sector de Administraciones Públicas de la zona del euro para el período comprendido entre el primer trimestre de 2007 y el tercer trimestre de 2013, y a las proyecciones anuales para 2013, 2014 y 2015 de las previsiones de invierno de 2014 de la Comisión Europea.

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

- Ingresos totales (datos trimestrales)
- Gasto total (datos trimestrales)
- ▲ Ingresos totales (datos anuales - previsiones de la Comisión Europea)
- Gasto total (datos anuales - previsiones de la Comisión Europea)

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



b) Sumas móviles de cuatro trimestres en porcentaje del PIB



Fuentes: Cálculos del BCE basados en Eurostat, datos nacionales y previsiones económicas de invierno de 2013 de la Comisión Europea.

Notas: Los datos se refieren al agregado del sector de Administraciones Públicas de la zona del euro. Los gráficos muestran la evolución de los ingresos y los gastos totales en términos de sumas móviles de cuatro trimestres para el período comprendido entre el primer trimestre de 2007 y el tercer trimestre de 2013 y las proyecciones anuales para 2013, 2014 y 2015 de las previsiones económicas de invierno de 2013 de la Comisión Europea.

de la zona del euro, y se proyecta que disminuya hasta el 2,6% del PIB en 2014 y que caiga ligeramente más, hasta el 2,5% del PIB, en 2015. Este descenso está en línea con las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE sobre la evolución de las finanzas públicas en 2014 y 2015<sup>1</sup>. La reducción esperada del déficit en 2014-2015 procede de una disminución gradual de la ratio de gasto, que la Comisión prevé que caiga hasta el 49% del PIB en 2015, impulsada por un descenso del gasto primario, al tiempo que se espera que la ratio de ingresos registre un ligero retroceso, hasta situarse en el 46,5% del PIB, en 2015 (véanse cuadro 12 y gráfico 58). Además de las medidas de recorte del gasto, el descenso previsto del gasto primario también refleja, en parte, la retirada del apoyo al sector financiero en algunos países.

Según las previsiones de la Comisión y de las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE, la deuda agregada de las Administraciones Públicas de la zona del euro registrará un máximo de casi el 96% del PIB en 2014 y disminuirá posteriormente, por primera vez desde el inicio de la crisis<sup>2</sup>, como resultado, principalmente, del impacto a la baja de una mejora gradual del saldo presupuestario primario sobre la deuda. Se proyecta que el saldo primario registre un superávit del 0,5% del PIB en 2014 y que mejore ligeramente, hasta situarse en el 0,6% del PIB, en 2015.

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

En los últimos años, los países de la zona del euro han realizado sustanciales avances en la corrección de los desequilibrios presupuestarios. Durante la crisis, 16 países de la zona estuvieron sujetos a un procedimiento de déficit excesivo (PDE), y en cuatro de ellos el procedimiento se ha concluido (Alemania, Italia, Letonia y Finlandia). Según las previsiones de invierno de 2014 de la Comisión, se espera que Bélgica y Austria hayan corregido sus déficits excesivos de una manera sostenible en 2013, el plazo fijado en el PDE. Por el contrario, en Eslovaquia se prevé que el déficit aumente de nuevo por encima del valor de referencia en 2014, poniendo en peligro el objetivo de lograr una corrección sostenible del déficit excesivo en el plazo de 2013 fijado en el PDE. Eurostat publicará en abril las cifras definitivas correspondientes al saldo de las Administraciones Públicas en 2013. Además, según las previsiones de invierno de 2014 de la Comisión, si no se adoptan medidas de consolidación adicionales, existe el riesgo de que varios países con plazos fijados en 2014 y 2015 no logren corregir a tiempo y de manera sostenible sus déficits excesivos. En el caso de los Países Bajos, según las previsiones de la Comisión de invierno de 2014 publicadas el 24 de febrero de 2014, no se espera que el déficit excesivo se haya corregido en 2014, el plazo fijado en el PDE, mientras que más recientemente (el 4 de marzo de 2014) el Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis estimó que el déficit caerá por debajo del umbral del 3% en 2014. El 5 de marzo de 2014, la Comisión hizo uso de sus nuevas facultades recogidas en los reglamentos que componen el denominado «two-pack», emitiendo recomendaciones autónomamente para Francia y Eslovenia, a fin de llamar su atención sobre el riesgo de incumplir la fecha establecida en el PDE y de solicitar medidas de consolidación fiscal adicionales (véase recuadro 6)<sup>3</sup>.

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

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

2 El nivel de la ratio de deuda es más elevado en las previsiones de la Comisión Europea que en las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE. Mientras que la Comisión publica datos de deuda en base no consolidada, las proyecciones del BCE corrigen el agregado para la zona del euro por los préstamos intergubernamentales, de conformidad con las prácticas de Eurostat.

3 Véanse las recomendaciones de la Comisión Europea para Francia ([http://ec.europa.eu/economy\\_finance/economic\\_governance/sgp/pdf/30\\_edps/other\\_documents/2014-03-05\\_fr\\_commission\\_recommendation\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/economy_finance/economic_governance/sgp/pdf/30_edps/other_documents/2014-03-05_fr_commission_recommendation_en.pdf)) y Eslovenia ([http://ec.europa.eu/economy\\_finance/economic\\_governance/sgp/pdf/30\\_edps/other\\_documents/2014-03-05\\_si\\_commission\\_recommendation\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/economy_finance/economic_governance/sgp/pdf/30_edps/other_documents/2014-03-05_si_commission_recommendation_en.pdf)), publicadas el 5 de marzo de 2014.

Alemania ha alcanzado el equilibrio presupuestario en 2013, según los últimos datos publicados por el Statistisches Bundesamt. Las perspectivas para 2014 y años posteriores dependerán principalmente de las revisiones del presupuesto para 2014 y del plan fiscal a medio plazo que lleve a cabo el nuevo Gobierno, que se espera que se anuncien a mediados de marzo. Por lo que se refiere al sistema de pensiones, el Gobierno ya ha eliminado las reducciones planificadas de los tipos de cotización —previstas inicialmente para 2014— para financiar pagos adicionales de pensiones que beneficiarán, en particular, a las madres, y para facilitar la jubilación anticipada a los que hayan cotizado al menos 45 años.

En Francia, según las previsiones de invierno de 2014 de la Comisión, se estima que el déficit público ha sido del 4,2 % del PIB en 2013, en comparación con el objetivo de déficit del 3,9 % del PIB recogido en el PDE revisado. Se prevé que el déficit caiga ligeramente, hasta el 4 % del PIB, en 2014, frente al objetivo del 3,6 % del PIB, pese al ahorro previsto cercano al 0,7 % del PIB (derivado de la moderación de los salarios públicos, de la reducción de la inversión, del aplazamiento de la indexación de las pensiones, de la reforma de las prestaciones familiares en el sistema de seguridad social y de la disminución del gasto sanitario), y que registre una caída ligeramente mayor en 2015, hasta situarse en el 3,9 % del PIB. Como resultado, el plazo de 2015 fijado para corregir el déficit excesivo puede que no se cumpla, y se estima que la deuda en relación con el PIB mantendrá su senda ascendente hasta el final del horizonte de las proyecciones en 2015. El 14 de enero de 2014, el Gobierno anunció el «Pacto de Responsabilidad», que conlleva, por el lado de los ingresos, la eliminación de las cotizaciones sociales a cargo de los empleadores destinadas a prestaciones financieras para las familias (30 mm de euros), y confirmó sus planes de alcanzar el objetivo a medio plazo de un presupuesto equilibrado en términos estructurales en 2016 y de recortar el gasto público en más de 50 mm de euros en 2015-2017. Sin embargo, aún se desconoce su impacto general en las finanzas públicas. De cara al futuro, es importante que se intensifiquen los esfuerzos en materia de consolidación —como ha recomendado recientemente la Comisión—, para lograr la corrección oportuna del déficit excesivo y avances suficientes hacia el objetivo a medio plazo.

En Italia, el déficit de las Administraciones Públicas se mantuvo en el 3 % del PIB en 2013, según las últimas cifras publicadas por el instituto italiano de estadística, ISTAT, sin cambios con respecto al año anterior y ligeramente por encima del objetivo del 2,9 % del PIB establecido en la actualización del Programa de Estabilidad de 2013. Según las previsiones de invierno de 2014 de la Comisión, se prevé que el déficit en relación con el PIB disminuya hasta el 2,6 % en 2014 y hasta el 2,2 % en 2015. En noviembre de 2013, la Comisión recomendó la adopción de medidas de consolidación adicionales para garantizar el cumplimiento del Pacto de Estabilidad y Crecimiento (es decir, alcanzar el objetivo a medio plazo de un presupuesto estructural equilibrado en 2014 y efectuar los avances suficientes hacia el cumplimiento del criterio de deuda durante el período de transición). No obstante, hasta la fecha, no se han observado avances tangibles en relación con la recomendación de la Comisión. De cara al futuro, es importante que se adopten las medidas necesarias para garantizar el cumplimiento de los requisitos del componente preventivo del Pacto de Estabilidad y Crecimiento, especialmente en lo que respecta a situar la ratio de deuda en relación con el PIB en una senda descendente, como también ha subrayado recientemente la Comisión Europea en el contexto del análisis complementario llevado a cabo para Italia.

En España, según las previsiones de invierno de 2014 de la Comisión, se estima que el déficit de las Administraciones Públicas en relación con el PIB ha sido del 7,2 % en 2013 (6,7 % si se excluye el apoyo a las entidades de crédito), es decir, ligeramente por encima del objetivo del Gobierno (6,5 %, si se excluye el apoyo a las entidades de crédito). De cara al futuro, la Comisión prevé una ratio de déficit del 5,8 % del PIB en 2014, en consonancia con el objetivo fijado en el PDE, y del 6,5 % del PIB en 2015, es decir, por encima del objetivo del PDE fijado en el 4,2 %. Se espera que el ajuste estructural sea

considerablemente menor que el recomendado, mientras que las previsiones actuales para el crecimiento del producto y la brecha de producción son más favorables que aquellas en las que se basó la recomendación del PDE. Son necesarias nuevas medidas para aumentar los ingresos y/o reformas de recorte del gasto para seguir la senda de consolidación presupuestaria prevista para 2014-2016 y revertir la tendencia al alza de la ratio de deuda de las Administraciones Públicas en relación con el PIB, que se situó en el 94 % a finales de 2013.

En Grecia, los últimos datos sugieren que el objetivo de saldo primario para 2013 establecido en el programa de ajuste de la UE y el FMI se ha cumplido por un margen considerable. El abultado déficit primario en relación con el PIB, del 8,8 %, estimado por la Comisión Europea en sus previsiones de invierno de 2014 oculta este hecho al reflejar también los costes extraordinarios de la recapitalización bancaria (11 % del PIB) y otros factores, que se excluyen de la definición de saldo primario del programa. En 2013, el hecho de que se haya superado el objetivo fiscal se debe fundamentalmente a que el gasto primario fue inferior al previsto. En el período próximo, el programa de ajuste contempla un aumento del superávit primario en relación con el PIB, con objetivos del 1,5 % en 2014, del 3 % en 2015 y del 4,5 % en 2016.

En Portugal, el déficit de caja en 2013 fue considerablemente inferior al objetivo, debido en parte a unos resultados macroeconómicos mejores de lo esperado, y las autoridades estiman que se ha cumplido el objetivo de déficit establecido en el programa de ajuste de la UE y el FMI (del 5,5 % del PIB, excluido el apoyo al sector bancario). Según las previsiones de invierno de 2014 de la Comisión, que prevén un déficit del 2,5 % del PIB en 2015, Portugal va por el buen camino para cumplir el plazo de 2015, fijado en el PDE. En diciembre de 2013, una de las medidas planificadas para 2014 fue declarada inconstitucional por el Tribunal Constitucional. Sin embargo, las autoridades la han sustituido rápidamente por medidas con un efecto equivalente.

En Irlanda, basándose en los datos de caja de la Administración Central correspondientes a 2013, se espera que el déficit presupuestario en 2013 haya sido inferior al objetivo de déficit del 7,5 % del PIB, establecido en el PDE, como consecuencia de los fuertes controles del gasto y del cumplimiento de los planes relativos a los ingresos. Las previsiones de invierno de 2014 de la Comisión estiman que la ratio de déficit disminuirá del 7,2 % del PIB en 2013 al 4,8 % del PIB en 2014, y que la ratio de deuda pasará de un máximo del 122,3 % del PIB en 2013 al 120,3 % del PIB en 2014. El programa de ajuste de la UE y el FMI se concluyó satisfactoriamente. El país retornó con éxito a los mercados de renta fija con una subasta de deuda pública a comienzos de enero de 2014, que permitió a Irlanda colocar casi la mitad de las emisiones de deuda planificadas para 2014.

En Chipre, los objetivos fiscales para 2013 se cumplieron por un margen considerable, debido a una prudente ejecución presupuestaria y a una recesión menos severa de lo que se anticipaba. Según las previsiones de invierno de 2014 de la Comisión, se espera que el déficit público haya sido del 5,5 % del PIB en 2013, en comparación con el 7,8 % del PIB estimado en el momento en que se llevó a cabo la segunda evaluación del programa de ajuste de la UE y el FMI para Chipre en diciembre de 2013. La tercera evaluación del programa de ajuste de Chipre se dio por terminada el 11 de febrero de 2014. En sus previsiones de invierno de 2014, la Comisión Europea espera que el déficit público sea del 5,8 % del PIB en 2014, frente al 7,1 % del PIB proyectado en el momento en que se realizó la segunda evaluación del programa de ajuste de Chipre. Para conseguir estos resultados, el presupuesto debe aplicarse con prudencia. Como se acordó al comienzo del programa, en años posteriores será preciso efectuar ajustes adicionales para lograr el objetivo a largo plazo de mantener un superávit primario del 4 % del PIB, necesario para situar a la deuda pública en una senda a la baja sostenible.

## RETOS PARA LA POLÍTICA FISCAL

Aunque se han realizado avances sustanciales en material de consolidación presupuestaria, son necesarios nuevos esfuerzos de ajuste para lograr unas finanzas públicas sostenibles en la zona del euro. La tarea de situar las elevadas ratios de deuda en una clara senda descendente debe, por tanto, seguir siendo prioritaria.

Con las mejores perspectivas de crecimiento, existe el riesgo de caer en la complacencia. Según las previsiones de invierno de 2014 de la Comisión, se prevé que el ajuste estructural de las finanzas públicas de la zona del euro se reduzca a 0,1 puntos porcentuales en 2014, es decir, que caiga muy por debajo del 0,5 % del PIB, que es el requisito mínimo establecido en el Pacto de Estabilidad y Crecimiento. Para llevar a cabo un seguimiento oportuno y efectivo de la evaluación realizada por la Comisión de los proyectos de planes presupuestarios de los países de la zona del euro, que detectó riesgos de incumplimiento del Pacto de Estabilidad y Crecimiento, la utilización por parte de la Comisión de sus nuevas facultades de conformidad con el marco reforzado de gobernanza presupuestaria constituye un avance satisfactorio (véase recuadro 6).

Las estrategias de consolidación fiscal de los países deberían ir encaminadas a mejorar la calidad y la eficiencia del gasto público, sustentándose en reformas estructurales de las finanzas públicas dirigidas al gasto público no productivo, al tiempo que minimizan los efectos distorsionadores de los impuestos. Además de beneficiar a largo plazo a las finanzas públicas, cabe esperar que estas mejoras limiten adicionalmente el posible efecto adverso de la consolidación presupuestaria sobre el crecimiento.

En los últimos años se han realizado progresos sustanciales en el fortalecimiento del marco de gobernanza presupuestaria de la UE. Un hito del marco es el pacto fiscal (*fiscal compact*), que entró en vigor el 1 de enero de 2013 como parte del Tratado de Estabilidad, Coordinación y Gobernanza (TECG). El principal objetivo del pacto fiscal es reforzar la disciplina presupuestaria nacional y fomentar la adhesión nacional al marco de gobernanza de las finanzas públicas de la UE. En concreto, las partes contratantes están obligadas a transponer a sus legislaciones nacionales el compromiso de alcanzar un presupuesto equilibrado en términos estructurales y a introducir un mecanismo de corrección automática para hacer frente a posibles desviaciones. La fecha de aplicación del pacto fiscal se fijó para un año después de que entrara en vigor el TECG, es decir, el 1 de enero de 2014<sup>4</sup>. Por lo tanto, a fin de cosechar todos los beneficios del marco reforzado, es importante que los países cumplan plenamente los requisitos y apliquen las nuevas disposiciones. Aunque la mayoría de los países han cumplido los plazos, parece haber importantes diferencias entre ellos en cuanto a la transposición del pacto fiscal a la legislación nacional. Ciertamente, algunos países aún no han establecido los instrumentos jurídicos necesarios. En este contexto, se espera que la Comisión Europea evalúe «en su debido momento» si los países han aplicado el pacto fiscal<sup>5</sup>. Si la Comisión encuentra casos de incumplimiento, se espera que los países adopten con celeridad las medidas necesarias para ajustar su legislación en consecuencia. El éxito del pacto fiscal y, por tanto, de la credibilidad del marco reforzado de gobernanza dependerá fundamentalmente de si los países cumplen plenamente sus compromisos.

4 Para los países de la zona del euro que no habían ratificado el TECG el 1 de enero de 2013, el plazo para aplicar el pacto fiscal se ha fijado para un año después de que ratifiquen el TECG.

5 Véase el artículo 8 del TECG.

## Recuadro 6

### PRINCIPALES RETOS PARA LA SUPERVISIÓN DE LAS POLÍTICAS ECONÓMICAS Y PRESUPUESTARIAS EN EL MARCO DEL SEMESTRE EUROPEO 2014

La acumulación de vulnerabilidades en los países de la zona del euro durante la crisis económica y financiera y en el período anterior se debió, en parte, al insuficiente cumplimiento de las reglas acordadas en las que se sustenta la UEM, como establece el Pacto de Estabilidad y Crecimiento (PEC), así como a la insuficiente efectividad de la coordinación general de las políticas económicas de la UE. Además, la UEM carecía de un instrumento para abordar la aparición de desequilibrios macroeconómicos. En respuesta a ello, el marco de gobernanza económica y presupuestaria de la UE se ha mejorado, principalmente mediante la legislación que conforma el denominado «six-pack» y los reglamentos del «two-pack», que entraron en vigor en diciembre de 2011 y mayo de 2013, respectivamente<sup>1</sup>. La formulación de recomendaciones de política económica y la supervisión específica de cada país por parte de la UE se efectúan a lo largo de todo el año en el contexto del «Semestre europeo», e incluyen tanto las políticas presupuestarias como las económicas. Estas reformas tienen como objetivo asegurar que los países corrijan anteriores desequilibrios presupuestarios y macroeconómicos y realicen los ajustes necesarios para evitar crisis futuras. En vista de la experiencia de los últimos años con la aplicación del marco de gobernanza reforzado, en este recuadro se presentan los principales retos para el Semestre europeo 2014.

#### El Semestre europeo 2014

El Semestre europeo 2014 se inició con la publicación del Estudio Prospectivo Anual sobre el Crecimiento de la Comisión Europea, que proporciona orientaciones generales de política sobre áreas en las que es prioritario adoptar medidas a escala nacional y de la UE en noviembre de 2013, del Informe sobre el Mecanismo de Alerta, en el que los Estados miembros son objeto de un minucioso análisis para detectar la existencia de desequilibrios económicos, y del examen de los proyectos de planes presupuestarios para 2014. El Estudio Prospectivo Anual sobre el Crecimiento de 2014 destacaba acertadamente que sigue siendo necesario que los países de la UE y de la zona del euro lleven a cabo sustanciales reformas estructurales, especialmente aquellas que fomenten el crecimiento a corto y medio plazo. En cuanto a las políticas presupuestarias, el estudio subrayaba la urgente necesidad de continuar con la consolidación fiscal, diseñada de forma que favorezca el crecimiento, con el fin de reducir unas ratios de deuda persistentemente elevadas y que con frecuencia siguen aumentando. En meses posteriores del año, la Comisión presta asesoramiento a cada país en forma de recomendaciones específicas.

#### Necesidad de una aplicación más estricta de las recomendaciones específicas para cada país

Las recomendaciones específicas para los países de la zona del euro son particularmente importantes para asegurar que las políticas nacionales no planteen un riesgo para el buen funcionamiento de la UEM. En este contexto, el cumplimiento de estas recomendaciones debe ser objeto de un estrecho seguimiento. Si se consideran los dos últimos Semestres europeos, la evaluación de la Comisión indica que el cumplimiento de las recomendaciones en 2012 y 2013 ha sido limitado, en general; es

1 Véanse los recuadros titulados «Entrada en vigor de un marco de gobernanza económica reforzado», *Boletín Mensual*, BCE, diciembre de 2011, y «The “two-pack” regulations to strengthen economic governance in the euro area», *Boletín Mensual*, BCE, abril de 2013.

decir, que las reformas necesarias no se han aplicado suficientemente<sup>2</sup>. Para garantizar un mayor grado de aplicación en el futuro, sería conveniente que las recomendaciones estuvieran más vinculadas a plazos, especialmente para temas acuciantes, estableciendo plazos de aplicación dentro del año. Por otra parte, el seguimiento actual del cumplimiento de las recomendaciones específicas para cada país podría reforzarse a fin de seguir de cerca la aplicación de las reformas necesarias durante el ciclo económico.

### **La supervisión económica debe asegurar la detección y corrección de los desequilibrios excesivos subsistentes**

En 2011 se introdujo un proceso específico de supervisión macroeconómica en la UE con el procedimiento de desequilibrio macroeconómico, que facilita la detección, prevención y corrección de estos desequilibrios en la UE. Aunque los países de la zona del euro han empezado a corregir los desequilibrios generales, el nivel subsistente hace que algunos países sean notablemente vulnerables a perturbaciones adversas que podrían llevar a correcciones desordenadas. Estas correcciones desordenadas perjudican el buen funcionamiento de la UEM. Por lo tanto, el procedimiento de desequilibrio excesivo —el componente corrector del procedimiento de desequilibrio macroeconómico— debería aplicarse en todos los casos en los que se considere que los desequilibrios son excesivos. De hecho, en el caso de los países de la zona del euro, el procedimiento de desequilibrio excesivo ofrece el mayor grado de exigencia a los que registren desequilibrios excesivos, ya que prevé la puesta en práctica de un plan de medidas correctoras por parte del país en cuestión cuyo cumplimiento pueda exigirse a través de sanciones económicas. La correcta aplicación de este instrumento permitiría realizar una vigilancia más estrecha y contribuiría a asegurar que las medidas previstas se implementen íntegramente. No obstante, hasta ahora no se ha iniciado ningún procedimiento de desequilibrio excesivo, pese a considerarse que los desequilibrios eran excesivos en algunos países<sup>3</sup>.

En cuanto al procedimiento de desequilibrio macroeconómico 2014, el 5 de marzo de 2014, la Comisión Europea publicó los exámenes exhaustivos de los desequilibrios en los 17 países de la UE<sup>4</sup> seleccionados. La evaluación de la naturaleza de los desequilibrios se publicó junto con las conclusiones de los exámenes exhaustivos de cada país, en las que se indicaba, entre otras cosas, que los desequilibrios eran excesivos en Croacia, Italia y Eslovenia. No obstante, la decisión sobre el procedimiento de seguimiento adecuado y, lo que es más importante, sobre si iniciar el procedimiento de desequilibrio excesivo en relación con esos países, no se tomará hasta junio de 2014, coincidiendo con la publicación de las recomendaciones específicas para cada país de 2014.

Los países que anteriormente hayan estado acogidos a un programa de asistencia financiera de la UE y el FMI están sujetos a una supervisión posterior al programa. Esta supervisión complementa la supervisión económica periódica de los países por parte de la UE, concebida para asegurar que los Estados miembros que concluyan un programa de asistencia financiera preserven la estabilidad financiera y la sostenibilidad presupuestaria. El seguimiento de la supervisión posterior al programa incluye la realización de misiones bianuales en los Estados miembros para evaluar su situación económica, fiscal y financiera y determinar si es necesaria la adopción de medidas adicionales. Para los países sometidos a supervisión posterior al programa, el Consejo de la UE puede recomendar, a propuesta de

2 Véanse los documentos de trabajo de la Comisión Europea de 2012 y 2013 publicados junto con las recomendaciones específicas para cada país.

3 Véase el recuadro titulado «The 2013 Macroeconomic Imbalance Procedure», *Boletín Mensual*, BCE, mayo de 2013.

4 La relación de países incluye Bélgica, Bulgaria, Dinamarca, Alemania, España, Francia, Croacia, Italia, Luxemburgo, Hungría, Malta, Países Bajos, Eslovenia, Finlandia, Suecia y Reino Unido. Irlanda se ha incorporado a esta lista tras concluir el programa de asistencia financiera de la UE y el FMI.

la Comisión, la adopción de medidas correctoras. Asimismo, el Parlamento Europeo y el parlamento nacional del país en cuestión pueden intercambiar opiniones sobre la supervisión posterior al programa.

### **Los avances hacia la consecución de unas posiciones presupuestarias saneadas deben continuar a medio plazo en consonancia con el Pacto de Estabilidad y Crecimiento**

En los cinco últimos años, los países de la zona del euro han avanzado considerablemente en la corrección de los desequilibrios presupuestarios acumulados durante la crisis y con anterioridad. No obstante, todavía son necesarios considerables ajustes estructurales adicionales para asegurar que cumplan sus objetivos presupuestarios a medio plazo, de modo que garanticen unas posiciones presupuestarias saneadas en el medio plazo. Por otra parte, aunque la Comisión Europea espera que la deuda de las Administraciones Públicas de la zona del euro en relación con el PIB se estabilice en 2014 y se reduzca en 2015, se prevé que las ratios de deuda pública continúen aumentando hasta el final del horizonte de previsión (2015) en ocho de los 18 países de la zona. En las orientaciones de política fiscal publicadas en febrero de 2014 en el contexto del Semestre europeo 2014, el Consejo de la UE subrayó que «es esencial que todos los Estados miembros continúen aplicando la estrategia de consolidación fiscal diferenciada y que impulse el crecimiento acordada, a fin de asegurar la sostenibilidad de las finanzas públicas».

Pese a que, con frecuencia, las necesidades de consolidación subsistentes son considerables, los proyectos de planes presupuestarios para 2014 de los países de la zona del euro no acogidos a un programa de asistencia financiera, publicados por la Comisión Europea el 15 de noviembre de 2013, mostraban una mejora estructural de solo el 0,23 % del PIB en 2014 para la zona del euro en su conjunto, sustancialmente por debajo del valor de referencia del 0,5 % del PIB previsto en el PEC<sup>5</sup>. En consecuencia, los dictámenes de la Comisión emitidos cuando se efectuó la evaluación de los planes pusieron de relieve que existía el riesgo de que, si no se adoptaban medidas adicionales, los esfuerzos estructurales que debían realizarse no fueran suficientes para cumplir los compromisos adquiridos en el marco del PEC en 2014 en muchos países de la zona, en particular en España, Italia, Luxemburgo, Malta y Finlandia. Según las previsiones económicas de invierno de 2014 de la Comisión Europea, el saldo estructural de España, Italia y Malta será ligeramente superior al esperado en otoño de 2013, aunque no será suficiente para cumplir las exigencias del PEC en ninguno de estos tres Estados miembros. No obstante, en siete países (Bélgica, Alemania, Estonia, Francia, Luxemburgo, Países Bajos y Eslovenia), se prevé que, en 2014, el saldo estructural mejore en menor medida o experimente un deterioro mayor de lo esperado en otoño, y únicamente en Austria y Finlandia es probable que el ajuste sea acorde con las previsiones. En consecuencia, se espera que, en conjunto, la mejora del saldo estructural en 2014 siga atenuándose y que solo sea equivalente al 0,13 % del PIB, justo una cuarta parte del valor de referencia del 0,5 % del PIB establecido en el PEC. En este contexto, la Comisión utilizó las nuevas competencias que le atribuyen los reglamentos que conforman el denominado «two-pack» para formular recomendaciones a Francia y Eslovenia el 5 de marzo de 2014, de conformidad con el artículo 11, apartado 2, del Reglamento (UE) nº 473/2013. Estos dos países deben esforzarse por cumplir íntegramente las recomendaciones formuladas por el Consejo de la UE en el marco de sus procedimientos de déficit excesivo. A tal fin, se espera que presenten detalladamente las medidas necesarias en una sección específica de las actualizaciones de los programas de estabilidad 2014 que se publicarán próximamente. Si estas medidas se consideran insuficientes, los procedimientos podrán acelerarse.

<sup>5</sup> Véase también el recuadro titulado «Consolidación fiscal en la zona del euro: avances realizados y planes para 2014», *Boletín Mensual*, BCE, diciembre de 2013.

**Esfuerzos estructurales en respuesta a los dictámenes de la Comisión Europea sobre los proyectos de planes presupuestarios para 2014**

(en porcentaje del PIB; puntos porcentuales)

Dictamen de la Comisión sobre el cumplimiento de los proyectos de planes presupuestarios para 2014 con el PEC <i>(compromiso en el marco del PEC)</i>	Saldo presupuestario		Esfuerzo estructural		Compromiso de esfuerzo estructural en el marco del PEC
	Objetivo para 2014 fijado en el PDE (si procede)	Previsión de invierno de 2014	Previsión de otoño de 2013	Previsión de invierno de 2014	
<b>«Cumple»</b>					
Alemania ( <i>componente preventivo</i> )	0,0	0,0	-0,1		<i>(en el OMP)<sup>1)</sup></i>
Estonia ( <i>componente preventivo</i> )	-0,4	0,5	0,4		<i>0,5 valor de referencia</i>
<b>«Cumple pero sin margen para una posible desviación»</b>					
Francia ( <i>plazo límite del PDE: 2015</i> )	-3,6	-4,0	0,7	0,5	0,8
Países Bajos ( <i>plazo límite del PDE: 2014</i> )	-2,8	-3,2	0,4	0,0	0,7
Eslovenia ( <i>plazo límite del PDE: 2015</i> )	-3,3	-3,9 <sup>2)</sup>	0,7	0,3	0,5
<b>«Cumple en líneas generales»</b>					
Bélgica ( <i>plazo límite del PDE: 2013</i> )	-2,6	0,4	0,1	0,5 ( <i>valor de referencia de la deuda</i> )	
Austria ( <i>plazo límite del PDE: 2013</i> )	-2,1	0,1	0,1	0,5 ( <i>valor de referencia</i> )	
Eslovaquia ( <i>plazo límite del PDE: 2013</i> )	-3,3	-0,8	-0,2	0,5 ( <i>valor de referencia</i> )	
<b>«Riesgo de incumplimiento»</b>					
España ( <i>plazo límite del PDE: 2016</i> )	-5,8	-5,8	-0,1	0,1	0,8
Italia ( <i>Período de transición: valor de referencia de la deuda</i> )	-2,6	0,1	0,2		0,66
Luxemburgo ( <i>componente preventivo</i> )		-0,5	-0,6	-0,7	<i>(en el OMP)<sup>1)</sup></i>
Malta ( <i>plazo límite del PDE: 2014</i> )	-2,7	-2,7	-0,1	0,2	0,7
Finlandia ( <i>componente preventivo</i> )	-2,5	-0,2	-0,2	0,5 ( <i>valor de referencia</i> )	
<b>Pro memoria: Zona del euro</b>		0,23	0,13		0,5

Fuentes: Previsiones de invierno de 2014 de la Comisión Europea y proyectos de planes presupuestarios nacionales para 2014.

1) No se ha fijado ningún objetivo porque el país ha conseguido su objetivo presupuestario a medio plazo.

2) El -3,2% del PIB excluida la recapitalización bancaria.

En 2014 la prioridad será, ante todo, la aplicación efectiva y creíble de los procedimientos de supervisión existentes. En cuanto a las políticas presupuestarias, es esencial que se garantice el cumplimiento de los objetivos de déficit nominal y la realización de los esfuerzos estructurales exigidos en las recomendaciones formuladas en el marco del PDE. Asimismo, es preciso aplicar las reglas fiscales de manera simétrica, en el sentido de que la disciplina presupuestaria también sea de obligado cumplimiento en tiempos económicos favorables, de forma que los países constituyan suficientes reservas fiscales antes de que vuelvan tiempos difíciles<sup>6</sup>. Por otra parte, de cara al futuro, es importante asegurar que las ampliaciones de los plazos fijados en los PDE se concedan solo por un año, de conformidad con el Reglamento vigente<sup>7</sup>.

Al mismo tiempo, el año 2014 representa una oportunidad para mejorar el marco de gobernanza mediante la revisión de la aplicación de la legislación que conforma el denominado «six-pack» que la Comisión debe efectuar antes del final del año. Esta ocasión podría aprovecharse para aclarar adicionalmente la aplicación de las distintas fases del procedimiento de desequilibrio macroeconómico y los procedimientos establecidos en el PEC, y aumentar su coherencia.

6 Véase también el recuadro titulado «La aplicación del procedimiento de déficit excesivo en los Estados miembros de la zona del euro en el marco del Pacto de Estabilidad y Crecimiento reforzado», Boletín Mensual, BCE, septiembre de 2013.

7 El artículo 3, apartado 5, del Reglamento (UE) nº 1467/97, en su versión modificada, prevé la posibilidad de ampliar el plazo «un año por regla general».

## CONCLUSIONES

Aunque los instrumentos del marco de gobernanza económica se han reforzado en los últimos años, hasta ahora, su potencial todavía no se ha explotado plenamente. En este contexto, las principales prioridades en materia de política para el Semestre europeo 2014 continúan siendo la aplicación de reformas estructurales y el ajuste de los desequilibrios macroeconómicos, así como la reducción de las elevadas ratios de deuda mediante la consolidación continua de las finanzas públicas, que debe diseñarse de forma sostenible y que promueva el crecimiento. Para ello es preciso una aplicación efectiva y creíble de los instrumentos de supervisión existentes, entre los que se encuentra el procedimiento de desequilibrio excesivo, cuando los desequilibrios se consideren excesivos en un país, así como una aplicación estricta, coherente y simétrica del marco del PEC.