

EVOLUCIÓN ECONÓMICA Y MONETARIA

I ENTORNO EXTERIOR DE LA ZONA DEL EURO

La economía mundial continúa gradualmente por la senda de la recuperación. Tras registrar un crecimiento más bien débil a comienzos del año, en algunas economías avanzadas se ha afianzado el ritmo, respaldado por la disminución de las dificultades y por las políticas económicas acomodaticias. No obstante, la divergencia en las perspectivas económicas entre las distintas regiones e incluso dentro de una misma región se ha acentuado, como consecuencia, cada vez más, de factores estructurales más que cíclicos, que influyen en la confianza, la evolución de los mercados financieros y las políticas económicas. Los indicadores de opinión más recientes sugieren cierta ralentización del ritmo de crecimiento en el cuarto trimestre. Los riesgos geopolíticos en Ucrania y Rusia y en Oriente Medio siguen siendo elevados, aunque hasta ahora sus repercusiones en la actividad económica mundial y en los precios de la energía han sido limitadas. En lo que respecta al comercio mundial, se ha mantenido la falta de dinamismo como consecuencia de la atonía de la inversión en muchos países, aunque en el tercer trimestre se ha registrado una recuperación, si bien partiendo de niveles bajos. La inflación mundial se ha reducido en los últimos meses, principalmente como resultado de la fuerte caída de los precios del petróleo. Se espera que las presiones inflacionistas sigan siendo limitadas en un contexto de exceso de capacidad productiva y de descenso de los precios de las materias primas.

I.I ACTIVIDAD ECONÓMICA Y COMERCIO MUNDIALES

La recuperación de la economía mundial sigue siendo gradual y desigual. Tras registrar un crecimiento más bien volátil y moderado en el primer semestre del año, la actividad se ha fortalecido en el segundo semestre, respaldada, principalmente, por el afianzamiento de las variables fundamentales en varias de las principales economías avanzadas, a pesar de los indicios de una ligera ralentización del impulso económico en el cuarto trimestre. A más largo plazo, la actividad económica debería mejorar gradualmente, pero aún se prevé que la recuperación continúe siendo moderada. Una combinación de desequilibrios económicos acumulados, impedimentos estructurales e incertidumbre económica, que, en varios

Cuadro I Crecimiento del PIB real en algunas economías

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

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

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

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

países, se suman al endurecimiento de las condiciones financieras, afectan a las perspectivas de crecimiento a medio plazo. Los riesgos geopolíticos derivados del conflicto en Ucrania y las tensiones en algunos países productores de petróleo siguen siendo elevados, pero hasta ahora, su impacto, principalmente a través del canal de la confianza, sobre los precios del petróleo, la actividad económica mundial y la inflación ha sido limitado. Las estimaciones provisionales muestran que la actividad económica en los países del G-20 (excluida la zona del euro) creció un 1,1 %, en tasa intertrimestral, en el tercer trimestre de 2014, en un contexto de persistentes y acusadas divergencias entre unos países y otros (véase cuadro 1).

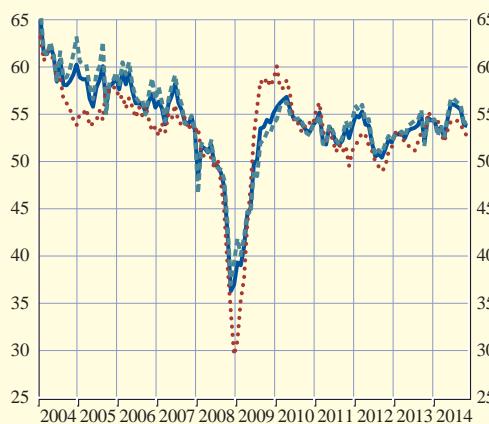
El crecimiento se fortaleció en Estados Unidos y continuó siendo robusto en el Reino Unido, respaldado por la sólida demanda interna. En Japón, en cambio, el PIB se contrajo por segundo trimestre consecutivo, lo que obligó al Banco de Japón a adoptar medidas adicionales de relajación cuantitativa. En China, la actividad se ha moderado ligeramente, sobre todo como resultado del debilitamiento de la inversión. Por lo que respecta a otras economías emergentes, en los últimos trimestres Brasil ha registrado bajas tasas de crecimiento y elevada inflación, mientras que en Rusia, el endurecimiento de las condiciones financieras y las sanciones internacionales han frenado, en parte, el crecimiento. Por el contrario, en India, la economía ha repuntado.

Los indicadores de clima económico mundial más recientes sugieren un impulso positivo, aunque algo menos dinámico, en el cuarto trimestre. El índice PMI compuesto de producción de manufacturas y servicios, excluida la zona del euro, se mantuvo prácticamente sin variación en noviembre en un nivel ligeramente inferior a la media de largo plazo y a la cifra del tercer trimestre, debido a una caída más bien significativa en el sector manufacturero (véase gráfico 1). La evolución fue desigual según los

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

(datos mensuales desestacionalizados)

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

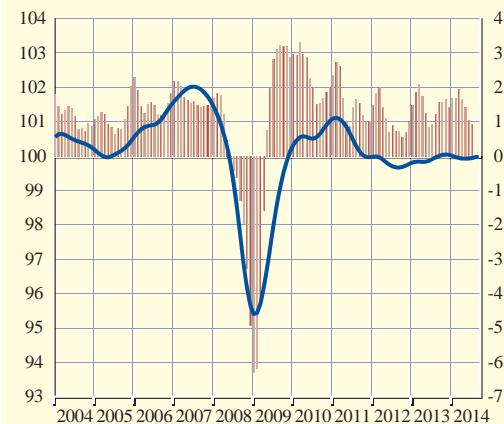


Fuente: Markit.

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.

países, observándose notables mejoras en los índices PMI compuestos de Reino Unido, Japón e India, y descensos en los de Estados Unidos, China y Rusia. De cara al futuro, el componente de nuevos pedidos del índice PMI compuesto global mostró un ligero retroceso, lo que sugiere una recuperación más gradual de la actividad mundial en noviembre. Al mismo tiempo, los indicadores sintéticos adelantados de la OCDE, diseñados para anticipar los puntos de giro en la actividad económica en relación con la tendencia, señalan divergencias en las perspectivas entre las principales economías en septiembre, que se caracterizan por un debilitamiento del crecimiento en Japón, estabilidad en Estados Unidos, Brasil y China, cierta ralentización del ritmo de crecimiento en el Reino Unido, aunque partiendo de niveles elevados, y una aceleración en India (véase gráfico 2). Por su parte, el indicador de clima económico mundial del Ifo, correspondiente al cuarto trimestre de 2014, experimentó una significativa caída, situándose en el nivel más bajo registrado desde el tercer trimestre de 2013.

El comercio mundial se está recuperando gradualmente desde unos niveles reducidos, aunque sigue caracterizándose por una relativa debilidad. Tras el crecimiento registrado a comienzos de 2014, el comercio internacional perdió parte de su impulso en el segundo trimestre del año, que recuperó de forma más bien vigorosa en el tercer trimestre. Según el CPB Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis, el volumen de las importaciones mundiales de bienes aumentó un 2,1 % en el tercer trimestre. La recuperación fue generalizada, tanto en las economías avanzadas como en las emergentes, con la notable excepción de Estados Unidos, que registró una significativa desaceleración del comercio de mercancías. En otros países y regiones, como Japón, las economías emergentes de Asia y América Latina se registraron acusadas mejoras. No obstante, el índice PMI de nuevos pedidos exteriores del sector manufacturero descendió ligeramente en noviembre, lo que sugiere cierta moderación del ritmo de crecimiento del comercio mundial hacia finales del año.

En general, el origen de la debilidad subyacente del comercio mundial se ha desplazado gradualmente de las economías avanzadas a las economías emergentes (véase gráfico 3). El desplazamiento del crecimiento del comercio fue provocado por una notable desaceleración en las economías emergentes de Asia, América Latina, Rusia y Europa Central y Oriental, debido a problemas específicos de cada país.

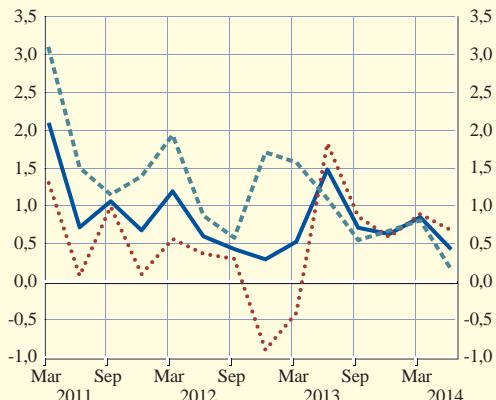
Desde una perspectiva de más largo plazo, la escasa respuesta del comercio mundial a la gradual recuperación es sorprendente. La elasticidad del comercio mundial, medida como el cociente entre la tasa media de crecimiento de las importaciones y la tasa media de crecimiento del PIB se ha reducido de 1,7 antes de la crisis financiera mundial (entre 1999 y 2007) a tan solo 1 desde 2011 (véase cuadro 2). Ello puede explicarse, en parte, por el crecimiento inusualmente débil de la inversión, que es típicamente un componente de la demanda sumamente intensivo en comercio, en varias de las principales economías del mundo.

En general, las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema, correspondientes a diciembre de 2014 (véase el artículo

Gráfico 3 Crecimiento de las importaciones

(tasas de variación intertrimestral, datos trimestrales)

- Economía mundial
- Economías avanzadas
- - - Economías emergentes



Fuente: Cálculos del BCE.

Cuadro 2 Evolución de los precios en algunas economías

(tasas de variación interanual)

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

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

publicado en este número del Boletín Mensual), solo contemplan un moderado fortalecimiento del crecimiento económico mundial. Si bien a algunas de las principales economías avanzadas les están beneficiando la reducción de las dificultades y las políticas económicas acomodaticias, los crecientes desafíos estructurales y el endurecimiento de las condiciones financieras hacen que las perspectivas sean menos favorables para las economías emergentes. También se prevé que la recuperación del crecimiento del comercio mundial sea muy gradual y que, a medio plazo, la elasticidad del comercio con respecto a la actividad siga manteniéndose por debajo de la media de largo plazo.

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

1.2 EVOLUCIÓN MUNDIAL DE LOS PRECIOS

La inflación mundial se ha moderado desde junio, tras registrar un ligero aumento en los meses anteriores del año. En los países de la OCDE, la inflación general medida por los precios de consumo se estabilizó en el 1,7%, en tasa interanual, en octubre. La moderación de la inflación tuvo su origen, principalmente, en una contribución marginalmente negativa del componente energético, que se compensó con un aumento de los precios de los alimentos. Excluidos la energía y los alimentos, la inflación interanual medida por el IPC también se mantuvo estable en la OCDE en el 1,8% en octubre (véase cuadro 2). En las economías avanzadas, la inflación medida por los precios de consumo se redujo en Japón, se mantuvo estable en Estados Unidos y aumentó en el Reino Unido. La evolución también fue desigual en las economías emergentes, observándose un descenso de la inflación interanual medida por los precios de consumo en India, mientras que en China y Brasil se mantuvo prácticamente estable y aumentó en Rusia. De cara al futuro, se prevé que la inflación siga siendo moderada en un contexto de absorción muy lenta de la capacidad productiva sin utilizar y de debilidad de los precios de las materias primas.

Las perspectivas de la inflación mundial se ven notablemente afectadas por la evolución de los precios de las materias primas, en particular, los precios del petróleo. Desde comienzos de 2014, los precios de este producto han seguido una trayectoria descendente, situándose, en promedio, en niveles de alrededor de 84 dólares estadounidenses el barril en el trimestre en curso. El precio del barril de Brent se situaba, el 3 de diciembre, en 71 dólares estadounidenses, es decir, alrededor de un 35% por debajo del nivel registrado un año antes (véase gráfico 4). Este descenso de los precios del petróleo refleja el hecho de que los niveles de oferta han sido mayores que la demanda de crudo. Pese a los conflictos en Libia e Irak, la producción de la OPEP sobrepasó el objetivo oficial del grupo, mientras que la producción de petróleo de otros países ha aumentado como consecuencia de la explotación de petróleo no convencional (*shale oil*) en Estados Unidos. Al mismo tiempo, la demanda de petróleo ha seguido siendo débil, debido en parte a una desaceleración del sector industrial de China. De cara al futuro, el mercado de futuros sobre el petróleo prevé precios ligeramente más altos en el medio plazo, y los futuros de Brent con entrega en diciembre de 2015 se negocian actualmente a 76 dólares estadounidenses el barril.

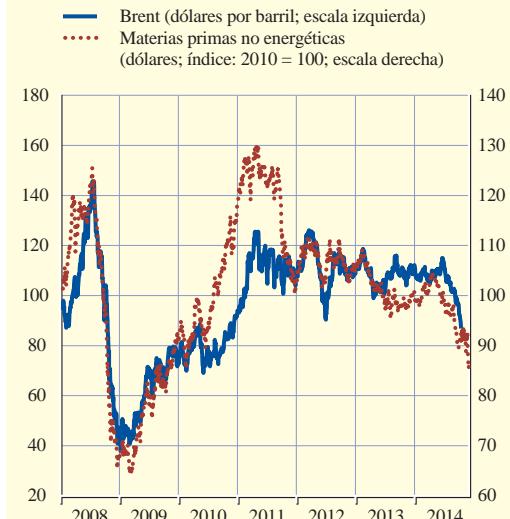
La evolución de los precios de las materias primas no energéticas ha seguido una trayectoria ligeramente ascendente desde comienzos del cuarto trimestre, tras registrar un descenso en septiembre. Desde comienzos de octubre, los precios han aumentado un 2%, como consecuencia de un incremento del 8% en los precios de los cereales y del 2% en los precios de los metales. El clima inusualmente frío imperante en Estados Unidos y el conflicto en curso entre dos grandes proveedores de cereales, Ucrania y Rusia, que está afectando tanto a las labores de siembra como a la actividad comercial, han hecho aumentar los precios recientemente. El índice de precios de las materias primas energéticas en términos agregados (denominado en dólares estadounidenses) se sitúa actualmente en torno a un 8% por debajo del nivel registrado hace un año, como consecuencia del descenso de los precios de los cereales determinado por una cosecha sin precedentes en Estados Unidos.

1.3 EVOLUCIÓN EN ALGUNAS ECONOMÍAS

ESTADOS UNIDOS

En Estados Unidos, la actividad económica cobró impulso en los últimos trimestres, tras una notable volatilidad de los datos a comienzos del año. Tras el fuerte repunte del crecimiento económico en el segundo trimestre, el crecimiento siguió siendo sólido en el tercer trimestre de 2014. La segunda estimación de la Oficina de Análisis Económico (Bureau of Economic Analysis) indica que el PIB real creció a una tasa anualizada del 3,9% (1% en tasa intertrimestral), respaldado tanto por la demanda interna como por la demanda externa. La demanda exterior neta contribuyó al crecimiento de forma sólida y positiva en un contexto de fuerte aumento de las exportaciones y de descenso de las importaciones. Por

Gráfico 4 Evolución de los precios de las materias primas



Fuentes: Bloomberg y HWWI.

su parte, el gasto en consumo personal y la inversión privada en capital fijo también contribuyeron positivamente al crecimiento, lo que confirma la solidez de las variables económicas fundamentales.

Los indicadores de alta frecuencia disponibles sugieren que la economía estadounidense mantendrá, probablemente, el ritmo de crecimiento positivo en el último trimestre de 2014, aunque el crecimiento del PIB real podría experimentar una ligera desaceleración en comparación con los dos trimestres anteriores. El consumo privado está respaldado por los positivos efectos riqueza, las mejoras sostenidas de las condiciones del mercado de trabajo que han dado lugar a un mayor crecimiento de la renta disponible, los elevados niveles de confianza de los consumidores y, desde el verano pasado, el significativo descenso de los precios de la gasolina. Las perspectivas a corto plazo de la actividad industrial también siguen siendo favorables, habida cuenta de los elevados niveles de confianza empresarial. Por lo que respecta al mercado de la vivienda, los datos recientes son coherentes con una recuperación moderada y sostenida, como lo indica el incremento de las ventas de viviendas, del número de viviendas iniciadas y de los visados de obra nueva en los últimos meses. Al mismo tiempo, los precios de la vivienda mantienen su trayectoria alcista, aunque últimamente la tasa de crecimiento se ha ralentizado ligeramente, mientras que la ratio de los precios de la vivienda en relación con los alquileres ha vuelto a situarse en niveles próximos a las medias históricas. En lo que respecta al comercio, el fortalecimiento previsto de la demanda interna, en particular de los componentes del gasto intensivos en importaciones como la inversión, también debería dar lugar a un repunte de las importaciones en el último trimestre de 2014. Por el contrario, se prevé que el ritmo de crecimiento de las exportaciones se vea frenado por la reciente apreciación del dólar estadounidense.

A más largo plazo, se prevé que continúe la recuperación de la economía estadounidense, con tasas de crecimiento por encima de la tendencia, respaldada por las mejoras sostenidas de los mercados de trabajo y de la vivienda, las condiciones financieras acomodaticias y la desaparición de las dificultades derivadas del saneamiento de los balances de los hogares y de la política fiscal.

La inflación se ha moderado con respecto al reciente máximo alcanzado en mayo y se ha estabilizado en los tres últimos meses. La inflación interanual medida por el IPC se situó en el 1,7% en octubre, lo que supone un descenso de 0,5 puntos porcentuales desde mayo. Esta evolución refleja, principalmente, la corrección de algunos factores transitorios, incluido un acusado descenso de los costes de la energía (desde un 3,4%, en tasa interanual, en mayo hasta un -1,6%, también en tasa interanual, en octubre), así como una estabilización de la inflación de los precios de los servicios. Por el contrario, la inflación de los precios de los alimentos y la vivienda aumentó ligeramente en los cinco últimos meses. La inflación interanual medida por el IPC, excluidos la energía y los alimentos, se mantuvo, en general, estable en los últimos meses, situándose en el 1,8% en octubre. De cara al futuro, se prevé que la inflación aumente gradualmente, respaldada por la lenta disminución de la capacidad no utilizada en el mercado de trabajo, aunque la reciente apreciación del dólar estadounidense y los descensos de los precios del petróleo tendrán un efecto moderador sobre la inflación en el corto plazo.

En el contexto de una mejora general de las perspectivas económicas, el Comité de Operaciones de Mercado Abierto de la Reserva Federal anunció, en la reunión celebrada los días 28 y 29 de octubre de 2014, su decisión de poner fin al programa de compras de activos a finales de octubre. El Comité reafirmó que, para determinar hasta cuándo mantendría la banda del 0% al 0,25% fijada como objetivo para el tipo de interés de los fondos federales, «tendrá en cuenta una amplia gama de indicadores, incluidos los relativos a las condiciones del mercado de trabajo, las presiones inflacionistas y las expectativas de inflación, así como las cifras sobre evolución financiera».

JAPÓN

En Japón, la actividad económica fue menos dinámica de lo previsto en el tercer trimestre, tras registrar una fuerte contracción en el segundo trimestre. La primera estimación provisional de la Oficina Económica del Gobierno indica que el PIB real registró una contracción imprevista del 0,4% en el tercer trimestre tras un descenso del 1,9% en el trimestre anterior, asociado al reequilibrio de la actividad que siguió al incremento del impuesto sobre el consumo el 1 de abril de 2014. La contracción del producto en el tercer trimestre tuvo su origen, principalmente, en la evolución de las existencias y en una caída de la inversión, tanto residencial como no residencial. El consumo privado volvió a crecer en el tercer trimestre, pero a una tasa reducida, mientras que las exportaciones experimentaron un repunte tras la debilidad observada desde el segundo semestre de 2013. Dado que también aumentaron las exportaciones, la demanda exterior neta solo contribuyó de forma marginal al crecimiento.

De cara al futuro, se prevé que el crecimiento se reanude en el cuarto trimestre. Los últimos datos de los indicadores cuantitativos sobre viviendas iniciadas sugieren que la inversión residencial ha comenzado a cobrar impulso, recuperando parte del terreno perdido en el tercer trimestre. La producción industrial creció a una tasa intermensual del 0,2% en octubre, según los datos provisionales, y el índice PMI de producción del sector manufacturero se incrementó hasta situarse en 52,7.

Por lo que respecta a la evolución de los precios, la inflación medida por el IPC ha seguido una trayectoria descendente desde mayo de 2014, situándose en un 2,9% en tasa interanual en octubre, dado que el impacto de la anterior depreciación del yen ya se ha disipado y que los precios de la energía siguen bajando. Si bien la caída de los precios de la energía debería suponer un impulso para la renta disponible en el medio plazo, a corto plazo puede atenuar la tendencia alcista de los precios y de las expectativas de inflación observada en Japón desde la puesta en marcha de la «Abenomía». Por último, actualmente se estima que el IPC, excluidos los efectos directos de la subida del impuesto sobre el consumo, se situará en torno al 1%, según las últimas cifras del Banco de Japón.

En su reunión más reciente sobre política monetaria, celebrada el 19 de noviembre de 2014, el Banco de Japón decidió no modificar sus principales directrices en esta materia. Esta decisión es continuación de la adoptada anteriormente por la que se amplió el programa de relajación cuantitativa y cualitativa en octubre acelerando el ritmo interanual de aumento de la base monetaria hasta unos 80 billones de yenes (desde los anteriores 60-70 billones). La decisión se adoptó a fin de anticiparse a los riesgos a la baja para los precios, asociados a la debilidad de la demanda tras el aumento del impuesto sobre el consumo y el notable descenso de los precios del petróleo.

REINO UNIDO

En el Reino Unido, el ritmo de la actividad económica siguió siendo robusto en los tres primeros trimestres de 2014. El motor del crecimiento fue la sólida demanda interna, en particular el consumo privado y la inversión inmobiliaria, respaldados a su vez por la reducción de la incertidumbre macroeconómica y las condiciones crediticias relativamente flexibles. El mercado de trabajo continuó fortaleciéndose y la tasa de desempleo se redujo hasta el 6% (el nivel más bajo de los cinco últimos años) en los tres meses transcurridos hasta septiembre, en comparación con la tasa de más del 7% observada un año antes. De cara al futuro, los datos de los indicadores de alta frecuencia y las encuestas sobre expectativas sugieren que el crecimiento económico seguirá siendo robusto en el corto plazo, aunque es probable que el ritmo de expansión se modere ligeramente en comparación con los tres primeros trimestres de 2014. A medio plazo, la necesidad de ajustar los balances del sector público y del sector privado continuará afectando a la actividad económica.

Durante 2014, la inflación se ha mantenido por debajo del objetivo del 2 % fijado por el Bank of England. La inflación interanual medida por el IPC aumentó ligeramente hasta el 1,3 % en octubre, principalmente como consecuencia de los efectos de base positivos de los precios del transporte. La inflación medida por los precios de consumo, excluidos la energía y los alimentos, se mantuvo en torno al 1,5 % en octubre. En general, se espera que las presiones inflacionistas sigan siendo moderadas y que la tasa de inflación se reduzca aún más en el corto plazo, reflejando las caídas de los precios de la energía y de las importaciones.

En su reunión de 4 de diciembre de 2014, el Comité de Política Monetaria del Bank of England mantuvo el tipo de interés oficial en el 0,5 % y el volumen de su programa de compras de activos en 375 mm de libras esterlinas.

OTRAS ECONOMÍAS EUROPEAS

En Suecia, el PIB real creció a una tasa intertrimestral del 0,3 % en el tercer trimestre de 2014, frente al 0,5 % del trimestre anterior. En Dinamarca, la actividad económica registró una aceleración, desde el 0,1 %, en tasa intertrimestral, en el segundo trimestre de 2014 hasta el 0,5 % en el tercer trimestre. En ambos países la actividad económica estuvo respaldada principalmente por la demanda interna. De cara al futuro, es probable que el crecimiento del PIB real cobre impulso en estos dos países. Por lo que respecta a la evolución de los precios, la inflación medida por el IAPC se ha mantenido, en general, en niveles moderados en los últimos meses, situándose en el 0,3 % tanto en Dinamarca como en Suecia en octubre. En Suiza, la actividad ha perdido algo de impulso desde comienzos de 2014, debido al debilitamiento de la demanda interna y a la atonía de las exportaciones, mientras que la inflación se ha mantenido en torno a cero. De cara al futuro, se prevé que el PIB solo crezca de forma moderada como consecuencia de la desaceleración del consumo privado, el gradual aumento de la inversión y la debilidad de la demanda externa. No obstante, se espera que el incremento de la renta disponible, los bajos tipos de interés y la inmigración continúen respaldando las perspectivas de crecimiento en el medio plazo.

En los Estados miembros más grandes de Europa Central y Oriental (PECO), la actividad económica ha continuado su expansión a un ritmo variable en el tercer trimestre de 2014, tras el robusto crecimiento registrado, en general, en el primer semestre del año. El crecimiento en el tercer trimestre fue particularmente sólido en Rumanía, con una expansión del PIB real del 1,9 % en tasa intertrimestral, tras la contracción del 0,3 % observada en el segundo trimestre. La actividad económica también siguió siendo vigorosa en Polonia, donde la tasa de variación intertrimestral del PIB real aumentó hasta el 0,9 % en el tercer trimestre, desde el 0,7 % del trimestre anterior. En la República Checa, el crecimiento del PIB real también experimentó una aceleración hasta una tasa intertrimestral del 0,4 % en el tercer trimestre, frente al 0,2 % registrado en el segundo trimestre. Al mismo tiempo, en Hungría, el crecimiento del PIB real siguió ralentizándose, descendiendo hasta el 0,5 % en el tercer trimestre, tras situarse en el 0,8 % en el trimestre anterior. De cara al futuro, se espera que la actividad económica en Europa Central y Oriental continúe siendo relativamente robusta, respaldada por el gradual fortalecimiento de la demanda interna. En cambio, se prevé un debilitamiento de las exportaciones, como consecuencia de la menor demanda de los principales socios comerciales de la región y de las distorsiones del comercio asociadas a las tensiones geopolíticas entre Rusia y Ucrania. La inflación interanual, medida por el IAPC, en los países de la región se mantiene, en general, en niveles moderados. Aunque en los últimos meses se ha registrado una ligera aceleración en la República Checa y Rumanía, las tasas de sitúan en niveles próximos a los mínimos históricos —alrededor de cero— en Polonia y Hungría. Esta evolución refleja la caída de los precios de la energía y los alimentos, como consecuencia, principalmente, de la evolución global y de la relativa moderación de las presiones de costes internas.

En Turquía, tras el sólido incremento del pasado año, la actividad económica registró una contracción del 0,5% en tasa intertrimestral en el segundo trimestre de 2014, provocada por la debilidad generalizada de los distintos componentes. Para lo que resta de 2014, los indicadores adelantados y de alta frecuencia sugieren que el ritmo de crecimiento será lento. Entre los aspectos positivos, cabe señalar que el ritmo de la producción industrial y de las ventas del comercio al por menor ha mejorado recientemente, al trasladarse a la economía la relajación de la orientación de la política monetaria registrada desde mayo. Entre los aspectos negativos, se han producido un deterioro de las condiciones financieras externas y un debilitamiento de la demanda externa, que refleja la atonía del crecimiento en la UE, la escalada de las tensiones en Irak y la caída de la demanda de Rusia. Además, la inflación se ha mantenido en niveles elevados, lo que ha supuesto una erosión del poder adquisitivo de los hogares.

En Rusia, se mantuvo la atonía del crecimiento económico en 2014. El PIB real creció solo un 0,2%, en tasa intertrimestral, en el segundo trimestre de 2014, lastrado por una notable caída del consumo privado. La escalada del conflicto con Ucrania, que dio lugar a un endurecimiento de las condiciones financieras y de las restricciones comerciales y de financiación, la aceleración de las presiones inflacionistas y el aumento de la incertidumbre han frenado el crecimiento en el segundo semestre del año. La reciente caída de los precios del petróleo supone una presión añadida para la economía que ya se está viendo limitada por unas notables rigideces estructurales, con posibles implicaciones negativas para la inversión en proyectos relacionados con la energía. La inflación medida por los precios de consumo ha continuado aumentando hasta situarse en el 8,3%, en tasa interanual, en octubre, cifra considerablemente superior al objetivo del 4% (con un intervalo de tolerancia de ± 1.5 puntos porcentuales), establecido por el banco central. Esta evolución refleja, principalmente, la acusada depreciación del rublo y la subida de los precios de los alimentos, que han obligado al banco central a dar una orientación aún más restrictiva a su política monetaria mediante una serie de incrementos del principal tipo de interés oficial a lo largo del año, hasta situarlo en el 9,5% en noviembre de 2014 (es decir, una subida de 400 puntos básicos desde comienzos del año).

ECONOMÍAS EMERGENTES DE ASIA

El gradual descenso del crecimiento del PIB real en China registrado desde finales de 2013 continuó en el tercer trimestre. El consumo y el comercio exterior fueron los principales motores del crecimiento, mientras que se redujo la contribución de la inversión, principalmente como consecuencia de una desaceleración de la inversión residencial y una moderación del crecimiento del crédito. El mercado inmobiliario de China, aunque sigue deteriorándose, muestra indicios de una incipiente estabilización. El ritmo de caída, tanto de la actividad como de los precios en este sector se ralentizó al inicio del cuarto trimestre tras la aprobación, por parte de las autoridades centrales y locales, de una serie de medidas acomodaticias en los últimos meses, como la relajación de los requisitos en materia de depósitos y de las restricciones de compra. Además, el proceso de urbanización en marcha y el sólido crecimiento de la renta continúan respaldando esta evolución.

Las presiones inflacionistas en el conjunto de la economía se sitúan en una senda descendente y oscilan en torno a los mínimos de los últimos dos años y medio, lo que refleja la tibieza de la demanda y el exceso de capacidad en la industria pesada. En particular, la inflación medida por el IPRI ha registrado cifras negativas durante 32 meses, es decir, el período más prolongado desde 1997. En consonancia con las bajas tasas de inflación, el 21 de noviembre de 2014, el Banco Central de la República Popular China redujo sus tipos de interés de referencia de los depósitos y préstamos por vez primera desde julio de 2012. En línea con el objetivo de las autoridades de limitar el aumento del apalancamiento en el conjunto de la economía, los flujos de crédito han seguido moderándose, debido en particular a la supervisión más estricta de las actividades bancarias en la sombra. Posiblemente como consecuencia de esa acumulación de

deuda, los préstamos morosos han venido aumentando de forma sostenida desde 2012 y se dispararon en el tercer trimestre de este año. No obstante, dado que representan alrededor del 1 % del total de préstamos pendientes, se sitúan todavía en un nivel muy reducido desde una perspectiva histórica.

Por lo que respecta a otras economías emergentes de Asia, la recuperación económica sigue siendo gradual tras un período de débil crecimiento, ya que la desaceleración de la economía china en los últimos meses afectó especialmente a muchos países de la región orientados a la exportación.

En India, tras la elección del nuevo Gobierno, la confianza se mantiene en niveles elevados y los mercados bursátiles siguen recuperándose. El favorable clima económico es coherente con un crecimiento interanual del PIB del 6 % (a precios de mercado) en el tercer trimestre de 2014. En su calidad de gran importador neto de materias primas, a India le beneficia la caída de precios de dichas materias, mientras que a sus exportaciones, impulsadas por los servicios, les afecta menos la actual debilidad de la demanda mundial de bienes manufacturados. La inflación también se ha reducido de forma acusada en el transcurso del año como resultado del descenso de los precios de la energía y los alimentos y de las restrictivas políticas fiscal y monetaria.

En Indonesia, la mejora del clima económico asociada a la elección del nuevo presidente no se ha traducido todavía en unos resultados económicos más favorables, y el crecimiento del PIB (un 1,2 %, en tasa intertrimestral) ha seguido siendo débil en el tercer trimestre de 2014, debido principalmente a la atonía de la demanda externa. Tras un acusado descenso en los ocho primeros meses del año, la inflación experimentó una aceleración en el contexto del reciente recorte de las subvenciones a los combustibles por parte del nuevo Gobierno. En respuesta a la subida de los precios de los combustibles, el banco central de Indonesia decidió elevar el tipo de interés oficial en 25 puntos básicos hasta el 7,75 %. En Corea, el crecimiento del PIB mejoró ligeramente en el tercer trimestre de 2014 (0,9 % en tasa intertrimestral), dado que las medidas de estímulo monetario y fiscal beneficiaron al consumo. No obstante, la moderación de la demanda de China, sumada a la debilidad del yen japonés ha afectado a las importaciones de Corea, que se contrajeron en el tercer trimestre, creando incertidumbre con respecto a la recuperación del país impulsada por las exportaciones. Considerando que la inflación medida por los precios de consumo sigue siendo baja, el Banco de Corea decidió recortar aún más los tipos de interés, en 25 puntos básicos, en octubre.

AMÉRICA LATINA

La desaceleración del crecimiento en América Latina ha continuado en el segundo semestre del año, al tiempo que se han acentuado las tendencias divergentes observadas en la región. La evolución refleja, principalmente, notables deficiencias internas, asociadas en parte a los precios más bajos de las materias primas y a los costes de producción más elevados, pero también a los sustanciales desequilibrios que registran algunas economías importantes.

Brasil se enfrenta a un entorno de bajo crecimiento y elevada inflación. Tras dos trimestres de crecimiento negativo, el PIB real aumentó tan solo un 0,1 %, en tasa intertrimestral, en el tercer trimestre de 2014, respaldado por la inversión y el consumo públicos, mientras que el consumo privado continuó debilitándose. El sustancial endurecimiento de la política monetaria, el debilitamiento de la demanda externa, la fragilidad de la confianza y la incertidumbre en torno a la política económica han afectado al crecimiento. Al mismo tiempo, las presiones inflacionistas se han intensificado en los últimos meses sobre pasando el límite superior del 6,5 % del objetivo de inflación, como resultado, en gran medida, de la depreciación del tipo de cambio. Esta situación, sumada a las elevadas expectativas de inflación, obligó al banco central a elevar aún más el tipo de interés oficial, hasta el 11,25 %, en octubre (un aumento de 25 puntos básicos).

Argentina se encuentra actualmente en una fase de recesión. Según el indicador de actividad económica mensual, el producto real se redujo un $-0,2\%$, en tasa interanual, en septiembre de 2014. Los abultados desequilibrios internos, la elevada inflación y una débil posición fiscal están frenando el crecimiento. La menor demanda de Brasil, uno de los principales socios comerciales de Argentina, y el aumento de la incertidumbre tras el impago técnico de su deuda externa a finales de octubre han supuesto una carga adicional para la economía.

En México, por el contrario, la actividad se está recuperando de la acusada desaceleración sufrida en 2013, al tiempo que se está beneficiando del fortalecimiento de la demanda en Estados Unidos, la política fiscal expansiva y los reducidos tipos de interés. El PIB real creció a una tasa intertrimestral del $0,5\%$ en el tercer trimestre, frente al 1% del trimestre anterior. La pérdida de impulso guardó relación, principalmente, con la debilidad de los sectores industrial y de servicios, mientras que la producción agrícola experimentó una mejora. No obstante, el Gobierno está intensificando sus esfuerzos para implementar el sustancial conjunto de reformas estructurales introducidas desde 2013, encaminadas a estimular el crecimiento en los próximos años. La inflación interanual medida por los precios de consumo repuntó en los últimos meses, situándose en el $4,3\%$ en octubre de 2014, impulsada, principalmente, por los precios agícolas y de la energía.

1.4 TIPOS DE CAMBIO

Desde comienzos de septiembre hasta el 3 de diciembre de 2014, el euro se depreció frente a las monedas de la mayoría de los principales socios comerciales de la zona del euro. Los movimientos de los tipos de cambio guardaron relación, en gran medida, con la evolución de las expectativas respecto a la trayectoria de la política monetaria y con los ajustes de las expectativas de los mercados en cuanto a las perspectivas económicas de la zona del euro en relación con otras grandes economías. El 3 de diciembre 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 $1,8\%$ por debajo del nivel registrado a comienzos de septiembre y un $3,9\%$ por debajo del observado un año antes (véanse gráfico 5 y cuadro 3).

No obstante, el movimiento generalizado a la baja del tipo de cambio efectivo del euro durante el período analizado oculta algunos patrones divergentes en el tipo de cambio bilateral del euro frente a monedas de países no pertenecientes a la UE. En términos bilaterales, desde comienzos de septiembre el euro se ha depreciado frente al dólar estadounidense ($6,1\%$) y, en mucha menor medida, frente a la libra esterlina. Por el contrario, se apreció considerablemente frente al yen japonés ($7,5\%$) tras el anuncio de la ampliación del programa de

Gráfico 5 Tipos de cambio efectivos nominales del euro, del dólar estadounidense y del yen japonés

(datos diarios; índice: I 1999 = 100)

— Euro
··· Dólar estadounidense
— Yen japonés



Fuente: BCE.

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

Cuadro 3 Evolución del tipo de cambio del euro

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

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

Fuente: BCE.

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

relajación monetaria cuantitativa y cualitativa por parte del Banco de Japón a finales de octubre. Durante ese período, el euro también se apreció frente a la mayoría de las monedas de los países exportadores de materias primas y de varias economías emergentes de Asia, con la notable excepción del renminbi chino, frente al que se depreció un 6,1 %. Al mismo tiempo, desde comienzos de septiembre, el euro se ha apreciado un 33,5 % frente al rublo ruso.

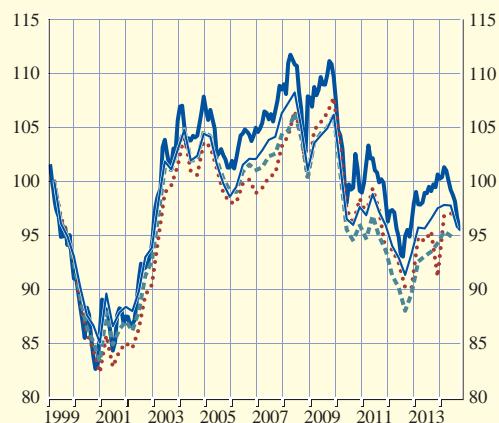
En cuanto a las monedas de otros Estados miembros de la UE, el tipo de cambio del euro se ha apreciado en los tres últimos meses frente a la corona sueca (un 0,9 %), la kuna croata (un 0,8 %) y el leu rumano (un 0,7 %), pero se ha debilitado frente al forinto húngaro (un 2,4 %) y el esloti polaco (un 1,2 %). La litas lituana y la corona danesa, que participan en el MTC II, se han mantenido, en general, estables frente al euro, cotizando al tipo de cambio correspondiente a las respectivas paridades centrales o en niveles próximos a dichas paridades.

Por lo que respecta a los indicadores de competitividad internacional en términos de precios y costes de la zona del euro, en noviembre de 2014, el tipo de cambio efectivo real del euro basado en los precios de consumo se situaba un 4 % por debajo del nivel registrado un año antes (véase gráfico 6). Este descenso refleja tanto la depreciación del tipo de cambio efectivo nominal como una tasa de inflación de los precios de consumo ligeramente menor en la zona del euro en comparación con sus principales socios comerciales.

Gráfico 6 Tipos de cambio efectivos reales del euro

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

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



Fuente: BCE.

Nota: Los tipos de cambio efectivos reales del euro se calculan frente a las monedas de 20 de los socios comerciales más importantes de la zona del euro. Las series se deflactan por el índice de precios de consumo (IPC), por los costes laborales unitarios del total de la economía (CLUT), por el defactor del PIB (PIB) y por el índice de precios industriales (IPRI) respectivamente.

2 EVOLUCIÓN MONETARIA Y FINANCIERA

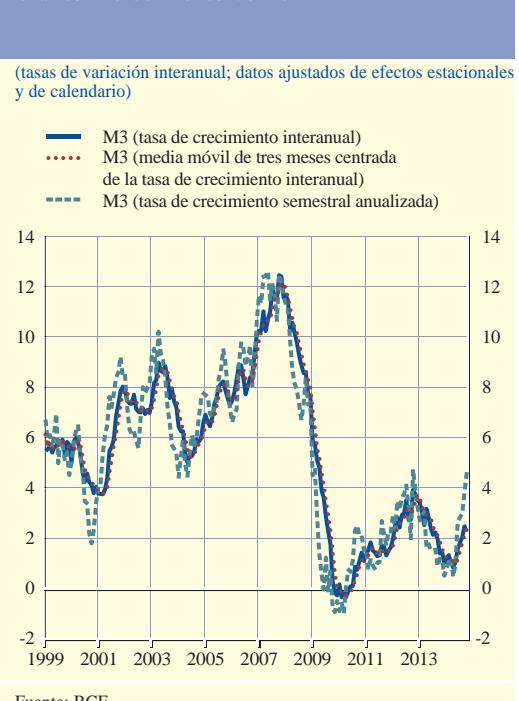
2.1 DINERO Y CRÉDITO DE LAS IFM

La información disponible para el tercer trimestre y octubre de 2014 confirma la continuación del débil crecimiento monetario y crediticio subyacente en un entorno de baja inflación. Al mismo tiempo, el crecimiento de M3 se recuperó ligeramente tras el mínimo observado en abril. Además, se reafirman las señales de haber alcanzado un punto de inflexión en la dinámica de los préstamos en el segundo trimestre (especialmente en relación con los préstamos a las sociedades no financieras). En este contexto, es de esperar que la disminución de la incertidumbre tras la finalización de la evaluación global y las medidas más recientes de política monetaria incentiven la concesión de crédito bancario, así como la transmisión de las favorables condiciones de financiación de las entidades de crédito a las condiciones de los préstamos. En cuanto a las demás contrapartidas de M3, la creación de dinero en la zona del euro se vio respaldada en el tercer trimestre y en octubre por un nuevo descenso de los pasivos financieros a más largo plazo y una reducción del impacto negativo de la contracción del crédito. La acumulación de activos exteriores netos por parte de las IFM continuó siendo la principal fuente de creación de dinero en la zona del euro, en términos interanuales, aunque el ritmo de dicha acumulación se ralentizó. La disminución de los principales activos de las IFM se volvió a acentuar en octubre debido, sobre todo, a la mayor contracción de dichos activos en los países no sometidos a tensiones.

La tasa de crecimiento interanual de M3 continuó recuperándose y se situó en el 2,5% en octubre, frente al 2% del tercer trimestre y al 1,1% del segundo (véanse gráfico 7 y cuadro 4). Esta evolución del crecimiento interanual de M3 reflejó la persistente preferencia del sector tenedor de dinero por la liquidez monetaria en un contexto de tipos de interés muy bajos. Los muy reducidos niveles de remuneración de los activos monetarios hicieron que dicho sector mantuviera su preferencia por los depósitos a la vista frente a otros depósitos incluidos en M3, lo que reforzó el sólido crecimiento interanual de M1. Al mismo tiempo, consideraciones de rentabilidad/riesgo han podido llevar a los inversores que buscan rentabilidad a desplazar parte de sus activos monetarios hacia instrumentos menos líquidos no contenidos en M3 con niveles de remuneración más elevados, como los fondos de inversión.

Los préstamos a las Administraciones Públicas continuaron disminuyendo en el tercer trimestre, aunque a un ritmo más lento. De igual modo, los préstamos al sector privado no financiero mantuvieron su frágil dinámica tanto en el tercer trimestre como en octubre, pero su tasa de contracción volvió a descender. Esta evolución respalda aún más la valoración de que la dinámica del crédito alcanzó un punto de inflexión en el segundo trimestre, especialmente en el caso de los préstamos a las sociedades no financieras. Este giro sería coherente con la relación histórica adelanto/retardo entre los préstamos de las IFM a los distintos sectores y el ciclo económico. Además, se espera que los préstamos al sector privado se beneficien de la disminución de la incertidumbre tras la finalización de la reciente evaluación global llevada a cabo por el BCE, así como de la

Gráfico 7 Crecimiento de M3



Cuadro 4 Cuadro resumen de variables monetarias

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

	Saldos vivos en porcentaje de M3 ¹⁾	Tasas de crecimiento interanual					
		2013 IV	2014 I	2014 II	2014 III	2014 Sep	2014 Oct
M1	56,7	6,4	6,0	5,3	5,8	6,2	6,2
Efectivo en circulación	9,4	4,1	6,0	5,6	5,7	6,0	5,6
Depósitos a la vista	47,3	6,9	6,0	5,2	5,8	6,2	6,3
M2 - M1 (= otros depósitos a corto plazo)	37,1	-1,2	-2,4	-2,1	-1,7	-1,6	-2,1
Depósitos a plazo hasta dos años	16,0	-6,3	-6,8	-5,4	-4,3	-3,9	-4,9
Depósitos disponibles con preaviso hasta tres meses	21,0	3,3	1,4	0,7	0,3	0,3	0,2
M2	93,8	3,1	2,4	2,1	2,6	3,0	2,7
M3 - M2 (= instrumentos negociables)	6,2	-17,1	-13,1	-12,4	-6,8	-4,4	-1,0
M3	100,0	1,5	1,2	1,1	2,0	2,5	2,5
Crédito a residentes en la zona del euro		-1,2	-1,9	-2,3	-1,9	-1,6	-1,3
Crédito a las Administraciones Públicas	0,1	-0,2	-1,3	-1,5	-0,5	-0,1	
Préstamos a las Administraciones Públicas	-6,7	-4,0	-2,6	-1,0	-0,7	-1,3	
Crédito al sector privado	-1,6	-2,3	-2,5	-2,0	-1,9	-1,7	
Préstamos al sector privado	-2,2	-2,3	-1,9	-1,5	-1,2	-1,1	
Préstamos al sector privado ajustados de ventas y titulizaciones ²⁾	-1,8	-2,0	-1,5	-0,9	-0,6	-0,5	
Pasivos financieros a más largo plazo (excluidos capital y reservas)		-3,6	-3,4	-3,4	-3,4	-3,7	-4,8

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.

aplicación de las medidas de política monetaria no convencionales anunciadas en junio y septiembre. Estas últimas incluyen, en concreto, operaciones de financiación a plazo más largo con objetivo específico (TLTRO), el programa de compras de bonos de titulización de activos y el tercer programa de adquisiciones de bonos garantizados. Estas medidas están destinadas a mejorar las condiciones de financiación y la capacidad de préstamo de las entidades de crédito, aunque es necesario que pase un tiempo antes de que se reflejen en los volúmenes de crédito. Asimismo, los resultados de la encuesta sobre préstamos bancarios de octubre de 2014 ofrecen indicios adicionales de un giro en la dinámica crediticia, dado que las entidades de crédito señalan una mejora gradual de las condiciones de los préstamos a las empresas y hogares de la zona del euro, así como una recuperación de la demanda de préstamos.

La acumulación de activos exteriores netos por parte de las IFM continuó siendo la principal fuente de creación de dinero, en términos interanuales, en la zona del euro en el tercer trimestre y en octubre, aunque el ritmo de dicha acumulación se ralentizó. En el período de doce meses transcurrido hasta octubre, la posición acreedora neta frente al exterior de las IFM de la zona del euro aumentó en 306 mm de euros, frente a un máximo de 413 mm de euros en el período de doce meses transcurridos hasta julio. La disminución de los pasivos financieros a más largo plazo (excluidos capital y reservas) también siguió favoreciendo la creación de dinero en el tercer trimestre y se acentuó en octubre. En cambio, las entidades de crédito continuaron incrementando su capital en el tercer trimestre y en octubre, lo que se tradujo en un nuevo aumento del capital y reservas.

La contracción de los principales activos de las IFM volvió a acentuarse en octubre. En concreto, estos activos disminuyeron en 119 mm de euros en los tres meses transcurridos hasta octubre, en comparación

con un descenso de 21 mm de euros en los tres meses anteriores. Esta mayor contracción se debió, sobre todo, a que la reducción registrada en los países no sometidos a tensiones fue más acusada. Si se analizan los distintos tipos de activos, la disminución de los principales activos de las IFM estuvo determinada, fundamentalmente, por la significativa caída del crédito interbancario y el retroceso del crédito bancario al sector privado, que se vieron contrarrestados parcialmente por el aumento del crédito a las Administraciones Públicas.

En conjunto, la evolución monetaria del período transcurrido hasta octubre confirmó la debilidad general del crecimiento monetario y crediticio en un entorno de baja inflación, aunque se registraron señales de inflexión a partir del segundo trimestre de 2014.

PRINCIPALES COMPONENTES DE M3

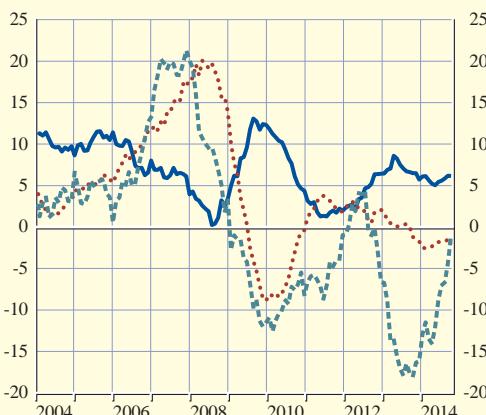
El crecimiento interanual de M3 en el tercer trimestre y en octubre volvió a estar determinado, principalmente, por la evolución de M1. Los muy reducidos niveles de remuneración de los activos monetarios siguieron traduciéndose en que dicho sector prefirió los depósitos a la vista frente a otros depósitos incluidos en M3. El continuo desplazamiento hacia los depósitos a la vista sugiere que la información anecdótica sobre la aplicación de tipos negativos a los depósitos de las grandes empresas no ha inducido todavía a los clientes a mover volúmenes de fondos significativos a los depósitos a muy corto plazo. Por tanto, el agregado monetario estrecho (M1) fue el único componente que contribuyó positivamente al crecimiento interanual de M3 (véase gráfico 8). La contribución negativa de otros depósitos a corto plazo (es decir, M2 menos M1) se estabilizó en el tercer trimestre, antes de pasar a ser más negativa en octubre. En cambio, la contribución negativa de los instrumentos negociables (es decir, M3 menos M2) siguió moderándose.

El análisis de los distintos componentes de M3 indica que la tasa de crecimiento interanual de M1 registró un incremento adicional en términos trimestrales y se situó en el 5,8 % en el tercer trimestre y en el 6,2 % en octubre, frente al 5,3 % del segundo trimestre (véase cuadro 4). Esta aceleración fue reflejo del aumento de los depósitos a la vista, que en el tercer trimestre fue atribuible principalmente a los depósitos de los hogares (y, en menor medida, de las sociedades no financieras). En octubre, los intermediarios financieros no monetarios distintos de las empresas de seguros y fondos de pensiones (es decir, OIF) también contribuyeron a estos flujos de entrada. Entre tanto, la tasa de crecimiento interanual del efectivo en circulación se mantuvo básicamente estable en el 5,7 % en el tercer trimestre, frente al 5,6 % del segundo trimestre, antes de situarse en el 5,6 % en octubre. El crecimiento de otros depósitos a corto plazo se debilitó, con tasas de variación interanual negativas del -1,7 % y del -2,1 % en el tercer trimestre y en octubre, respectivamente, mientras que la tasa de crecimiento interanual de los instrumentos negociables siguió siendo cada vez menos negativa, pasando del -12,4 % en el segundo trimestre al -6,8 % en el tercero y al -1 % en octubre.

Gráfico 8 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.

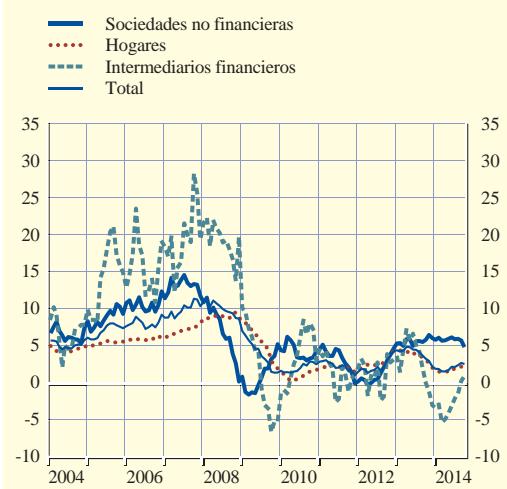
En cuanto a otros depósitos a corto plazo, las salidas registradas en los depósitos a corto plazo (es decir, depósitos a plazo hasta dos años) repuntaron otra vez en octubre, y la tasa de crecimiento interanual de estos depósitos fue del $-4,9\%$ (frente al $-4,3\%$ del tercer trimestre y el $-5,4\%$ del segundo). La tasa de crecimiento interanual de los depósitos de ahorro a corto plazo (es decir, depósitos disponibles con preaviso hasta tres meses) se redujo de nuevo, situándose en el $0,2\%$ en octubre y en el $0,3\%$ en el tercer trimestre (frente al $0,7\%$ del segundo trimestre). Esta evolución general siguió obedeciendo sobre todo a las rentabilidades excepcionalmente bajas de estos depósitos en relación con otros instrumentos de inversión a plazos más largos, mientras que los muy reducidos niveles de remuneración de los activos monetarios se tradujeron en que el sector tenedor de dinero prefirió los depósitos a la vista frente a otros depósitos incluidos en M3 (sobre todo en octubre).

Por lo que respecta a la evolución de los instrumentos negociables, la tasa de variación interanual de las cesiones temporales fue del $4,6\%$ en el tercer trimestre, frente al $-5,8\%$ en el segundo, y volvió a aumentar hasta situarse en el $10,2\%$ en octubre. La tasa de variación interanual de las participaciones en fondos del mercado monetario también se incrementó sustancialmente, y se situó en el $-4,8\%$ en el tercer trimestre, en comparación con el $-9,2\%$ del segundo, antes de pasar a ser positiva (1%) en octubre. En cambio, la tasa de variación interanual de los valores representativos de deuda a corto plazo (esto es, con vencimiento inicial hasta dos años) de las IFM en poder del sector tenedor de dinero continuó siendo marcadamente negativa y se situó en el $-26,6\%$ en el tercer trimestre y en el $-21,8\%$ en octubre, frente al $-30,7\%$ del segundo trimestre. Es probable que las consideraciones de rentabilidad/riesgo y la mayor preferencia por la liquidez hayan llevado a los inversores a reasignar sus fondos, desplazándolos de M3 hacia activos con niveles de remuneración más elevados. No obstante, los niveles de remuneración de los instrumentos negociables incluidos en M3 se mantienen bajos, lo que sugiere que la búsqueda de rentabilidad por parte de los inversores continúa siendo un factor importante, aunque menos que en trimestres anteriores. Al mismo tiempo, los incentivos regulatorios en el contexto de Basilea III siguen animando a las entidades de crédito a aumentar su financiación mediante depósitos, lo que contribuye a la falta de dinamismo de las emisiones de valores representativos de deuda de las IFM. Asimismo, es probable que los fondos a más largo plazo obtenidos mediante las TLTRO de septiembre hayan sustituido, en parte, a estas fuentes de financiación bancaria.

La tasa de crecimiento interanual de los depósitos totales de M3, que incluyen todos los depósitos a corto plazo y las cesiones temporales, se incrementó hasta el $2,3\%$ en el tercer trimestre, desde el $1,7\%$ del segundo trimestre, antes de seguir aumentando y situarse en el $2,5\%$ en octubre (véase gráfico 9). Los hogares continuaron siendo el sector que más contribuyó a dicha tasa de crecimiento, aunque la tasa de avance interanual de los depósitos de M3 de los hogares se mantuvo contenida en términos históricos (el $2,1\%$ en octubre). En cambio, la tasa de crecimiento interanual de los depósitos de M3 de las sociedades no financieras cayó hasta el $4,8\%$ en octubre, desde el $5,9\%$ del segundo y tercer trimestres (aunque su nivel se mantuvo elevado).

Gráfico 9 Depósitos a corto plazo y cesiones temporales

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



Fuente: BCE.

Nota: Sector IFM, excluido el Eurosistema.

Tanto los hogares como las sociedades no financieras siguieron reasignando sus fondos dentro de los depósitos de M3, desplazándolos hacia los depósitos a la vista (el componente más líquido de los depósitos de M3). Es probable que esta evolución refleje tanto la preferencia general por una liquidez más elevada en un entorno de bajos tipos de interés como la posible incertidumbre de las empresas sobre su acceso a la financiación (particularmente debido a los requisitos regulatorios aplicables a las líneas de crédito en el contexto de Basilea III). Sin embargo, en octubre, la calidad del aumento mensual de los depósitos de M3 fue distinta de la observada en meses anteriores, dado que se derivó, fundamentalmente, del incremento de los depósitos mantenidos por los intermediarios financieros no monetarios, mientras que la evolución de los depósitos de M3 de los hogares y de las sociedades no financieras fue reflejo, sobre todo, de la reasignación de fondos dentro de M3, con desplazamientos hacia los componentes más líquidos.

PRINCIPALES CONTRAPARTIDAS DE M3

En cuanto a las contrapartidas de M3, las mayores salidas registradas en pasivos financieros a más largo plazo contribuyeron al crecimiento de M3 en el tercer trimestre y en octubre, al igual que la reducción del impacto negativo de la contracción del crédito. Al mismo tiempo, el respaldo al crecimiento interanual del agregado monetario amplio procedente de fuentes externas de creación de dinero disminuyó en el período analizado.

La tasa de variación interanual del crédito otorgado por las IFM a las Administraciones Públicas continuó descendiendo en el tercer trimestre, situándose en el -1,5%, frente al -1,3% del segundo trimestre, pero después se recuperó y se situó en el -0,1% en octubre (véase cuadro 4).

Mientras tanto, la tasa de crecimiento interanual del crédito concedido por las IFM al sector privado continuó recuperándose gradualmente y se situó en el -1,7% en octubre, frente al -2% del tercer trimestre y al -2,5% del segundo. Entre sus componentes, la tasa de variación interanual de los valores representativos de deuda continuó siendo marcadamente negativa, con un nivel de -8% en octubre, en comparación con el -7,8% del tercer trimestre y el -8,1% del segundo. La tasa de crecimiento interanual de las acciones y otras participaciones se incrementó hasta alcanzar el 2,5% en octubre, frente al 2,1% del tercer trimestre y el 0,1% del segundo. La tasa de variación interanual de los préstamos al sector privado, ajustados de ventas y titulizaciones, aumentó hasta situarse en el -0,5% en octubre, frente al -0,9% del tercer trimestre y el -1,5% del segundo. Desde una perspectiva sectorial, la tasa de crecimiento interanual de los préstamos a los hogares volvió a elevarse ligeramente en el tercer trimestre y en octubre, manteniéndose por tanto en niveles moderadamente positivos, mientras que las tasas de crecimiento interanual de los préstamos a las sociedades no financieras y de los préstamos a los intermediarios financieros no monetarios permanecieron en niveles negativos (aunque también aumentaron). La evolución de los tres sectores fue generalizada en los países de la zona del euro.

La tasa de crecimiento interanual de los préstamos concedidos por las IFM a los hogares (ajustados de ventas y titulizaciones) permaneció prácticamente estable en los últimos trimestres (aunque aumentó ligeramente) y se situó en el 0,6% en octubre, en comparación con el 0,5% del tercer trimestre y el 0,4% del segundo. La suma de los flujos de crédito al consumo y de otros préstamos a hogares se mantuvo básicamente sin variación en el tercer trimestre y en octubre. En cambio, la contribución de los préstamos para adquisición de vivienda fue positiva en el tercer trimestre y en octubre. Estos resultados son coherentes con los indicios procedentes de la encuesta sobre préstamos bancarios y la evolución de los precios de la vivienda, que sugieren un fortalecimiento gradual de la actividad en el mercado de préstamos para adquisición de vivienda.

La tasa de variación interanual de los préstamos concedidos por las IFM a las sociedades no financieras (ajustados de ventas y titulizaciones) continuó recuperándose (aunque permaneció en niveles negativos)

y se situó en el $-1,6\%$ en octubre, frente al $-2,1\%$ del tercer trimestre y el $-2,7\%$ del segundo. Este resultado fue reflejo del nuevo aumento de la contribución de los préstamos a corto plazo. Adoptando una perspectiva a más largo plazo, la evolución que registraron los préstamos a las sociedades no financieras en octubre está en consonancia con la valoración de que su dinámica interanual alcanzó un punto de inflexión en el segundo trimestre de 2014, y muestra al mismo tiempo una estabilización de los flujos mensuales en valores reducidos, aunque negativos (especialmente en los países en dificultades).

Desde una perspectiva más general, el crédito bancario de la zona del euro sigue reflejando factores de oferta y de demanda, aunque con una heterogeneidad considerable entre países. La fragmentación de los mercados financieros por países sigue contribuyendo a los elevados costes de financiación soportados por los sectores no financieros en algunos territorios, lo que afecta negativamente al gasto y a los gastos de capital del sector privado. Además, las necesidades de desapalancamiento del sector privado también pueden estar debilitando la demanda de crédito en varios países. Por último, en un entorno de acceso limitado a la financiación bancaria en algunos Estados, las empresas han recurrido cada vez más a fuentes de financiación alternativas, como los recursos generados internamente y, en el caso de empresas no financieras más grandes, el acceso directo a los mercados de capitales (véase sección 2.6).

En cuanto a las demás contrapartidas de M3, la tasa de variación interanual de los pasivos financieros a más largo plazo de las IFM (excluidos capital y reservas) registró un nuevo descenso y se situó en el $-4,8\%$ en octubre, frente al $-3,4\%$ del segundo y el tercer trimestres (véase gráfico 10). La contracción continua de estos pasivos financieros supone un respaldo adicional al crecimiento de M3, especialmente en lo que respecta a los desplazamientos de fondos de depósitos a largo plazo a depósitos a la vista. Al mismo tiempo, la reducción de los valores representativos de deuda a más largo plazo de las IFM

Gráfico 10 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)

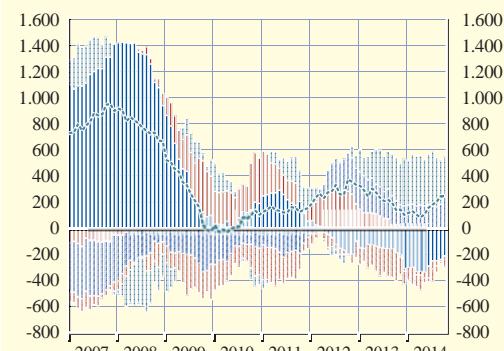


Fuente: BCE.

Gráfico 11 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.

refleja las menores necesidades de financiación de las entidades de crédito en un contexto de desapalancamiento, así como los incentivos para optar por los fondos del Eurosistema a más largo plazo disponibles a través de las TLTRO.

Los activos exteriores netos de las IFM registraron entradas más moderadas, por valor de 28 mm de euros en el tercer trimestre y de 10 mm de euros en octubre (véase gráfico 11). Esta reducción de los flujos, que sucedió a una serie de cuantiosas entradas desde mediados de 2012, mermó el respaldo prestado al crecimiento monetario. 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 dicho sector. Por tanto, estos flujos reflejan la menor preferencia de los inversores por los activos de la zona del euro, como avalan las encuestas llevadas a cabo entre los inversores en los últimos meses. (Para más información sobre la evolución reciente de la balanza de pagos de la zona del euro, véase el recuadro 1.)

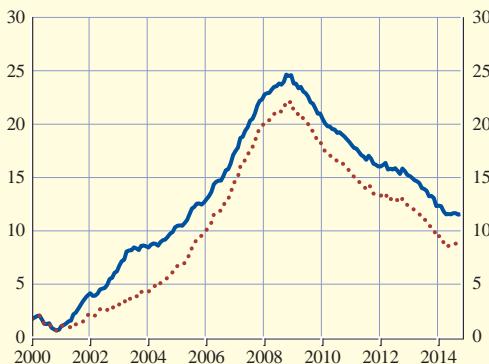
VALORACIÓN GENERAL DE LA SITUACIÓN DE LIQUIDEZ MONETARIA

La débil evolución de M3 observada entre finales de diciembre de 2013 y octubre de 2014 se ha traducido, en conjunto, en nuevas disminuciones de la liquidez monetaria acumulada en la zona del euro con anterioridad a la crisis financiera, aunque apunta a un cierto aumento de la liquidez monetaria real en los últimos meses (véanse gráficos 12 y 13). Algunos indicadores de la liquidez monetaria que son objeto de seguimiento por parte del BCE sugieren que se ha reducido significativamente el exceso de liquidez que se acumuló

Gráfico 12 Estimaciones de la brecha monetaria nominal¹⁾

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

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



Fuente: BCE.

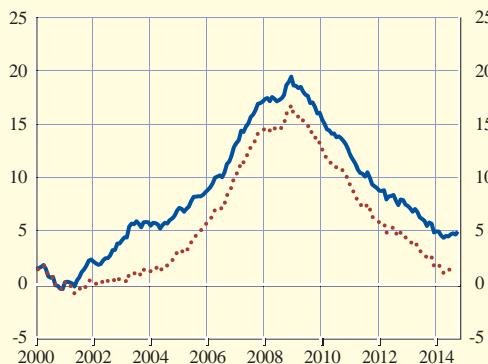
1) La brecha monetaria nominal se define como la diferencia existente entre el nivel efectivo de M3 y el nivel de M3 que correspondería a un crecimiento constante de este agregado monetario igual a su valor de referencia (4,5 %), tomando diciembre de 1998 como período base.

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

Gráfico 13 Estimaciones de la brecha monetaria real¹⁾

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

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



Fuente: BCE.

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

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

antes de la crisis. Parece que la situación de liquidez monetaria en la zona del euro está más equilibrada que en el pasado. No obstante, ha de recordarse que estos indicadores deben interpretarse con cautela, ya que la evaluación de los saldos monetarios de equilibrio conlleva una incertidumbre considerable.

En conjunto, el crecimiento monetario y crediticio subyacente se recuperó en el tercer trimestre, pero siguió siendo débil. El crecimiento del agregado monetario amplio cobró vigor a partir de la primavera, respaldado por la persistente preferencia por la liquidez monetaria, el descenso más acusado de los pasivos financieros a más largo plazo y la reducción del impacto negativo de la contracción del crédito. El frágil crecimiento del crédito al sector privado siguió reflejando factores de demanda de carácter cíclico y estructural y condiciones de oferta restrictivas en algunos países. Sin embargo, los datos correspondientes al período transcurrido hasta octubre confirman que se ha alcanzado un punto de inflexión en el segundo trimestre, en especial en el caso de los préstamos a las sociedades no financieras. A medio plazo, un requisito previo fundamental para que la recuperación del crédito al sector privado sea sostenida es que se restablezca la capacidad de las entidades de crédito para asumir riesgos y se recupere la demanda de crédito bancario por parte de dicho sector. Esta recuperación se verá favorecida por la disminución de la incertidumbre tras la finalización de la evaluación global llevada a cabo por el BCE y por las medidas de política monetaria más recientes, que están destinadas a incentivar la concesión de crédito bancario, así como la transmisión de las favorables condiciones de financiación de las entidades de crédito a las condiciones de los préstamos para el sector privado.

Recuadro I

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

En este recuadro se analiza la evolución de la cuenta financiera de la balanza de pagos de la zona del euro hasta el tercer trimestre de 2014. Los datos subyacentes se han compilado de conformidad con las nuevas directrices introducidas en la sexta edición del Manual de Balanza de Pagos y Posición de Inversión Internacional del FMI (MBP6). En octubre de 2014, el BCE comenzó a publicar datos compilados de conformidad con el MBP6 sobre la balanza de pagos y la posición de inversión internacional de la zona del euro que abarcan el período transcurrido a partir de enero de 2013¹. En los tres primeros trimestres de 2014, el superávit por cuenta corriente de la zona del euro se reflejó en unas salidas financieras netas totales de alrededor de 200 mm de euros, que tuvieron su origen, en gran medida, en unas salidas netas de otras inversiones (principalmente, depósitos y préstamos) por importe de 177 mm de euros y en unas salidas netas de derivados financieros que ascendieron a 25 mm de euros, mientras que el agregado de inversiones directas y de cartera registró un saldo próximo a cero (véase el cuadro).

El saldo agregado de inversiones directas y de cartera pasó de registrar unas salidas netas de 49 mm de euros en los tres primeros trimestres de 2013 a contabilizar una entrada neta de 1 mm de euros en los tres primeros trimestres de 2014. Este cambio de signo tuvo su origen en los flujos de inversiones de cartera, que pasaron de unas salidas netas de 27 mm de euros a unas entradas netas de 63 mm de euros. En los tres primeros trimestres de 2014, los inversores extranjeros mostraron un gran interés en las participaciones en el capital y en fondos de inversión de la zona del euro, registrándose compras netas por importe de 236 mm de euros, frente a las compras netas de 128 mm de euros contabilizadas en el

1 Para más información, véase <http://www.ecb.europa.eu/stats/external/bpm6/html/index.en.html>.

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 nueve meses					
	2014			2014			2013			2014		
	Junio	Activos	Pasivos	Saldo	Septiembre	Activos	Pasivos	Saldo	Septiembre	Activos	Pasivos	Saldo
Cuenta financiera¹⁾												
Total de inversiones directas y de cartera	127,7	162,6	-34,9	136,1	83,7	52,4	510,8	462,1	48,7	341,7	342,6	-1,0
Inversiones directas	-24,9	-29,1	4,2	43,3	24,2	19,1	303,7	281,7	21,9	27,2	-34,9	62,0
Inversiones de cartera	152,6	191,7	-39,1	92,8	59,5	33,3	207,2	180,4	26,8	314,5	377,5	-63,0
Participaciones en el capital y en fondos de inversión	65,0	110,4	-45,3	14,1	63,1	-49,0	124,9	128,1	-3,2	97,3	235,8	-138,5
Valores representativos de deuda	87,5	81,3	6,3	78,7	-3,7	82,3	82,3	52,3	30,0	217,2	141,7	75,5
A largo plazo	71,5	60,8	10,7	53,5	16,6	36,8	74,6	-0,2	74,8	163,4	137,8	25,7
A corto plazo	16,0	20,4	-4,4	25,2	-20,3	45,5	7,7	52,5	-44,8	53,8	3,9	49,8
Otras inversiones	47,7	-54,0	101,7	11,1	28,2	-17,2	-6,0	-215,1	209,1	299,0	121,8	177,2
Derivados financieros, neto				15,6			3,4			21,1		24,9
Activos de reserva	0,3			-1,2			4,4			1,3		
<i>De los cuales: IFM</i>												
Inversiones directas	4,3	2,3	2,1	3,6	1,1	2,5	-2,0	6,1	-8,1	13,7	1,9	11,8
Inversiones de cartera	9,5	29,6	-20,1	39,7	38,7	1,0	-19,6	-33,7	14,0	39,4	95,7	-56,3
Participaciones en el capital y en fondos de inversión	-6,2	20,3	-26,5	8,3	20,5	-12,2	35,5	-12,2	47,7	-12,9	55,5	-68,5
Valores representativos de deuda	15,7	9,3	6,4	31,4	18,2	13,2	-55,1	-21,5	-33,7	52,3	40,1	12,2
Otras inversiones	58,1	-22,5	80,6	11,1	43,0	-31,9	-51,6	-197,9	146,4	213,1	91,5	121,6

Fuente: BCE.

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

1) Los valores positivos de los activos (pasivos) corresponden a las adquisiciones netas por residentes en la zona del euro (no residentes) de instrumentos financieros emitidos por no residentes en la zona (residentes en la zona del euro). El saldo corresponde a la diferencia entre activos y pasivos.

mismo período de 2013. Al mismo tiempo, las inversiones realizadas por residentes en la zona del euro en participaciones en el capital y en fondos de inversión extranjeros se redujeron de 125 mm de euros a 97 mm de euros. Las inversiones transfronterizas de la zona del euro en valores representativos de deuda experimentaron un aumento sustancial, tanto los activos como los pasivos. Los inversores de la zona del euro incrementaron sus compras netas de valores representativos de deuda extranjeros desde los 82 mm de euros registrados en los tres primeros trimestres de 2013 hasta 217 mm de euros en los tres primeros trimestres de 2014, mientras que las compras netas de valores representativos de deuda de la zona del euro realizadas por inversores extranjeros aumentaron de 52 mm de euros a 142 mm de euros, impulsadas por las adquisiciones netas de valores representativos de deuda a largo plazo de la zona del euro.

Las salidas netas de otras inversiones se redujeron desde los 209 mm de euros registrados en los tres primeros trimestres de 2013 hasta 177 mm de euros en los tres primeros trimestres de 2014. La dirección de los flujos se modificó, tanto en el lado de los activos como en el de los pasivos, lo que indica que las IFM de la zona del euro y las extranjeras frenaron la repatriación de otras inversiones extranjeras y de la zona, respectivamente, y, en su lugar, incrementaron de forma sustancial sus posiciones en el exterior, lo que sugiere una continua normalización de las transacciones transfronterizas en el sector de IFM de la zona del euro. En los tres primeros trimestres de 2014, el incremento de la posición acreedora neta de las IFM de la zona del euro frente al exterior tuvo un impacto positivo en 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 fue, principalmente, resultado de las transacciones del sector de instituciones distintas de IFM relacionadas con el superávit por cuenta corriente de la zona del euro, mientras que las inversiones de cartera netas de este sector se situaron en una posición próxima al equilibrio.

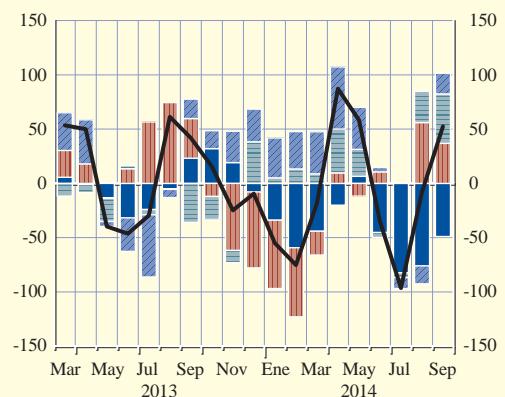
En el tercer trimestre de 2014, el agregado de inversiones directas y de cartera registró salidas netas por importe de 52 mm de euros, frente a las entradas netas de 35 mm de euros contabilizadas en el trimestre anterior (véase el gráfico). Este cambio de signo se debió a que las inversiones de cartera registraron salidas netas y al aumento de las salidas netas en concepto de inversiones directas. En la partida de inversiones de cartera, las entradas netas de participaciones en el capital y en fondos de inversión se incrementaron ligeramente, pasando de 45 mm de euros a 49 mm de euros. No obstante, tanto los inversores de la zona del euro como los inversores extranjeros redujeron sus compras netas transfronterizas de valores de renta variable en el tercer trimestre. Al mismo tiempo, las salidas netas de valores representativos de deuda se incrementaron de forma sustancial, hasta un total de 82 mm de euros (desde los 6 mm de euros registrados en el segundo trimestre), dado que los inversores extranjeros se convirtieron en vendedores netos de valores representativos de deuda a corto plazo de la zona del euro y ralentizaron notablemente el ritmo de sus adquisiciones netas de valores de este tipo a largo plazo. Los inversores de la zona del euro aumentaron sus compras netas de valores representativos de deuda a corto plazo en el exterior, de 16 mm de euros a 25 mm de euros, reduciendo al mismo tiempo sus adquisiciones netas de valores de este tipo a largo plazo extranjeros de 72 mm de euros a 54 mm de euros. Las salidas netas resultantes de valores representativos de deuda a corto plazo reflejan, posiblemente, la caída de los rendimientos en los mercados monetarios de la zona del euro.

En el tercer trimestre de 2014, los no residentes en la zona del euro incrementaron sus compras netas de participaciones en el capital y de valores representativos de deuda emitidos por IFM de la zona del euro hasta un total de 39 mm de euros, mientras que las IFM de la zona aumentaron sus adquisiciones netas de valores extranjeros, lo que constituye un nuevo indicio de que se está produciendo una normalización gradual de este sector en la zona del euro. Los flujos de otras inversiones extranjeras cambiaron de signo registrándose entradas netas en el tercer trimestre, en la medida en que las IFM de la zona del euro ralentizaron el ritmo de expansión de sus tenencias en el exterior y los inversores extranjeros aumentaron sus tenencias de depósitos y préstamos de IFM de la zona.

Total de Inversiones directas y de cartera

(mm de euros; flujos netos trimestrales)

Participaciones en el capital y en fondos de inversión
 Valores representativos de deuda a largo plazo
 Valores representativos de deuda a corto plazo
 Inversiones directas
 Total



Fuente: BCE.

Nota: los flujos netos corresponden a la diferencia entre los activos y los pasivos.

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 aumentó ligeramente en el segundo trimestre de 2014. La frágil situación económica y la débil evolución de la renta disponible explican en parte la falta de dinamismo de la inversión financiera. La tasa de crecimiento interanual de la inversión financiera de las empresas de seguros y fondos de pensiones se incrementó en el segundo trimestre del año. En el tercer trimestre, los fondos de inversión, sobre todo los de renta fija, volvieron a registrar entradas significativas.

SECTORES NO FINANCIEROS

En el segundo trimestre de 2014 (el más reciente para el que se dispone de datos procedentes de las cuentas integradas de la zona del euro), la tasa de crecimiento interanual de la inversión financiera total de los sectores no financieros aumentó ligeramente y se situó en el 1,6%, frente al 1,5% del primer trimestre del año (véase cuadro 5). La frágil situación económica y la débil evolución de la renta disponible explican en parte la falta de dinamismo de la inversión financiera. El detalle por instrumento financiero muestra que la tasa de crecimiento interanual de la inversión en valores representativos de deuda (excluidos derivados financieros) retrocedió ligeramente en el segundo trimestre.

El detalle por sectores (véase gráfico 14) pone de manifiesto que la tasa de crecimiento interanual de la inversión de los hogares y de las sociedades no financieras en activos financieros se debilitó en el segundo trimestre, mientras que la tasa de crecimiento interanual de la inversión financiera de las Administraciones Públicas se incrementó de nuevo. En las secciones 2.6 y 2.7 se facilita información detallada sobre la evolución de los flujos de financiación y de los balances del sector privado no financiero.

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

	Saldo vivo, en porcentaje de los activos financieros ¹⁾	Tasas de crecimiento interanual											
		2011 IV	2012 I	2012 II	2012 III	2012 IV	2013 I	2013 II	2013 III	2013 IV	2014 I	2014 II	
Inversión financiera	100	2,4	2,4	2,3	2,4	2,3	2,3	2,0	1,9	1,5	1,5	1,6	
Efectivo y depósitos	24	3,1	4,1	3,5	3,6	3,5	2,6	2,9	2,9	2,4	2,7	2,8	
Valores representativos de deuda, excluidos derivados financieros	5	2,8	1,1	0,9	-0,4	-5,4	-7,8	-10,0	-10,8	-10,0	-8,0	-8,5	
De los cuales: A corto plazo	0	14,6	13,6	15,5	15,0	-7,4	-15,6	-20,8	-25,2	-17,7	-8,3	-6,0	
De los cuales: A largo plazo	4	1,5	-0,3	-0,8	-2,1	-5,2	-6,8	-8,5	-8,9	-9,1	-7,9	-8,7	
Acciones y otras participaciones, excluidas participaciones en fondos de inversión	30	3,4	3,5	3,0	2,8	2,1	2,3	1,6	1,5	0,8	0,3	0,4	
De las cuales: Acciones cotizadas	6	2,1	2,8	3,4	0,9	0,5	0,3	2,0	2,1	1,8	1,2	-0,9	
De las cuales: Acciones no cotizadas y otras participaciones	25	3,8	3,7	3,0	3,2	2,4	2,7	1,5	1,4	0,6	0,1	0,7	
Participaciones en fondos de inversión	4	-9,0	-6,6	-5,6	-3,1	0,3	1,8	3,4	3,6	2,7	1,9	3,5	
Reservas técnicas de seguro	16	2,1	1,8	1,9	2,0	2,4	2,6	2,7	2,8	2,8	2,8	2,9	
Otros ²⁾	21	2,8	1,5	2,2	2,4	3,5	4,2	3,9	3,3	2,9	2,8	3,0	
M3 ³⁾		1,6	2,8	3,0	2,8	3,5	2,5	2,4	2,0	1,0	1,0	1,6	

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.

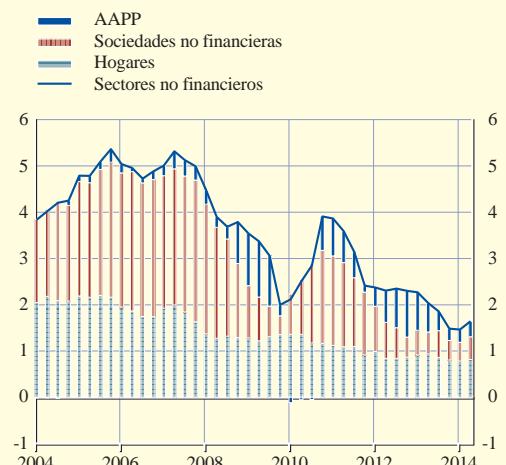
INVERSORES INSTITUCIONALES

La tasa de crecimiento interanual de la inversión financiera de las empresas de seguros y fondos de pensiones aumentó hasta el 3,6% en el segundo trimestre de 2014, desde el 3% del trimestre anterior (véase gráfico 15). El detalle por instrumento financiero muestra que esta tasa de crecimiento interanual positiva estuvo impulsada, principalmente, por la inversión en valores representativos de deuda y en participaciones en fondos de inversión.

Los datos sobre fondos de inversión, que ya están disponibles para el tercer trimestre de 2014, revelan que los fondos de inversión de la zona del euro distintos de los fondos del mercado monetario registraron una entrada trimestral por valor de 173 mm de euros, que fue 25 mm de euros inferior a la del trimestre anterior. El detalle de las operaciones por tipo de inversión muestra que las entradas en fondos de renta fija alcanzaron un total de 73 mm de euros,

Gráfico 14 Inversión financiera de los sectores no financieros

(tasas de variación interanual; contribución en puntos porcentuales)



Fuente: BCE.

Gráfico 15 Inversión financiera de las empresas de seguros y fondos de pensiones

(tasas de variación interanual; contribución en puntos porcentuales)

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



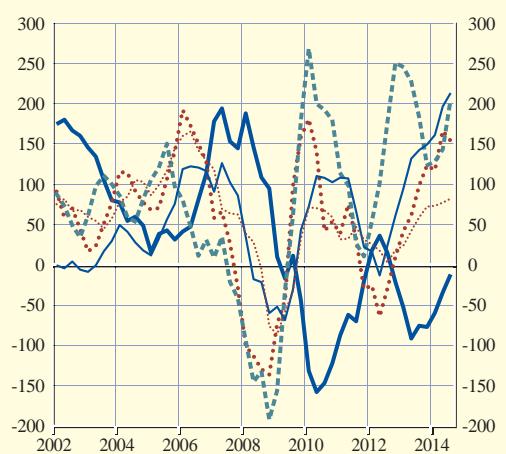
Fuente: BCE.

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

Gráfico 16 Flujos de entrada netos anuales en fondos del mercado monetario y en fondos de inversión

(mm de euros)

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



Fuentes: BCE y EFAMA.

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

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

alrededor de 17 mm de euros más elevadas que en el trimestre anterior y, por tanto, representaron el grueso de la entrada trimestral total en fondos de inversión de la zona del euro en el tercer trimestre. Las entradas en fondos de renta variable y en fondos mixtos ascendieron a 25 mm de euros y 54 mm de euros, respectivamente, y los fondos del mercado monetario registraron entradas moderadas, por valor de 14 mm de euros, en el tercer trimestre (véase gráfico 16).

2.3 TIPOS DE INTERÉS DEL MERCADO MONETARIO

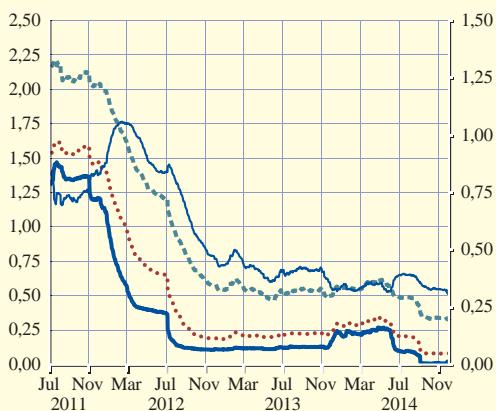
Con carácter general, los tipos de interés del mercado monetario registraron una leve reducción adicional entre finales de agosto y principios de diciembre de 2014, tras las decisiones adoptadas en septiembre por el Consejo de Gobierno, y estas reducciones solo se interrumpieron temporalmente por la volatilidad observada hacia finales de mes. Asimismo, el exceso de liquidez descendió, dado que la disminución del saldo vivo de las operaciones de mercado abierto solo se vio compensada en parte por una absorción de liquidez ligeramente menor por parte de los factores autónomos.

Con carácter general, los tipos de interés del mercado monetario sin garantías se redujeron entre finales de agosto y principios de diciembre de 2014, y los tipos euríbor a un mes, tres meses, seis meses y doce meses cayeron 5, 8, 9 y 11 puntos básicos, hasta situarse, el 3 de diciembre, en el 0,02 %, el 0,08 %, el 0,18 % y el 0,33 %, respectivamente. Las disminuciones más significativas de estos tipos de interés se registraron tras la reunión del Consejo de Gobierno del 4 de septiembre, en la que se adoptó la decisión de rebajar los tipos de interés oficiales del BCE y de adquirir activos del sector privado no financiero. Después de estas reducciones, los tipos de interés del mercado monetario sin garantías mostraron una volatilidad muy escasa durante el resto del período analizado (véase gráfico 17). El diferencial entre el

Gráfico 17 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 18 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.

euríbor a doce meses y a un mes, un indicador de la pendiente de la curva de rendimientos del mercado monetario, se estrechó ligeramente durante el período considerado y se situó en torno a 31 puntos básicos el 3 de diciembre.

Los tipos de interés implícitos en los precios de los futuros del euríbor a tres meses con vencimiento en diciembre de 2014 y marzo, junio y septiembre de 2015 también registraron un ligero descenso —de entre 4 y 6 puntos básicos, aproximadamente— con respecto a los niveles observados a finales de agosto y se situaron en torno al 0,08 % a todos los plazos el 3 de diciembre (véase gráfico 19). La incertidumbre del mercado, medida por la volatilidad implícita que se obtiene de las opciones a corto plazo sobre los futuros del euríbor a tres meses, disminuyó ligeramente tras las decisiones del Consejo de Gobierno del 4 de septiembre, pero retornó a los niveles observados a finales de agosto al final del período analizado (véase gráfico 20). El tipo *swap* del eonia a tres meses fue algo negativo durante la mayor parte del período considerado y las caídas más significativas se observaron tras la reunión del Consejo de Gobierno de septiembre. En octubre se tornó ligeramente positivo debido a la reducción del exceso de liquidez, pero después pasó a ser de nuevo ligeramente negativo, situándose justo por debajo de cero el 3 de diciembre. Así pues, el diferencial entre el euríbor a tres meses y el *swap* del eonia al mismo plazo se situó en 8 puntos básicos el 3 de diciembre, 8 puntos básicos por debajo del nivel observado antes del 4 de septiembre (véase gráfico 18).

Durante el período analizado, el eonia fluctuó dentro de una banda estrecha en torno a cero, afectado por los niveles existentes de exceso de liquidez. En septiembre y octubre el exceso de liquidez disminuyó, lo que se tradujo en ligeros incrementos del eonia, que se revirtieron cuando el exceso de liquidez empezó a aumentar de nuevo, haciendo que el eonia volviera a ser ligeramente negativo (véase gráfico 21). El eonia registró repuntes hacia finales de mes como consecuencia de la mayor demanda de liquidez.

Gráfico 19 Tipos de interés a tres meses y tipos de interés de los futuros en la zona del euro

(porcentajes; datos diarios)

- Euríbor a tres meses
- Tipos de los futuros a 29 de agosto de 2014
- Tipos de los futuros a 3 de diciembre de 2014



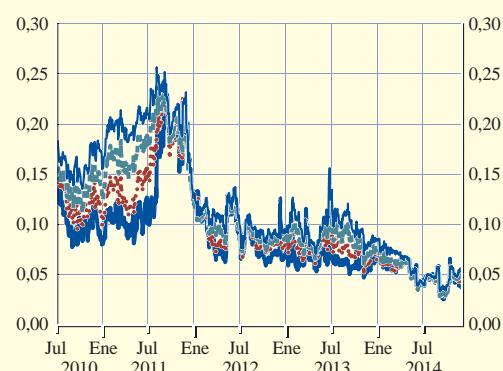
Fuente: Thomson Reuters.

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

Gráfico 20 Volatilidad implícita de las opciones sobre futuros del euríbor a tres meses con plazo de vencimiento constante

(porcentajes; datos diarios)

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



Fuentes: Thomson Reuters y cálculos del BCE.

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

El BCE siguió proporcionando liquidez mediante operaciones de financiación con vencimiento a una semana y tres meses. Todas estas operaciones se llevaron a cabo mediante el procedimiento de subasta a tipo de interés fijo con adjudicación plena. Además, el 18 de septiembre, el BCE ejecutó su primera operación de financiación a plazo más largo con objetivo específico (TLTRO), en la que se adjudicaron 82,6 mm de euros (véase también el recuadro 2).

El período comprendido entre el comienzo del noveno período de mantenimiento del año (10 de septiembre) y el 3 de diciembre se caracterizó por una disminución del exceso de liquidez, debido fundamentalmente a la reducción del saldo vivo de las operaciones de mercado abierto. La reducción de este saldo obedeció principalmente a que continuó el reembolso anticipado de las operaciones de financiación a plazo más largo (OFPML) a tres años, y solo se vio parcialmente compensada por la primera TLTRO y una absorción de liquidez ligeramente menor por parte de los factores autónomos. El exceso de liquidez osciló entre 70,9 mm de euros y 159,1 mm de euros y ascendió a una media de 111,3 mm de euros en el período analizado, frente a los 130,9 mm de euros de los tres períodos de mantenimiento anteriores. El 3 de diciembre, el exceso de liquidez se situó en 115,7 mm de euros. El recurso medio diario a la facilidad de depósito se cifró en 27,7 mm de euros, mientras que los saldos en cuenta corriente por encima de las reservas obligatorias se situaron en 83,8 mm de euros, en promedio, y el recurso medio a la facilidad marginal de crédito, en 0,2 mm de euros. Las entidades de contrapartida han reembolsado voluntariamente hasta ahora 719,8 mm de euros de los 1.018,7 mm de euros obtenidos en las dos OFPML a tres años.

Recuadro 2

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

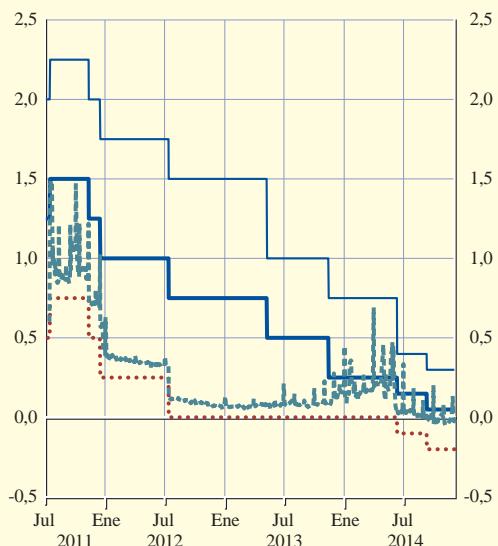
En este recuadro se describen las operaciones de política monetaria del BCE realizadas durante los períodos de mantenimiento de reservas que finalizaron el 9 de septiembre, el 7 de octubre y el 11 de noviembre de 2014, es decir, el octavo, noveno y décimo períodos de mantenimiento del año.

El 4 de septiembre de 2014, el BCE redujo el tipo de interés aplicable a las operaciones principales de financiación (OPF) en 10 puntos básicos, situándolo en el 0,05 %, con efectos a partir de la operación liquidada al comienzo del noveno período de mantenimiento (es decir, el 10 de septiembre). Asimismo, los tipos de interés aplicables a la facilidad marginal de crédito y a la facilidad de depósito se

Gráfico 21 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 (onia)
- Tipo marginal de crédito



Fuentes: BCE y Thomson Reuters.

rebajaron en 10 puntos básicos, situándolos en el 0,30 % y en el –0,20 %, respectivamente. Además, en la misma fecha, el Consejo de Gobierno presentó el nuevo programa de adquisiciones de bonos garantizados (CBPP3) y el programa de adquisición de bonos de titulización de activos (ABSPP). El 2 de octubre de 2014, el BCE aprobó los principales detalles del funcionamiento de los programas, entre ellos que las compras de bonos garantizados comenzarían en la segunda quincena de octubre y las de bonos de titulización en el cuarto trimestre de 2014.

Durante el período analizado, las 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 a plazo más largo (OFPML) con vencimiento a tres meses. El tipo de interés de cada una de estas operaciones se fijó en la media de los tipos de las OPF ejecutadas durante la vigencia de la respectiva OFPML. El 18 de septiembre se realizó la primera de una serie de operaciones de financiación a plazo más largo con objetivo específico (TLTRO). Estas operaciones se ejecutan mediante procedimientos de subasta a tipo de interés fijo con adjudicación plena y el tipo de interés se fija a lo largo del período de vigencia de cada operación al tipo aplicable a las OPF en el momento de su ejecución, más un diferencial fijo de 10 puntos básicos.

Necesidades de liquidez

Durante el período considerado, las necesidades diarias de liquidez agregadas del sistema bancario, definidas como la suma de los factores autónomos y las exigencias de reservas, ascendieron en promedio a 579,6 mm de euros, lo que representa una reducción de 33,3 mm de euros con respecto a la media diaria del período de referencia anterior (del 14 de mayo al 12 de agosto de 2014)¹. Los factores autónomos descendieron significativamente —en 34,3 mm de euros—, situándose en una media de 474,1 mm de euros, mientras que las exigencias de reservas aumentaron marginalmente —0,9 mm de euros—, hasta situarse en una media de 105,4 mm de euros (véase cuadro).

La variación registrada en la media de los factores autónomos fue resultado del efecto combinado de las variaciones observadas en diversos componentes individuales. Entre los factores de inyección de liquidez, los activos netos denominados en euros aumentaron en 24,7 mm de euros y se situaron en una media de 532,9 mm de euros, tras haber registrado un ascenso de 30,3 mm de euros en el período anterior. Esto fue consecuencia, entre otras cosas, de la disminución de los depósitos denominados en euros mantenidos en el Eurosistema por instituciones oficiales extranjeras. La introducción de un tipo de interés negativo para la facilidad de depósito y el nuevo recorte de los tipos de interés en septiembre indujo a algunas de estas instituciones a seguir reduciendo sus saldos de efectivo en los bancos centrales del Eurosistema.

Entre los factores de absorción de liquidez, los billetes en circulación se incrementaron en 12,7 mm de euros, hasta situarse en una media de 972,3 mm de euros. El ritmo de aumento se ralentizó en comparación con el anterior período de referencia, reflejo, en parte, de la escasa demanda estacional de billetes tras la temporada turística de verano. Los depósitos de las Administraciones Públicas se redujeron en 29,9 mm de euros, hasta situarse en una media de 73,8 mm de euros. Dado que la introducción de un tipo de interés negativo para la facilidad de depósito también afectó a los depósitos de las Administraciones Públicas mantenidos en el Eurosistema, los Tesoros nacionales intentaron de manera creciente invertir su exceso de liquidez en el mercado a tipos de interés positivos, aunque no siempre lo lograron.

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

Situación de liquidez del Eurosistema

	13 ago. a 11 nov.	14 mayo a 12 ago.	Décimo período de mantenimiento	Noveno período de mantenimiento	Octavo período de mantenimiento
Passivo – Necesidades de liquidez (medias; mm de euros)					
Factores autónomos de liquidez	1.561,4	(+3,2)	1.558,2	1.577,2	(+17,1)
Billetes en circulación	972,3	(+12,7)	959,6	973,6	(+2,3)
Depósitos de las AAPP	73,8	(-29,9)	103,7	76,1	(-2,3)
Otros factores autónomos	515,3	(+20,4)	494,9	527,5	(+17,2)
Instrumentos de política monetaria					
Cuentas corrientes	196,3	(-9,6)	205,9	188,3	(-4,4)
Exigencias de reservas mínimas	105,4	(+0,9)	104,5	105,7	(+0,4)
Facilidad de depósito	27,1	(+1,6)	25,5	31,0	(+6,7)
Operaciones de ajuste de absorción de liquidez	0,0	(-47,1)	47,1	0,0	(+0,0)
Activo – Oferta de liquidez (medias; mm de euros)					
Factores autónomos de liquidez	1.087,5	(+37,4)	1.050,2	1.095,4	(+10,1)
Activos exteriores netos	554,6	(+12,7)	541,9	562,0	(+9,9)
Activos netos denominados en euros	532,9	(+24,7)	508,2	533,5	(+0,3)
Instrumentos de política monetaria					
Operaciones de mercado abierto	697,4	(-42,2)	739,6	701,1	(+9,3)
Operaciones de subasta	502,7	(-28,4)	531,1	507,7	(+10,5)
OPF	102,3	(-18,6)	121,0	95,2	(-3,7)
Operaciones de financiación con plazo especial	0,0	(-13,0)	13,0	0,0	(+0,0)
OFPML a tres meses	25,8	(-7,6)	33,4	26,3	(+1,6)
OFPML a tres años	330,1	(-80,8)	410,8	303,6	(-28,6)
OFPML con objetivo específico (TLTRO)	44,5	(+44,5)	0,0	82,6	(+41,3)
Carteras en firme	194,7	(-13,8)	208,5	193,4	(-1,3)
Primer programa de adquisiciones de bonos garantizados	31,9	(-3,1)	35,0	30,9	(-1,3)
Segundo programa de adquisiciones de bonos garantizados	13,6	(-0,5)	14,1	13,4	(-0,3)
Tercer programa de adquisiciones de bonos garantizados	1,1	(+1,1)	0,0	2,8	(+2,8)
Programa para los mercados de valores	148,1	(-11,3)	159,4	146,3	(-2,5)
Programa de adquisición de ABS	0,0	(+0,0)	0,0	0,0	(+0,0)
Facilidad marginal de crédito	0,2	(+0,0)	0,2	0,3	(+0,1)
Otra información relativa a la liquidez (medias; mm de euros)					
Necesidades de liquidez agregadas	579,6	(-33,3)	612,9	587,7	(+7,2)
Factores autónomos	474,1	(-34,3)	508,3	482,0	(+6,9)
Exceso de liquidez	117,8	(-9,0)	126,8	113,3	(+1,9)
Reembolso de OFPML a tres años ¹⁾	75,2	(-10,0)	85,2	23,5	(-16,4)
Evolución de los tipos de interés (porcentajes)					
OPF	0,08	(-0,10)	0,18	0,05	(+0,00)
Facilidad marginal de crédito	0,33	(-0,18)	0,51	0,30	(+0,00)
Facilidad de depósito	-0,17	(-0,10)	-0,07	-0,20	(+0,00)
Eonia medio	0,002	(-0,099)	0,101	-0,003	(+0,002)

Fuente: BCE.

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

1) En el caso de los reembolsos de las OFPML a tres años se utiliza la suma en mm de euros en lugar de la media.

La volatilidad de los factores autónomos disminuyó ligeramente, aunque desde niveles relativamente elevados. Las estimaciones semanales, publicadas con el anuncio de las OPF, oscilaron entre 451,7 mm de euros y 500,9 mm de euros, en comparación con un rango de entre 451,7 mm de euros y 532,1 mm de euros en el período anterior. Esta volatilidad se debió fundamentalmente a las fluctuaciones de otros factores autónomos y de los depósitos de las Administraciones Públicas. La tradicional volatilidad de estos últimos, derivada de los ciclos impositivos, se acrecentó por los citados intentos de los Tesoros

y de los clientes de los servicios de gestión de reservas del Eurosistema de invertir una parte mayor de sus tenencias en el mercado.

Las previsiones semanales sobre los factores autónomos mostraron un error absoluto medio de 4,8 mm de euros, lo que representa un descenso con respecto a un error absoluto medio de 6,7 mm de euros en el período de análisis anterior. Aunque el error medio de predicción se redujo, el rango de errores de las previsiones semanales aumentó, oscilando entre -6,6 mm de euros y 16,2 mm de euros. Tanto la disminución del error absoluto medio como el incremento del rango pueden atribuirse, principalmente, a las previsiones relativas a los depósitos de las Administraciones Públicas, que mostraron un error absoluto medio de 4,9 mm de euros. Aunque la precisión de las previsiones sobre estos depósitos se incrementó en promedio, siguió siendo difícil anticipar las inversiones de los Tesoros en un entorno en el que los tipos de interés del mercado monetario a corto plazo fueron negativos a menudo, especialmente después de que el BCE volviera a reducir los tipos de interés en septiembre. Otros factores autónomos también contribuyeron, registrando un error absoluto medio de 3 mm de euros².

Inyección de liquidez

El volumen medio de liquidez proporcionado a través de las operaciones de mercado abierto se redujo en 42,2 mm de euros y se situó en 697,4 mm de euros durante el período de referencia. Esta reducción fue consecuencia del efecto combinado del reembolso de la liquidez obtenida en las OFPML a tres años y del descenso de los fondos obtenidos, en promedio, en las OPF, que se vio parcialmente compensado por la inyección de liquidez proporcionada a través de la primera TLTRO. La liquidez media inyectada a través de las operaciones de subasta ascendió a 502,7 mm de euros, lo que supone un descenso de 28,4 mm de euros en comparación con el período de referencia anterior.

La liquidez media inyectada a través de las OPF semanales se redujo en 18,6 mm de euros, hasta situarse en 102,3 mm de euros, dado que algunas entidades de contrapartida recurrieron a las TLTRO en lugar de a las OPF para obtener parte de su financiación. El importe adjudicado semanalmente mantuvo su volatilidad y fluctuó entre un máximo de 131,8 mm de euros el 26 de agosto y un mínimo de 82,5 mm de euros el 14 de octubre, ya que las entidades de crédito ajustaron su demanda en consonancia con la evolución de las condiciones de liquidez y con la situación del mercado monetario.

Los reembolsos de las OFPML a tres años continuaron a un ritmo medio de 5,8 mm de euros semanales, algo menos que en el período anterior (6,3 mm de euros). Al final del período analizado, los reembolsos totales habían alcanzado los 697 mm de euros, lo que representa el 70 % del volumen total prestado y el 133 % de la inyección neta inicial de liquidez. El volumen de los reembolsos semanales continuó fluctuando, con una liquidación máxima de 19,9 mm de euros el 24 de septiembre, ya que algunas entidades de contrapartida recurrieron a la primera TLTRO para obtener financiación.

Las carteras en firme se redujeron, en promedio, en 13,8 mm de euros, principalmente como consecuencia del vencimiento de la deuda pública de la cartera del programa para los mercados de valores. Las compras de bonos garantizados en el marco del programa CBPP3 comenzaron el 20 de octubre, es decir, hacia el final del período de referencia. En promedio, durante este período, las compras de

2 Los errores medios de predicción de cada uno de los componentes de los factores autónomos no se sumarán al error medio de predicción correspondiente al total de los factores autónomos, ya que algunos de estos factores quedarán excluidos, por ejemplo, las variaciones de los componentes relacionados con la revalorización del balance al final del trimestre.

bonos garantizados proporcionaron liquidez por valor de 1,1 mm de euros y el importe liquidado en el contexto del CBPP3 al final del período considerado se situó en 7,4 mm de euros.

Exceso de liquidez

El exceso de liquidez se redujo en 9 mm de euros y se situó, en promedio, en 117,8 mm de euros en el período analizado, frente a los 126,8 mm de euros registrados en el período de referencia anterior. Los saldos diarios en cuenta corriente por encima de las exigencias de reservas disminuyeron en 10,5 mm de euros y se situaron, en promedio, en 90,9 mm de euros, mientras que el recurso medio a la facilidad de depósito aumentó en 1,6 mm de euros, hasta situarse en 27,1 mm de euros. Después de descender ininterrumpidamente desde principios de 2013, el exceso de liquidez ha fluctuado en torno a un nivel de unos 120 mm de euros desde marzo de 2014. En el noveno período de mantenimiento de 2014, el exceso de liquidez cayó algo menos, situándose, en promedio, en 111,4 mm de euros, el nivel más bajo observado desde la liquidación, a finales de 2011, de la primera OFPML a tres años. El exceso de liquidez osciló de forma bastante significativa, en particular en el noveno período de mantenimiento, principalmente como consecuencia de la volatilidad de los factores autónomos y de las fluctuaciones de los importes adjudicados en las OPF. En el noveno período, el mínimo registrado en los depósitos de las Administraciones Públicas coincidió con los abundantes fondos obtenidos en la OPF, lo que estuvo relacionado con el final del trimestre y se tradujo en que el exceso de liquidez alcanzara un máximo de 159 mm de euros. En ocasiones, el exceso de liquidez descendió transitoriamente hasta situarse por debajo de 100 mm de euros, registrándose un mínimo de 77 mm de euros el 23 de septiembre.

En cuanto a la distribución del exceso de liquidez, durante el período de referencia, las entidades de contrapartida mantuvieron, en promedio, el 23 % de su exceso de liquidez en la facilidad de depósito y el 77 % restante en forma de exceso de reservas. Dado que al exceso de reservas (es decir, los saldos medios en cuenta corriente por encima de las exigencias de reservas mínimas) también se le carga el tipo de interés negativo aplicado a la facilidad de depósito desde junio, a las entidades de contrapartida debería resultarles indiferente dónde colocar el exceso de liquidez. No obstante, para algunas entidades de contrapartida, determinados aspectos técnicos y operativos pueden hacer que sea más conveniente mantener el exceso de reservas en cuentas corrientes, mientras que otras entidades prefieren la facilidad de depósito por razones operativas o regulatorias. A lo largo del período de referencia, la proporción del exceso de liquidez mantenida en la facilidad de depósito se incrementó del 19 % al 27 %, como consecuencia del mayor recurso efectuado, en promedio, a la facilidad de depósito, y a la reducción de los saldos en cuenta corriente.

Evolución de los tipos de interés

El eonia se situó, en promedio, en 1,6 puntos básicos en el octavo período de mantenimiento, antes de la reducción de los tipos de interés del BCE con efectos a partir del 10 de septiembre, frente a los 10,1 puntos básicos de los tres períodos de mantenimiento anteriores. El eonia fluctuó entre un máximo de 10,1 puntos básicos el 13 de agosto y un mínimo de -0,4 puntos básicos el 28 de agosto, reflejando las fluctuaciones del exceso de liquidez. Tras el recorte de los tipos de interés aplicables a las OPF, a la facilidad de depósito y a la facilidad marginal de crédito, el eonia registró un valor medio negativo por primera vez en el noveno y décimo períodos de mantenimiento (-0,5 puntos básicos y -0,3 puntos básicos, respectivamente), registrando un nuevo mínimo de -4,5 puntos básicos el 3 de octubre. La volatilidad fue muy limitada: salvo por los repuntes observados a final de mes, el eonia permaneció dentro de una banda relativamente estrecha, fluctuando entre 2,2 puntos básicos el 24 de septiembre y -4,5 puntos básicos el 3 de octubre.

2.4 MERCADOS DE RENTA FIJA

Entre finales de agosto y principios de diciembre de 2014, el rendimiento de la deuda pública a largo plazo con calificación AAA de la zona del euro experimentó un descenso, tras la publicación de algunos datos económicos desfavorables para la zona del euro y la incertidumbre general en los mercados acerca de las perspectivas de crecimiento mundial. El rendimiento de la deuda pública a largo plazo de Estados Unidos y de Japón disminuyó en menor medida, en un entorno de cierta volatilidad. El rendimiento de la deuda pública a largo plazo de los países de la zona del euro en dificultades aumentó hacia mediados de octubre, reflejo de la incertidumbre acerca de las perspectivas de crecimiento mundial y la información específica de cada país, pero este incremento se revirtió posteriormente en la mayoría de los países. La incertidumbre de los inversores sobre la evolución a corto plazo del mercado de renta fija fluctuó significativamente durante el período analizado y resultó en un ligero descenso en la zona del euro y en un aumento en Estados Unidos y en Japón.

Entre finales de agosto y el 3 de diciembre de 2014, el rendimiento de la deuda pública a diez años con calificación AAA de la zona del euro retrocedió unos 16 puntos básicos, hasta el 0,9% (véase gráfico 22). Durante el mismo período, el rendimiento de la deuda pública a diez años de Estados Unidos y de Japón disminuyó en menor medida, situándose en torno al 2,3% y al 0,4%, respectivamente, el 3 de diciembre. El rendimiento de la deuda pública a más corto plazo con calificación AAA de la zona del euro se mantuvo prácticamente sin variación en niveles ligeramente negativos y, en consecuencia, la pendiente de la curva de tipos, medida por la diferencia entre el rendimiento de los bonos a diez y dos años, se redujo alrededor de 15 puntos básicos en el período considerado.

El rendimiento de la deuda pública a largo plazo con calificación AAA de la zona del euro aumentó ligeramente en la primera parte de septiembre. Este aumento se revirtió inmediatamente tras la publicación de algunos datos económicos desfavorables para la zona del euro, y durante el resto del período el rendimiento de esta deuda mostró una tendencia ligeramente a la baja. Las disminuciones más acusadas del rendimiento de esta deuda pública se produjeron hacia mediados de octubre, tras la publicación de más datos económicos desfavorables para la zona del euro y de información específica de cada país, y como consecuencia de la preocupación general de los mercados acerca del crecimiento mundial. En cambio, el rendimiento de la deuda pública a largo plazo de los países de la zona del euro en dificultades se incrementó tras estos acontecimientos, pero este incremento se había revertido en la mayoría de los países afectados al final del período analizado.

En Estados Unidos, el rendimiento de la deuda pública a largo plazo aumentó en la primera parte del período considerado tras la mejora general de los datos económicos y expectativas de los mercados de un ritmo de endurecimiento de la política monetaria más rápido en Estados Unidos. Posteriormente, el rendimiento de esta deuda disminuyó entre mediados de septiembre y mediados de octubre, registrándose las reducciones más acusadas a mediados de octubre. Estas disminuciones se produjeron en un entorno de preocupación en los mercados acerca del crecimiento mundial y de expectativas de los mercados de un ritmo de endurecimiento de la política monetaria más lento. Hacia el final del período analizado, el rendimiento de la deuda a largo plazo de Estados Unidos comenzó a repuntar de nuevo tras la publicación de algunos datos económicos positivos en el país, terminando por tanto el período en niveles solo ligeramente por debajo de los registrados a finales de agosto. Las decisiones adoptadas por el Comité de Mercado Abierto de la Reserva Federal, primero seguir reduciendo el ritmo de compras de activos en 10 mm de dólares en septiembre y después concluir sus adquisiciones de activos en octubre, eran esperadas por el mercado y no tuvieron un efecto significativo en el rendimiento de la deuda a

largo plazo de Estados Unidos. En Japón, el rendimiento de la deuda pública a largo plazo cayó ligeramente en el período analizado. La decisión adoptada por el Banco de Japón el 31 de octubre de reforzar considerablemente su relajación monetaria solo tuvo un leve impacto a la baja en los rendimientos a largo plazo en Japón, aun cuando la mayoría de los participantes en los mercados consideraron inesperada esta decisión.

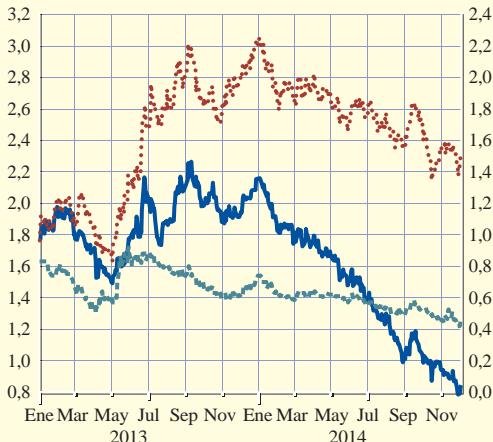
La incertidumbre de los inversores sobre la evolución a corto plazo del mercado de renta fija, medida por la volatilidad implícita obtenida de las opciones sobre bonos a corto plazo, experimentó considerables fluctuaciones durante el período analizado, tanto en la zona del euro como en Estados Unidos, y se intensificó en mayor medida hacia mediados de octubre, como consecuencia de la citada preocupación de los mercados acerca del crecimiento mundial (véase gráfico 23). No obstante, en conjunto, a principios de diciembre la volatilidad implícita de los mercados de renta fija de la zona del euro se encontraba en un nivel inferior al alcanzado a finales de agosto y se situaba en torno al 3,9 %. En cambio, la volatilidad implícita en Estados Unidos terminó el período analizado en un nivel más elevado, situándose alrededor del 4,9 % el 3 de diciembre. La volatilidad implícita también se incrementó en Japón, registrándose aumentos hacia finales de octubre, cuando el Banco de Japón anunció un reforzamiento considerable de su relajación monetaria, y de nuevo tras la publicación de cifras del PIB real negativas para la tercer trimestre de 2014.

El rendimiento real de los bonos de la zona del euro, medido por el rendimiento de la deuda pública indexada a la inflación, aumentó durante el período considerado. El rendimiento real de los bonos a

Gráfico 22 Rendimiento de la deuda pública a largo plazo

(porcentajes; datos diarios)

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



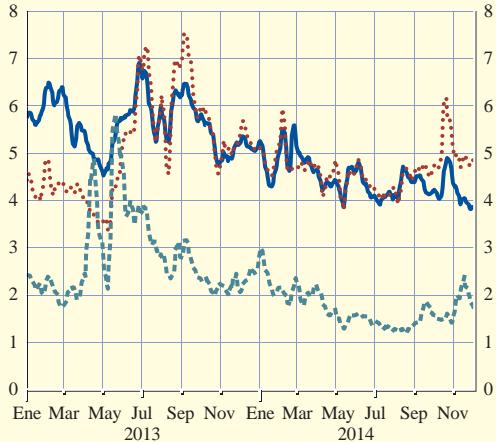
Fuentes: EuroMTS, BCE, Bloomberg y Thomson Reuters.

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.

Gráfico 23 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 de Estados Unidos. Se basa en los valores de mercado de los correspondientes contratos de opciones negociados. Bloomberg utiliza la volatilidad implícita de los precios de ejercicio de opciones de compra y venta «en el dinero» (o próximas a esta situación), utilizando futuros que vencen en el mes siguiente.

cinco y a diez años se incrementó en torno al 0,12 % y el 0,03 %, hasta situarse alrededor del -0,55 % y el -0,29 %, respectivamente. El tipo de interés real a largo plazo se elevó en los primeros días de septiembre, siendo reflejo de la leve subida de los tipos de interés nominales a largo plazo. Posteriormente, esta subida se revirtió, con el resultado de que, en el conjunto del período, el tipo de interés real a largo plazo disminuyó en torno a un 0,05 % hasta situarse en el -0,04 %, aproximadamente (véase gráfico 24).

Los indicadores de los mercados financieros de las expectativas de inflación a largo plazo, calculadas como el diferencial entre los bonos nominales y los bonos indexados a la inflación, retrocedieron en el período analizado. El 3 de diciembre, la tasa de inflación implícita a cinco años se situó en torno al 0,7 % y la tasa de inflación implícita a diez años, en torno al 1,2 %. La tasa de inflación implícita a cinco años dentro de cinco años también se redujo ligeramente durante el período considerado y se situó alrededor del 1,7 % el 3 de diciembre (véase gráfico 25). Las tasas de inflación implícitas a largo plazo, que son menos volátiles, calculadas a partir de los *swap* de inflación, también disminuyeron y se situaron en torno al 1,8 % al final del período. En la actualidad, los participantes en los mercados consideran que el riesgo de una tasa de inflación superior al 2 % es relativamente bajo y, en consecuencia, el precio de mercado del riesgo de inflación, incluido en los indicadores de mercado de las expectativas de inflación a largo plazo, es muy reducido en términos históricos. Además, el reciente aumento de la oferta de bonos indexados a la inflación de la zona del euro ha contribuido a la presión a la baja sobre los indicadores de mercado de las expectativas de inflación. Los indicadores de opinión de las expectativas de inflación para el horizonte de seis a diez años apuntan actualmente a una tasa de inflación del 1,9 %.

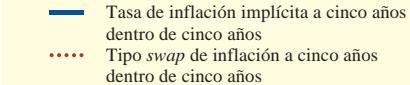
Gráfico 24 Rendimiento de los bonos cupón cero indexados a la inflación en la zona del euro



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

Gráfico 25 Tasas de inflación implícitas en los bonos cupón cero de la zona del euro y tipos swap de inflación

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



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

Entre finales de agosto y el 3 de diciembre, la curva de tipos *forward* implícitos a un día de la zona del euro se mantuvo básicamente sin variación en los plazos cortos, mientras que se desplazó a la baja en los plazos medios y largos (véase gráfico 26). En concreto, los tipos *forward* implícitos a alrededor de diez años se redujeron en torno a 25 puntos básicos, con el resultado de que la curva de tipos *forward* se aplanó notablemente durante el período.

El 3 de diciembre, los diferenciales de rendimiento de los bonos de las sociedades no financieras (en comparación con el índice Merrill Lynch EMU de deuda pública con calificación AAA) se estrecharon con respecto a los niveles registrados a finales de agosto para los bonos de elevada calificación crediticia, mientras que permanecieron básicamente sin variación en el caso de los bonos de calificación más baja. Los diferenciales de rendimiento de los valores emitidos por instituciones financieras también disminuyeron para los bonos de elevada calificación crediticia, mientras que prácticamente no se modificaron en el caso de los bonos de calificación más baja. Los diferenciales de rendimiento de los bonos de las sociedades no financieras y de las instituciones financieras con calificación más baja mostraron cierta volatilidad durante el período, registrándose los aumentos más significativos hacia mediados de octubre.

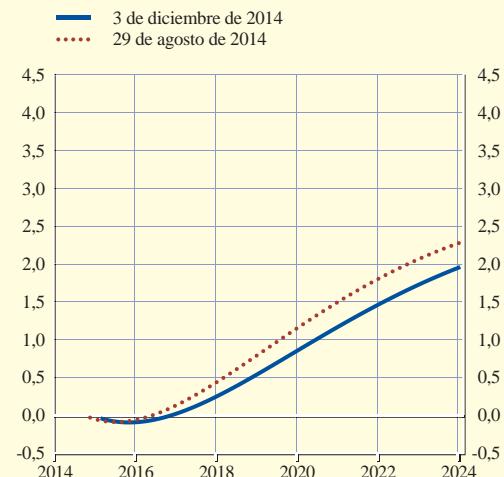
2.5 MERCADOS DE RENTA VARIABLE

Entre finales de agosto y principios de diciembre de 2014, las cotizaciones bursátiles experimentaron cierta volatilidad, influidas por la publicación de datos ligeramente dispares en las distintas áreas económicas consideradas y por la incertidumbre general en los mercados acerca del crecimiento mundial. Las cotizaciones de la zona del euro aumentaron, en general, como consecuencia de la recuperación observada en la última parte del período analizado. Las cotizaciones bursátiles de Estados Unidos también registraron ganancias netas, respaldadas por la publicación de datos económicos positivos en el país. En Japón, las cotizaciones aumentaron de forma pronunciada tras la decisión del Banco de Japón de reforzar considerablemente su relajación monetaria.

Las cotizaciones bursátiles de la zona del euro, medidas por el índice Dow Jones EURO STOXX amplio, registraron una subida de alrededor del 3% entre finales de agosto y el 3 de diciembre. Las cotizaciones de Estados Unidos, medidas por el índice Standard & Poor's 500, se incrementaron en torno al 4%, mientras que las cotizaciones bursátiles de Japón, medidas por el índice Nikkei 225, experimentaron un alza significativa del 15%, aproximadamente (véase gráfico 27).

Gráfico 26 Curvas de tipos *forward* implícitos a un día de la zona del euro

(porcentajes; datos diarios)



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

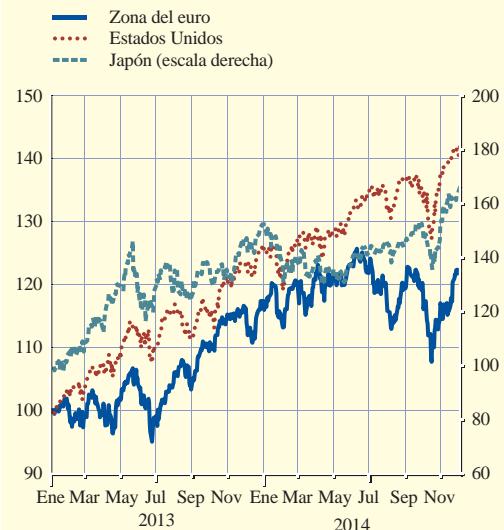
Notas: La curva de tipos *forward* implícitos, que se obtiene a partir de la estructura temporal de los tipos de interés de mercado, refleja las expectativas del mercado sobre los niveles de los tipos de interés a corto plazo en el futuro. El método utilizado para calcular las citadas curvas se explica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

La evolución de los mercados bursátiles de la zona del euro se caracterizó por dos fases diferentes. Las cotizaciones de la zona mostraron una prolongada tendencia a la baja desde principios de septiembre. Los descensos más acusados se produjeron en torno a mediados de octubre, en un contexto de publicación de datos económicos decepcionantes para la zona del euro, de información específica de cada país, y de preocupación general en los mercados acerca del crecimiento mundial, y las cotizaciones bursátiles de la zona se situaron en el nivel más bajo observado desde septiembre de 2013. Posteriormente, en un entorno de disminución de la incertidumbre en los mercados financieros, los precios de las acciones se incrementaron hasta situarse en cotas muy superiores a las de finales de agosto.

La evolución de las cotizaciones bursátiles de los distintos sectores económicos de la zona del euro fue dispar durante el período analizado (véase cuadro 6), correspondiendo los incrementos más pronunciados a los sectores de telecomunicaciones y de bienes de consumo. En cambio, el sector de petróleo y gas, así como el de sanidad, experimentaron los descensos más acusados. Después de que el BCE publicara los resultados de la evaluación global el 26 de octubre, las cotizaciones del sector financiero inicialmente retrocedieron, observándose caídas considerables a nivel de entidades. En los días posteriores a la publicación de los resultados, la mayor parte de estas caídas se revirtieron,

Gráfico 27 Índices bursátiles

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



Fuente: Thomson Reuters.

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

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

(porcentajes de los precios a fin de período)

	EURO STOXX	Materias primas	Servicios de consumo	Bienes de consumo	Petróleo y gas	Financiero	Sanidad	Industrial	Tecnología	Telecomunicaciones	Agua, gas, electric.
Participación del sector en la capitalización bursátil (datos a fin de período)											
100,0	9,7	6,9	16,9	5,8	23,9	5,5	14,9	5,2	4,9	6,3	
Variación de los precios (datos a fin de período)											
III 2013	10,1	4,7	8,2	6,5	7,3	18,9	-4,5	12,0	14,4	16,8	9,6
IV 2013	7,3	9,5	7,1	3,4	0,9	12,5	6,0	7,5	7,2	6,8	4,3
I 2014	10,4	8,2	9,4	5,3	6,1	18,1	4,5	9,5	6,3	10,0	18,2
II 2014	0,9	3,6	-2,0	2,6	9,1	-3,6	2,8	-0,9	-1,5	6,7	4,6
III 2014	-1,3	-3,4	-3,3	-5,6	-5,0	2,3	12,0	-4,7	4,8	-2,5	-0,3
Oct 2014	-3,1	-1,0	-5,4	-2,2	-5,8	-5,2	4,0	-7,4	-0,3	5,1	1,2
Nov 2014	0,8	1,7	3,9	4,2	-15,4	-1,7	6,9	-3,2	9,3	10,1	5,9
29 ago. 2014-3 dic. 2014	2,7	4,1	5,7	6,8	-12,2	1,7	-0,2	1,9	3,2	13,3	2,4

Fuentes: Thomson Reuters y cálculos del BCE.

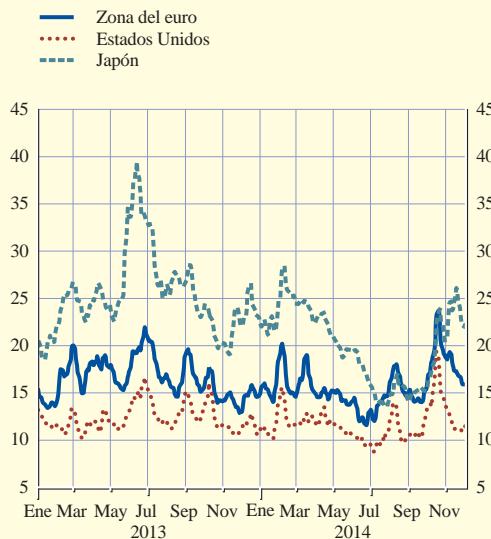
aunque, en conjunto, las cotizaciones de este sector se redujeron ligeramente durante el período de referencia.

Las cotizaciones bursátiles de Estados Unidos descendieron durante la primera parte del período analizado. Al igual que en la zona del euro, las mayores caídas se registraron hacia mediados de octubre, tras la publicación de algunos datos económicos dispares y en un contexto de preocupación general en los mercados acerca del crecimiento mundial. En la última parte del período analizado, las cotizaciones de Estados Unidos experimentaron una fuerte recuperación, y terminaron el período en niveles muy superiores a los de finales de agosto. Este aumento se produjo a raíz de la mejora general de los datos económicos publicados, como datos positivos sobre el crecimiento del PIB real y las condiciones del mercado de trabajo en este país. La evolución de las cotizaciones bursátiles de la mayor parte de los sectores de Estados Unidos fue positiva, y los mayores avances correspondieron a los sectores de sanidad y de agua, gas y electricidad. Los descensos más pronunciados se observaron en los sectores de petróleo y gas y de telecomunicaciones.

Las cotizaciones bursátiles de Japón registraron los mayores avances de las tres áreas económicas durante el período de referencia, con una subida de alrededor del 15 %. En consonancia con la evolución observada en la zona del euro y en Estados Unidos, las cotizaciones bursátiles de Japón descendieron en octubre debido a la preocupación acerca del crecimiento mundial. Posteriormente se recuperaron considerablemente, tras la decisión adoptada el 31 de octubre por el Banco de Japón de reforzar considerablemente

Gráfico 28 Volatilidad implícita de los mercados de renta variable

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

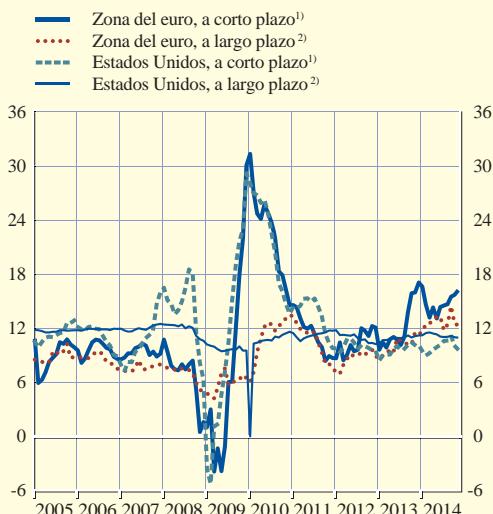


Fuente: Bloomberg.

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

Gráfico 29 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).

su relajación monetaria. Hacia el final del período considerado, las cotizaciones bursátiles de Japón experimentaron una caída transitoria a raíz de la publicación de datos negativos sobre el crecimiento del PIB real en el tercer trimestre de 2014 y el anuncio de convocatoria de elecciones generales, pero se recuperaron con rapidez y concluyeron el período analizado en niveles sustancialmente superiores a los de finales de agosto.

La incertidumbre de los mercados bursátiles, medida por la volatilidad implícita, aumentó en la zona del euro, Estados Unidos y Japón. En la zona del euro y Estados Unidos, la incertidumbre repuntó en torno a mediados de octubre tras los acusados descensos de las cotizaciones bursátiles a ambos lados del Atlántico, y reflejó la mayor incertidumbre en los mercados acerca del crecimiento mundial. Posteriormente, este incremento se revirtió hasta cierto punto, pero pese a esta reversión, la incertidumbre en los mercados bursátiles de estas dos áreas económicas se intensificó durante el período de referencia en su conjunto, situándose alrededor del 16 % y el 11 %, respectivamente, el 3 de diciembre (véase gráfico 28). En Japón, la incertidumbre de los mercados bursátiles también repuntó hacia mediados de octubre pero, a diferencia de la evolución observada en la zona del euro y en Estados Unidos, continuó aumentando, concluyendo el período analizado en un nivel sustancialmente más elevado, el 22 %.

Los datos disponibles 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 los beneficios reales, calculados para los doce meses anteriores, pasaron de registrar un descenso de alrededor del 3 % a finales de agosto a experimentar un avance de aproximadamente el 2 % para finales de noviembre de 2014. En noviembre, los participantes en el mercado esperaban que el beneficio por acción se incremente un 16 % en los próximos doce meses, así como que el crecimiento a largo plazo (cinco años) del beneficio por acción se sitúe en torno al 12 % anual (véase gráfico 29).

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

Entre julio y octubre de 2014, el coste real de la financiación de las sociedades no financieras de la zona del euro se redujo ligeramente, como consecuencia del descenso del coste real tanto de las acciones como de los préstamos bancarios a corto plazo, que compensó con creces el incremento del coste real de los valores de renta fija y de los préstamos bancarios a largo plazo. En el tercer trimestre de 2014, los criterios de aprobación del crédito a las sociedades no financieras se relajaron, en términos netos, por segunda vez desde el segundo trimestre de 2007. Se estima que el flujo total de financiación externa hacia este sector se ha estabilizado en el otoño, aunque sigue siendo débil. Esta debilidad refleja la disminución tanto de las amortizaciones netas de préstamos de las IFM a las sociedades no financieras como de la emisión neta de valores por parte de las empresas.

CONDICIONES DE FINANCIACIÓN

Entre julio y octubre de 2014, el coste real de la financiación externa de las sociedades no financieras de la zona del euro, calculado mediante la ponderación del coste de distintas fuentes de financiación a partir de los respectivos saldos vivos, corregidos de efectos de valoración, se redujo ligeramente, 4 puntos básicos, y se situó en el 3,5 % en octubre de 2014 (véase gráfico 30). La evolución del índice general reflejó un descenso de 12 puntos básicos del coste real de las acciones y de 8 puntos básicos de los tipos de interés de los préstamos bancarios a corto plazo. Tanto el coste real de los valores de renta fija como los tipos de los préstamos bancarios a largo plazo se incrementaron 12 y 11 puntos básicos,

respectivamente. Los datos disponibles para noviembre de 2014 sugieren que el coste real de las acciones y el de los valores de renta fija disminuyeron.

Examinando con más detalle los componentes de la financiación externa, se observa que en el período comprendido entre julio y octubre de 2014, los tipos de interés nominales que aplican las IFM a los préstamos concedidos a las sociedades no financieras experimentaron una caída, que fue ligeramente más pronunciada en el caso de los préstamos a largo plazo (es decir, con un período de fijación del tipo inicial de más de cinco años), con un descenso de 35 puntos básicos durante el período analizado. Al mismo tiempo, los tipos de interés nominales correspondientes a los nuevos préstamos de hasta un millón de euros con períodos más cortos de fijación del tipo inicial disminuyeron 31 puntos básicos, mientras que los correspondientes a los préstamos de más de un millón de euros retrocedieron 18 puntos básicos (véase cuadro 7). Durante el citado período, el diferencial de tipos de interés entre los préstamos de hasta un millón de euros y los préstamos de más de un millón de euros se redujo 12 puntos básicos en el caso de los préstamos con períodos más cortos de fijación del tipo inicial y aumentó 12 puntos básicos en el caso de los préstamos con período de fijación del tipo inicial de más de cinco años.

Entre julio y octubre de 2014, los rendimientos de la deuda pública y los tipos de interés del mercado monetario de la zona del euro también se redujeron. Debido al menor descenso de los tipos de interés del mercado monetario, los diferenciales entre los tipos de interés de los préstamos a corto plazo, de hasta un millón de euros y de más de un millón de euros, y el euríbor a tres meses retrocedieron 19 y 7 puntos básicos, respectivamente. 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 disminuyó 7 puntos básicos, mientras que el diferencial entre los tipos de interés de los préstamos a

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

(porcentajes; puntos básicos)

							Variaciones en puntos básicos hasta octubre de 2014 ¹⁾		
	III 2013	IV 2013	I 2014	II 2014	Sep 2014	Oct 2014	Jul 2013	Jul 2014	Sep 2014
Tipos de interés aplicados por las IFM									
Descubiertos en cuenta de las sociedades no financieras	3,86	3,79	3,78	3,71	3,52	3,42	-42	-17	-10
Préstamos a las sociedades no financieras hasta un millón de euros									
A tipo flexible y hasta un año de fijación del tipo inicial	3,75	3,78	3,78	3,59	3,31	3,29	-56	-31	-2
Más de cinco años de fijación del tipo inicial	3,26	3,27	3,29	3,11	2,84	2,82	-45	-24	-2
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	2,15	2,29	2,25	2,09	1,89	1,81	-41	-18	-8
Más de cinco años de fijación del tipo inicial	3,06	2,96	2,98	2,71	2,40	2,43	-63	-35	3
Pro memoria									
Tipo de interés a tres meses del mercado monetario	0,23	0,29	0,31	0,21	0,08	0,09	-14	-12	1
Rendimiento de la deuda pública a dos años	0,22	0,25	0,17	0,02	-0,10	-0,08	-26	-9	2
Rendimiento de la deuda pública a siete años	1,42	1,58	1,21	0,87	0,57	0,51	-83	-29	-6

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 deuda 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.

largo plazo de hasta un millón de euros y los tipos de interés de la deuda soberana se incrementó 5 puntos básicos.

En cuanto a la evidencia procedente de las encuestas sobre la oferta y la demanda de préstamos bancarios a sociedades no financieras de la zona del euro, la encuesta sobre préstamos bancarios de octubre de 2014 correspondiente al tercer trimestre de 2014 mostró que los criterios de concesión de préstamos a las sociedades no financieras se relajaron en términos netos por segunda vez desde el segundo trimestre de 2007 (un -2 % de las entidades de crédito indicaron que dichos criterios se habían endurecido, en comparación con el -3 % del trimestre anterior).

Factores relacionados con el coste de financiación y disponibilidad de fondos de las entidades de crédito siguieron contribuyendo ligeramente a la relajación de los criterios de concesión de crédito a empresas en el tercer trimestre de 2014. Más concretamente, esta evolución estuvo impulsada principalmente por la continuación del fortalecimiento de la situación de liquidez de las entidades de crédito de la zona del euro y por la mejora en curso del acceso de las entidades a la financiación en los mercados, mientras que el nivel de capital de las entidades hizo que los criterios se endurecieran marginalmente. En cambio, la percepción de riesgo de las entidades en relación con las perspectivas de negocio de las empresas y la incertidumbre macroeconómica provocaron un ligero endurecimiento neto (el 2 %, frente al -3 %) de los criterios de aprobación de préstamos a empresas en el tercer trimestre, tras la leve relajación neta de los criterios observada en los dos trimestres anteriores, acorde con la modesta recuperación económica. Esto reflejó un empeoramiento de las expectativas de las entidades, que previamente eran más favorables, sobre las perspectivas macroeconómicas y las relativas a sociedades concretas. Además, la valoración de las entidades de los riesgos relativos a las garantías solicitadas dio lugar a un endurecimiento marginal de los criterios. Para más información, véase el recuadro titulado «The results of the euro area bank lending survey for the third quarter of 2014» en el Boletín Mensual del BCE de noviembre de 2014.

En cuanto a las condiciones de financiación en los mercados, entre julio y octubre de 2014, la evolución del coste de los valores de renta fija de las sociedades no financieras varió entre las distintas categorías de calificación de la renta fija privada. Los diferenciales entre la renta fija con calificaciones más altas, como los valores con calificación A y AA y los rendimientos de la deuda pública con calificación AAA, se estrecharon ligeramente, mientras que, en el caso de los bonos con

Gráfico 30 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 representativos de deuda y el coste de las acciones, basados en sus respectivos saldos vivos y deflactados por las expectativas de inflación (véase el recuadro 4 del *Boletín Mensual* de marzo de 2005). La armonización de los tipos de interés aplicados por las IFM a los préstamos introducida a principios de 2003 provocó una ruptura en las series estadísticas. Es posible que los datos a partir de junio de 2010 no sean totalmente comparables con los anteriores a esa fecha, debido a los cambios metodológicos resultantes de la aplicación de los reglamentos BCE/2008/32 y BCE/2009/7 (por el que se modifica el Reglamento BCE/2001/18).

calificación más baja («de alta rentabilidad»), los diferenciales aumentaron 38 puntos básicos (véase gráfico 31). Los datos más recientes sobre la financiación en los mercados indican que los diferenciales de los valores de renta fija con calificación más baja experimentaron un descenso en noviembre de 2014.

FLUJOS DE FINANCIACIÓN

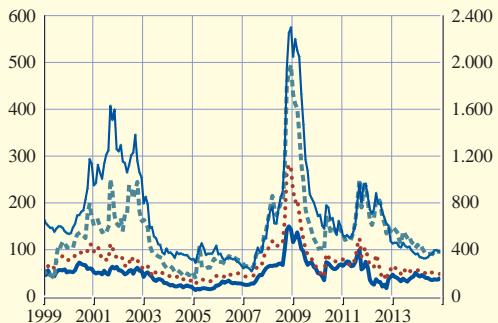
La tasa de variación interanual de los beneficios por acción de las sociedades cotizadas de la zona del euro se incrementó entre julio y octubre de 2014. Concretamente, la tasa correspondiente a las empresas cotizadas de la zona fue del -0,7% en octubre de 2014, frente al -4,8% de julio de 2014 (véase gráfico 32). De cara al futuro, basándose en los indicadores de proveedores de mercado, los participantes en el mercado esperan que la tasa de variación de los beneficios por acción se sitúe de nuevo en niveles positivos en el cuarto trimestre de este año.

El flujo global de financiación externa a las sociedades no financieras se stabilizó en el otoño, tras un período de contracción. Esta mejora refleja un descenso de las amortizaciones netas de préstamos concedidos por las IFM a las sociedades no financieras y de la emisión neta de valores por parte de las empresas (véase gráfico 33). No obstante, el nivel

Gráfico 31 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.

Gráfico 32 Beneficios por acción de las sociedades no financieras cotizadas de la zona del euro

(tasas de variación interanual; datos mensuales)

- Reales
- Esperados

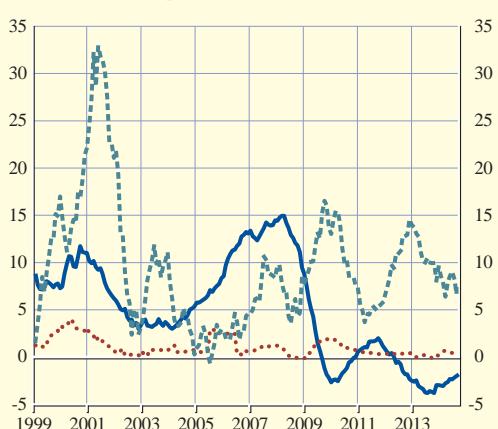


Fuentes: Thomson Reuters y cálculos del BCE.

Gráfico 33 Detalle por instrumentos de la financiación externa de las sociedades no financieras

(tasas de variación interanual)

- Préstamos de las IFM
- Acciones cotizadas
- Valores representativos de deuda



Fuente: BCE.

Nota: Las acciones cotizadas están denominadas en euros.

de financiación externa de las sociedades no financieras sigue siendo bajo, como consecuencia de la debilidad de la economía, de las continuas necesidades de desapalancamiento de las empresas en varios países, de los máximos alcanzados en las tenencias de efectivo y de la persistencia de algunas restricciones de oferta de financiación, sobre todo en el caso de las pequeñas y medianas empresas (pymes).

Ajustada de ventas de préstamos y titulizaciones, la tasa de crecimiento interanual de los préstamos concedidos por las IFM a las sociedades no financieras se situó en el -2,1 % en el tercer trimestre de 2014, frente al -2,7 % del trimestre anterior. En octubre de 2014, esta tasa aumentó de nuevo y se situó en el -1,6 %. La tasa de crecimiento interanual de los valores representativos de deuda emitidos se redujo hasta el 6,7 % en el tercer trimestre de 2014, desde el 8,6 % registrado el trimestre precedente, mientras que la tasa de crecimiento de las acciones cotizadas se mantuvo inalterada en niveles moderados (véase cuadro 8).

La menor necesidad de emitir valores de renta fija privada ha sido consecuencia, en cierta medida, de la mejora de las condiciones de oferta de crédito y de los abundantes colchones de liquidez. No obstante, la débil demanda de préstamos y la evolución observada recientemente en la emisión de valores de renta fija privada también han estado determinadas por el frágil entorno económico. Por otra parte, en términos absolutos, la emisión de valores representativos de deuda sigue concentrada en unos pocos países de la zona del euro, estando limitado el acceso a los mercados de renta fija, en la mayoría de los casos, a grandes empresas con elevada calificación crediticia. Habitualmente, las pymes son demasiado pequeñas para absorber los costes fijos asociados a la emisión de valores de renta fija en el mercado financiero. Como resultado, son mucho más dependientes de la financiación bancaria que las grandes empresas y, por lo tanto, se ven afectadas de manera desproporcionada por la actual contracción del crédito bancario.

En el tercer trimestre de 2014, los préstamos de las IFM a las sociedades no financieras que registraron la contracción más acusada fueron los préstamos a medio plazo, esto es, aquellos con período de fijación del

Cuadro 8 Financiación de las sociedades no financieras

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

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. Los datos sobre préstamos de las IFM no están ajustados de ventas y titulizaciones.

1) La suma de los valores representativos de deuda a tipo fijo y a tipo variable puede no coincidir con el total de valores representativos de deuda 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) Dados procedentes de las cuentas trimestrales europeas por sectores. La financiación total de las sociedades no financieras incluye préstamos, valores representativos de deuda, 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.

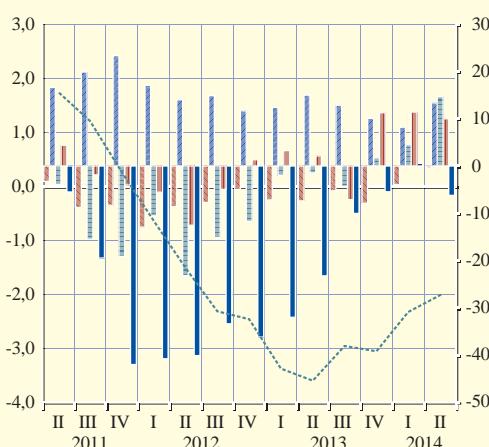
tipo inicial de entre uno y cinco años. Si se compara con el trimestre precedente, el ritmo de contracción se moderó en el caso de los préstamos a corto plazo, es decir, préstamos con período de fijación del tipo inicial hasta un año, mientras que aumentó ligeramente en los préstamos a medio plazo, esto es, aquellos con período de fijación del tipo inicial de más de cinco años. Desde 2007, la emisión de valores representativos de deuda por las sociedades no financieras se ha inclinado hacia instrumentos a más largo plazo. Esta tendencia continuó en septiembre de 2014, cuando el porcentaje de instrumentos representativos de deuda a largo plazo emitidos por las sociedades no financieras se elevó al 93 % (desde el 84 % en 2007).

Los resultados de la encuesta sobre préstamos bancarios de octubre de 2014 mostraron que la demanda neta de préstamos por parte de las sociedades no financieras (es decir, la diferencia entre la suma de los porcentajes de entidades de crédito que indicaron un aumento de la demanda y la de entidades que señalaron un descenso) siguió recuperándose en el tercer trimestre de 2014 (el 6 %, frente al 4 % del trimestre anterior). Las necesidades de financiación relacionadas con la reestructuración de la deuda y con las operaciones de fusión y adquisición fueron el factor que contribuyó más positivamente a la demanda de préstamos por parte de las empresas en el tercer trimestre. La inversión en capital fijo volvió a contribuir negativamente a la evolución de la demanda (véase gráfico 34). Las

Gráfico 34 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)
- Fusiónes, adquisiciones y reestructuraciones de empresas (escala derecha)
- Reestructuración de la deuda (escala derecha)
- Financiación interna (escala derecha)
- Préstamos a sociedades no financieras (escala izquierda)



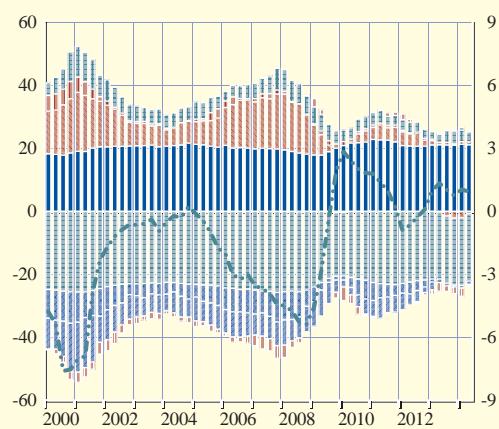
Fuente: BCE.

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 35 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 representativos de deuda 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.

entidades de crédito de la zona del euro esperan un nuevo incremento neto de la demanda de préstamos a empresas en el cuarto trimestre de 2014.

El excedente de financiación (o la capacidad 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 redujo marginalmente, hasta el 0,9 %, en el segundo trimestre de 2014, desde el 1 % del trimestre anterior (véase gráfico 35). El descenso del excedente de financiación se tradujo en una disminución de las adquisiciones netas de acciones.

POSICIÓN FINANCIERA

Según datos de las cuentas integradas de la zona del euro, la deuda en relación con el PIB del sector de sociedades no financieras se incrementó desde el 81,9 % registrado en el primer trimestre de 2014 hasta el 82,4 % en el segundo trimestre. Por lo tanto, la tendencia de descenso gradual observada en los dos últimos años se interrumpió. En conjunto, el ritmo de ajuste de los balances de las sociedades no financieras continuó ralentizándose, con respecto a los máximos registrados en el punto álgido de la crisis financiera debido, en parte, a la persistente debilidad de la recuperación económica. En el segundo trimestre de 2014, la deuda en relación con los activos totales se redujo marginalmente, desde el 27,8 % hasta el 27,7 % (véase gráfico 36). En consecuencia, la sostenibilidad de la deuda de las sociedades no financieras siguió mejorando: su carga bruta por intereses en relación con el excedente bruto de explotación retrocedió hasta situarse en el 9,9 %, frente al 10,2 % del primer trimestre de 2014. En términos netos, la carga por intereses de las sociedades no financieras cayó hasta el 2,8 % en el segundo trimestre de 2014, lo que supone una reducción de 0,1 puntos porcentuales con respecto al trimestre precedente y aproximadamente una tercera parte del máximo registrado en el último trimestre de 2008 (véase gráfico 37).

Gráfico 36 Ratios de deuda del sector de sociedades no financieras



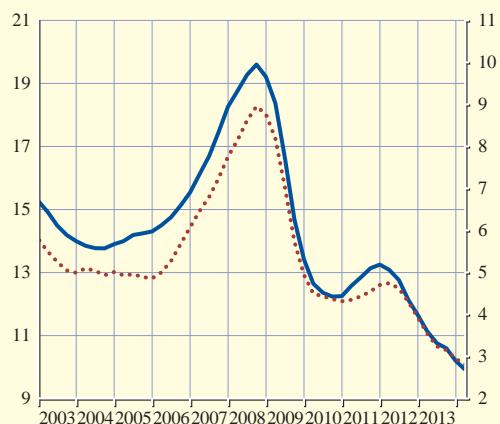
Fuentes: BCE, Eurostat y cálculos del BCE.

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

Gráfico 37 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.

2.7 FLUJOS DE FINANCIACIÓN Y POSICIÓN FINANCIERA DEL SECTOR HOGARES

En el tercer trimestre de 2014, las condiciones de financiación de los hogares de la zona del euro se caracterizaron por la reducción de los tipos de interés de los préstamos bancarios, aunque persistió la heterogeneidad entre países e instrumentos. No obstante, la evolución del endeudamiento de los hogares siguió siendo moderada, como resultado de una combinación de factores, entre los que cabe señalar la falta de dinamismo de la renta disponible de este sector, los altos niveles de desempleo, la debilidad de los mercados de la vivienda, la necesidad de corregir excesos del pasado en términos de acumulación de deuda y la incertidumbre en torno a las perspectivas económicas. Aún así, las estimaciones correspondientes al tercer trimestre de 2014 sugieren que la tasa de crecimiento interanual del total de préstamos concedidos a los hogares aumentó ligeramente en ese trimestre, mientras que la deuda de los hogares en relación con la renta bruta disponible se habría estabilizado.

CONDICIONES DE FINANCIACIÓN

Los costes de financiación de los hogares de la zona del euro descendieron en el tercer trimestre de 2014 y continuaron presentando divergencias en función de la categoría, del plazo de vencimiento y del país de origen del préstamo. Si se consideran los componentes individuales, los tipos de interés de los préstamos para adquisición de vivienda disminuyeron con respecto a los niveles registrados en el segundo trimestre (véase gráfico 38). Por lo que respecta al desglose de los costes de financiación de los préstamos hipotecarios según su plazo de vencimiento, los tipos de interés aplicados tanto a los préstamos a corto como a medio plazo (es decir, préstamos a tipo flexible o hasta un año de fijación del tipo inicial y préstamos con período de fijación del tipo inicial de más de un año y hasta cinco años) experimentaron una caída de 5 puntos básicos. Los tipos de interés de los préstamos a largo plazo con períodos de fijación del tipo inicial de más de cinco años y hasta diez años, y de más de diez años se redujeron 10 y 4 puntos básicos, respectivamente, con respecto a los niveles del segundo trimestre. En octubre de 2014 se observaron nuevos descensos en todos los plazos de vencimiento.

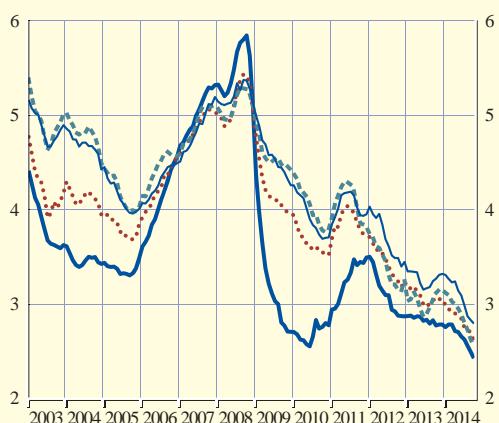
En cuanto a los nuevos préstamos para consumo, todos los tipos de interés aplicados a los préstamos a corto plazo (es decir, préstamos con un período de fijación del tipo inicial de hasta un año), a los préstamos a medio plazo (esto es, préstamos con período de fijación del tipo inicial de más de un año y hasta cinco años) y a los préstamos a largo plazo (es decir, préstamos con período de fijación del tipo inicial de más de cinco años) se redujeron en el tercer trimestre.

Según los resultados de la encuesta sobre préstamos bancarios en la zona del euro de octubre de 2014, las entidades de crédito de la zona participantes en la encuesta indicaron que los criterios de aprobación aplicados a los préstamos para adquisición de vivienda

Gráfico 38 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.

otorgados a los hogares se habían relajado, en términos netos, en el tercer trimestre (un -2% , frente al -4% del trimestre anterior). Las presiones competitivas contribuyeron a la relajación neta de los criterios de aprobación, mientras que la reaparición de algunas percepciones de riesgo tuvo un ligero efecto compensatorio. La encuesta sugiere que los criterios aplicados al crédito al consumo y otros préstamos concedidos a los hogares también se relajaron en términos netos en el tercer trimestre (el -7% , en comparación con el -2% del trimestre precedente). Esta relajación neta adicional de los criterios señalada para este segmento del mercado de crédito a nivel de la zona del euro refleja la reducción de los costes de financiación de las entidades de crédito y las menores restricciones en la disponibilidad de fondos, así como la influencia de la competencia, al tiempo que oculta una ligera reaparición de las percepciones de riesgo. Para más detalles, véase el recuadro titulado «The results of the euro area bank lending survey for the third quarter of 2014», en el Boletín Mensual de noviembre de 2014.

FLUJOS DE FINANCIACIÓN

Tras registrar un mínimo histórico en el trimestre anterior, la tasa de crecimiento interanual del total de préstamos concedidos a los hogares fue algo menos negativa en el tercer trimestre de 2014 y se situó en el $-0,5\%$, frente al $-0,6\%$ del segundo trimestre. El ligero aumento observado en ese trimestre se debió a una contribución menos negativa de los préstamos de las IFM para adquisición de vivienda (véase gráfico 39).

La tasa de crecimiento interanual de los préstamos concedidos por las IFM a los hogares, ajustados de ventas y titulizaciones, también experimentó un aumento marginal y se situó en el $0,5\%$ en el tercer trimestre, frente al $0,4\%$ del trimestre anterior, continuando así la moderada tendencia al alza observada desde principios de año. Posteriormente volvió a aumentar, hasta situarse en el $0,6\%$ en octubre. El detalle de los préstamos de las IFM según su finalidad indica que la tasa de crecimiento interanual de los préstamos para adquisición de vivienda concedidos por este sector (sin ajustar de ventas y titulizaciones) se tornó negativa, situándose en el $-0,1\%$ en el tercer trimestre, frente al $0,2\%$ del trimestre anterior, y reduciéndose hasta el $-0,2\%$ en octubre. El crédito al consumo siguió reduciéndose en el segundo trimestre, aunque a un ritmo más lento, situándose la tasa de crecimiento interanual en el $-1,5\%$, frente al 2% del segundo trimestre. En octubre, esta tasa fue del $0,1\%$. La tasa de crecimiento interanual de otros préstamos (que incluye los préstamos a empresas sin personalidad jurídica) pasó a ser algo menos negativa y se situó en el $-1,5\%$ en el tercer trimestre, frente al $-1,7\%$ del trimestre precedente. En octubre, se redujo hasta el $-1,8\%$.

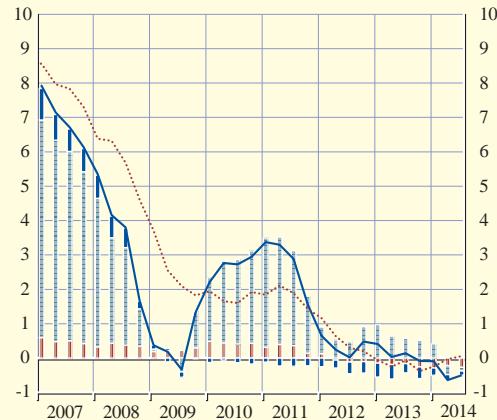
La evolución persistentemente moderada de los préstamos a hogares refleja varios factores, entre ellos, la falta de dinamismo de la renta disponible de este sector, los altos niveles de desempleo, la debilidad de los mercados de la vivienda, la necesidad de corregir los excesos del pasado en términos de acumulación de deuda y la incertidumbre

Gráfico 39 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 tercer trimestre de 2014 se ha estimado a partir de las operaciones que figuran en las estadísticas monetarias y bancarias. Para más información sobre las diferencias en el cálculo de las tasas de crecimiento entre préstamos de las IFM y total de préstamos, véanse las notas técnicas pertinentes. Los datos sobre préstamos de las IFM no están ajustados de ventas o titulizaciones.

Gráfico 40 Inversión financiera de los hogares

(tasas de variación interanual; contribuciones en puntos porcentuales)

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



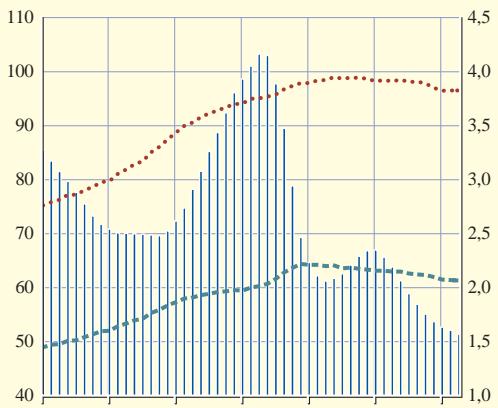
Fuentes: BCE y Eurostat.

1) Incluye préstamos y otras cuentas pendientes de cobro.

Gráfico 41 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.

en torno a las perspectivas económicas. De cara al futuro, la encuesta sugiere que las entidades de crédito esperan un aumento neto de la demanda de todas las categorías de préstamos en el cuarto trimestre.

Por lo que se refiere al activo del balance del sector hogares de la zona del euro, la tasa de crecimiento interanual de su inversión financiera total se situó en el 1,7% en el segundo trimestre de 2014 (por encima del 1,6% registrado en el trimestre precedente; véase gráfico 40). Esta evolución tuvo su origen en la menor desinversión en valores representativos de deuda (excluidos los derivados financieros), cuya tasa de crecimiento interanual se situó en el -10% en el segundo trimestre. Al mismo tiempo, la tasa de crecimiento interanual de la inversión en efectivo y depósitos se mantuvo estable en el 2,4% en el segundo trimestre, mientras que la tasa de crecimiento interanual de las participaciones en fondos de inversión descendió hasta el 1,7%, desde el 2% del trimestre anterior. En conjunto, el proceso de desapalancamiento en curso, los altos niveles de desempleo y la debilidad del ciclo económico (factores todos ellos que dificultan el crecimiento de la renta disponible y fuerzan el desahorro de los hogares) son los principales factores que explican el prolongado período de débil crecimiento observado 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 de los hogares en relación con la renta bruta disponible nominal se estabilizó en el 96,5% en el segundo trimestre de 2014. La deuda de este sector en relación con el PIB también se estabilizó, situándose en el

61,4 % en el segundo trimestre. Al mismo tiempo, la carga por intereses de los hogares se redujo de nuevo hasta situarse en el 1,6 % de la renta total disponible, lo que supone un mínimo histórico (véase gráfico 41). Las estimaciones para el tercer trimestre de 2014 indican que la deuda de los hogares no experimentó variación en ese trimestre, mientras que la carga por intereses de este sector volvió a reducirse ligeramente.

3 PRECIOS Y COSTES

Según la estimación preliminar de Eurostat, la inflación interanual medida por el IAPC de la zona del euro se situó en el 0,3% en noviembre de 2014, frente al 0,4% de octubre. En comparación con el mes anterior, esta disminución refleja principalmente todo una mayor caída interanual de los precios de la energía y un incremento interanual ligeramente menor de los precios de los servicios. Sobre la base de la información disponible a mediados de noviembre, fecha de cierre de las proyecciones macroeconómicas de diciembre de 2014 elaboradas por los expertos del Eurosistema para la zona del euro, se preveía que la inflación interanual medida por el IAPC se situaría en el 0,5% en 2014, el 0,7% en 2015 y el 1,3% en 2016. En comparación con las proyecciones macroeconómicas de septiembre de 2014 elaboradas por los expertos del BCE, las previsiones se han revisado considerablemente a la baja, sobre todo en 2015. Esta revisión obedece, principalmente, al descenso de los precios del petróleo en euros y al impacto de la revisión a la baja de las perspectivas de crecimiento, pero no incorpora todavía la caída de los precios del petróleo en las semanas posteriores a la fecha de cierre de las proyecciones.

Los riesgos para las perspectivas de evolución de los precios en el medio plazo serán objeto de un estrecho seguimiento, en particular, las posibles repercusiones de la moderación de la dinámica de crecimiento, los acontecimientos geopolíticos, la evolución de los tipos de cambio y de los precios de la energía, y la transmisión de las medidas de política monetaria. Se prestará especial atención al impacto más general de la reciente evolución de los precios del petróleo sobre las tendencias de la inflación a medio plazo en la zona del euro.

3.1 PRECIOS DE CONSUMO

La tendencia a la baja de la inflación medida por el IAPC de la zona del euro, iniciada a finales de 2011, se ha debido principalmente a la evolución mundial, por ejemplo, de los precios de las materias primas y de los tipos de cambio, y se ha manifestado, sobre todo, en la menor contribución del componente energético del IAPC, pero también del componente de alimentos. En 2014, la evolución de los precios de las materias primas ha continuado teniendo un impacto a la baja sobre la inflación, aunque este se ha visto atenuado en parte por la depreciación del tipo de cambio del euro. En la coyuntura actual, la menor inflación general asociada al descenso de los precios de las materias primas debería impulsar la actividad económica elevando la renta real disponible de los hogares y las empresas.

Cuadro 9 Evolución de los precios

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

	2012	2013	2014 Jun	2014 Jul	2014 Ago	2014 Sep	2014 Oct	2014 Nov
IAPC y sus componentes¹⁾								
Índice general	2,5	1,4	0,5	0,4	0,4	0,3	0,4	0,3
Energía	7,6	0,6	0,1	-1,0	-2,0	-2,3	-2,0	-2,5
Alimentos	3,1	2,7	-0,2	-0,3	-0,3	0,3	0,5	0,5
Alimentos no elaborados	3,0	3,5	-2,8	-2,6	-2,4	-0,9	0,0	0,0
Alimentos elaborados	3,1	2,2	1,4	1,1	1,0	1,0	0,8	0,8
Bienes industriales no energéticos	1,2	0,6	-0,1	0,0	0,3	0,2	-0,1	0,0
Servicios	1,8	1,4	1,3	1,3	1,3	1,1	1,2	1,1
Otros indicadores de precios								
Precios industriales	2,8	-0,2	-0,9	-1,3	-1,4	-1,4	-1,3	.
Precios del petróleo (euros por barril)	86,6	81,7	82,3	79,9	77,6	76,4	69,5	64,1
Precios de las materias primas no energéticas	-5,2	-8,0	-4,2	-4,8	-4,2	-4,6	-2,7	.

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

1) La inflación medida por el IAPC y sus componentes de noviembre de 2014, corresponde a la estimación preliminar de Eurostat.

A diferencia de la inflación general, la inflación subyacente medida por el IAPC, excluidos la energía y los alimentos, ha permanecido en tasas reducidas, pero básicamente estables, en 2014. No obstante, el descenso de los precios de las materias primas y de la energía normalmente ejerce también una presión a la baja sobre la inflación medida por el IAPC, excluidos la energía y los alimentos, puesto que la caída de los costes de los bienes intermedios se transmite a través de la cadena de precios (véase recuadro 3).

Atendiendo a los datos más recientes, según la estimación preliminar de Eurostat, la inflación general medida por el IAPC se situó en el 0,3% en noviembre de 2014, frente al 0,4% de octubre (véase cuadro 9). Al mismo tiempo, la inflación medida por el IAPC, excluidos la energía y los alimentos, fue del 0,7% en noviembre, sin cambios con respecto al mes anterior.

Si se examinan con más detalle los principales componentes del IAPC (véase gráfico 42), la estimación preliminar de Eurostat de noviembre muestra que la tasa de variación de los precios de la energía disminuyó 0,5 puntos porcentuales, hasta situarse en el -2,5%. Esta tasa ha sido negativa casi todos los meses de 2014 debido, principalmente, a la caída de los precios del petróleo en euros. Tras alcanzar un máximo a mediados de junio, el precio del crudo denominado en euros se ha reducido en torno a un 25%. El descenso de los precios del gas también ha contribuido negativamente a la tasa de crecimiento de los precios de la energía en 2014, y refleja, entre otras cosas, factores meteorológicos y el hecho de que las instalaciones de almacenamiento de gas se encontraban prácticamente llenas en toda Europa¹.

La tasa de variación interanual del componente de alimentos, que comprende los precios de los alimentos tanto elaborados como no elaborados, se situó en el 0,5% en noviembre, sin cambios con respecto al mes anterior. Los precios de los alimentos se mantuvieron contenidos en 2014 debido, en parte, a factores meteorológicos. Las temperaturas invernales a comienzos de 2014, que fueron relativamente suaves en comparación con el año precedente, presionaron a la baja los precios de los alimentos no elaborados (principalmente los componentes de frutas y de legumbres y hortalizas) durante la primera mitad del año. Desde junio, sin embargo, el impacto asociado a las condiciones meteorológicas perdió intensidad, y la tasa de crecimiento interanual de los precios de los alimentos no elaborados aumentó gradualmente desde su mínimo del -2,8% de junio, hasta situarse alrededor del 0% en noviembre. La tasa de avance de los precios de los alimentos elaborados también ha descendido en 2014, y se situó en el 0,8% en noviembre. La mayor parte de este retroceso es atribuible, probablemente, a la caída de los precios internacionales de las materias primas y de los precios agrícolas en origen europeos.

Considerada en su conjunto, la inflación de los dos componentes restantes del IAPC, a saber, los bienes industriales no energéticos y los servicios, se ha mantenido en tasas bajas, pero básicamente estables, en 2014. Los reducidos niveles de inflación de los precios de ambos componentes se deben a la relativa debilidad de la demanda de consumo, la baja capacidad de fijación de precios de las empresas, la contención de la evolución salarial y los efectos retardados de la apreciación del euro hasta mayo. Según los datos más recientes, la tasa de variación de los precios de los bienes industriales no energéticos aumentó ligeramente hasta el 0% en noviembre, mientras que el ritmo de avance de los precios de los servicios descendió marginalmente hasta el 1,1%. La variación mensual de las tasas de crecimiento interanual de estos dos componentes puede atribuirse a los efectos estacionales, como las fechas de los períodos de rebajas en el caso de los artículos de vestir o el cambio de los destinos de verano por los de invierno en el caso de las vacaciones organizadas.

1 Véase también el recuadro titulado «Developments in consumer gas prices in the euro area», *Boletín Mensual*, BCE, Fráncfort del Meno, octubre de 2014.

Recuadro 3

EFECTOS INDIRECTOS DE LA EVOLUCIÓN DE LOS PRECIOS DEL PETRÓLEO SOBRE LA INFLACIÓN DE LA ZONA DEL EURO

Tras un acusado incremento desde comienzos de 2009 hasta 2011, los precios del petróleo oscilaron en torno a un nivel básicamente estable de 110 dólares estadounidenses el barril desde principios de 2012 hasta mediados de 2014. Como consecuencia de la apreciación del euro frente al dólar estadounidense, los precios del petróleo en euros descendieron durante dicho período. Desde mediados de 2014, los precios del petróleo han caído significativamente, situándose en torno a 70 dólares estadounidenses el barril a finales de noviembre, observándose que la reducción del tipo de cambio entre el euro y el dólar estadounidense ha atenuado en cierta medida el impacto en el precio en euros (véase Gráfico A).

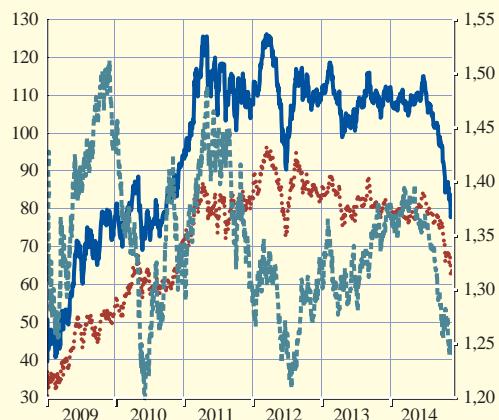
A través del componente energético del IAPC, la evolución de los precios del petróleo ha representado una parte importante del descenso de la inflación general medida por el IAPC desde finales de 2011¹. Inicialmente, este hecho reflejó los efectos de base, ya que el impacto alcista de los anteriores incrementos del precio del petróleo no se incluyó en la comparación interanual, y, posteriormente, la caída gradual de los precios del petróleo en euros. No obstante, es probable que la evolución de los precios del petróleo haya tenido un impacto más general también en los componentes no energéticos del IAPC. En este recuadro se analizan los efectos indirectos de la evolución de los precios del petróleo sobre la inflación medida por el IAPC, excluidos la energía y los alimentos.

El concepto de efectos indirectos

A diferencia de los efectos directos sobre la inflación medida por el IAPC que tienen los cambios en los precios del petróleo a través de su impacto en los precios de consumo de la energía, los efectos indirectos se refieren al impacto de las variaciones de los precios del petróleo a través de los costes de producción. Dichos efectos indirectos son bastante obvios en el caso de algunos servicios de transporte, como la aviación, donde el combustible es un factor de coste muy importante. Sin embargo, es probable que también estén presentes en el caso de los bienes y servicios de consumo que se producen con una intensidad de uso de petróleo y, de manera más general, con una intensidad de uso de energía relativamente elevadas, como algunos productos farmacéuticos y algunos materiales utilizados en la conservación y el mantenimiento de la vivienda. Además, habida cuenta del destacado papel de

Gráfico A Evolución de los precios del petróleo y tipo de cambio entre el euro y el dólar estadounidense
(EUR; USD; datos diarios)

— Brent (USD por barril; escala izquierda)
····· Brent (EUR por barril; escala izquierda))
- - - - Tipo de cambio USD/EUR (escala derecha)

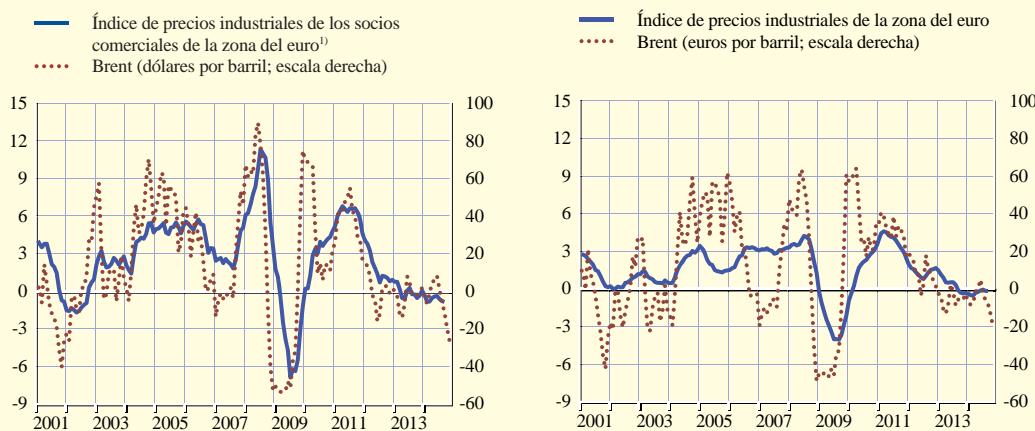


Fuentes: Bloomberg y cálculos del BCE.

1 Para una explicación más detallada, véase el artículo titulado «Influencia de los factores globales en la evolución reciente de la inflación en la zona del euro», *Boletín Mensual*, BCE, Fráncfort del Meno, junio de 2014.

Gráfico B Evolución de los precios del petróleo y de los precios industriales

(tasas de variación interanual; datos mensuales)



Fuentes: Bloomberg, Eurostat, OCDE y cálculos del BCE.

1) Como implica el tipo de cambio efectivo real del euro (tipo de cambio nominal frente a los 20 socios comerciales deflactado por los precios industriales relativos).

las importaciones como productos intermedios en los procesos de producción internos o como productos de consumo finales, las variaciones de los precios del petróleo pueden tener también efectos indirectos sobre la inflación de la zona del euro si provocan cambios en los precios de producción de las economías de los socios comerciales. El gráfico B presenta la amplia correlación entre los precios del petróleo y los precios industriales. Tanto los precios de producción de los socios comerciales de la zona del euro, que conforman los precios de importación de la zona del euro, como los de los productores de la economía interna de la zona del euro tienden a seguir la evolución de los precios del petróleo con un cierto desfase.

Cálculo del papel cuantitativo de los efectos indirectos

Por su propia naturaleza, resulta difícil precisar en datos los efectos indirectos sobre la inflación de los precios de consumo, y la cuantificación de su impacto está rodeada de cierto grado de incertidumbre. Esto se debe a su carácter más prolongado en el tiempo, así como al hecho de que los costes de los productos intermedios del petróleo o derivados son solamente uno de los factores que intervienen en las decisiones de fijación de precios de las empresas y a que también pueden influir otras cuestiones como las consideraciones estratégicas respecto a los competidores o la situación cíclica de la economía. La incertidumbre también se ve acrecentada por la posibilidad de que los efectos indirectos de los precios del petróleo queden difuminados por factores que los compensen o favorezcan, como la evolución de los tipos de cambio o del crecimiento de la economía mundial.

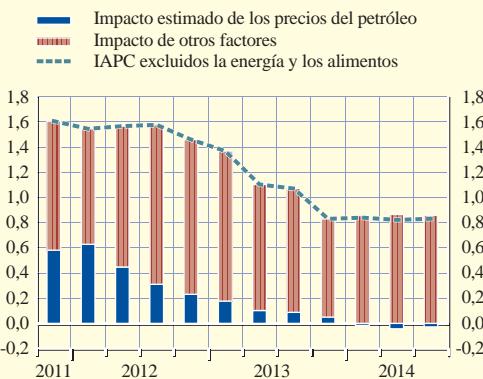
Según un estudio realizado por los expertos del Eurosistema en 2010 y basado en modelos macroeconómicos, en los niveles de precios del petróleo entonces observados, de 60-80 dólares estadounidenses el barril, aproximadamente dos tercios del impacto de los precios del petróleo sobre la inflación de los precios de consumo se debería a los efectos indirectos sobre el componente energético del IAPC, mientras que alrededor de un tercio sería atribuible a los efectos sobre la inflación medida por el IAPC, excluida la energía². Más concretamente, se estimó que un 10 % de variación de los precios del

petróleo daría lugar a un impacto de 0,4 puntos porcentuales a través de los efectos directos sobre el componente energético —gran parte del cual se produciría de manera relativamente rápida— y a un impacto de alrededor de 0,2 puntos porcentuales a través de otros componentes del IAPC en un período de hasta tres años.

En este contexto, un ejercicio contrafactual basado en tales elasticidades sugiere que pueden atribuirse a los precios del petróleo aproximadamente 0,6 puntos porcentuales del descenso de 0,9 puntos porcentuales de la inflación medida por el IAPC, excluidos la energía y los alimentos, desde finales de 2011 (véase gráfico C). Esto refleja, sobre todo, la desaparición del impacto alcista asociado a la subida de los precios del petróleo hasta ese momento. Como en este ejercicio el impacto se estima sobre la base del IAPC, excluidos la energía y los alimentos, no se consideran los efectos directos sobre el componente energético.

Una manera de calcular la presencia de efectos indirectos más orientada a los datos es centrarse en aquellos componentes del IAPC, excluidos la energía y los alimentos, que tienen más probabilidad de verse afectados por la evolución de los precios del petróleo. Del conjunto de componentes disponible, los componentes mencionados se seleccionan mediante regresiones simples de las variaciones intertrimestrales del componente individual del IAPC que incorporan un término autorregresivo y los retardos relevantes de los cambios en los precios del petróleo. El gráfico D presenta la evolución del agregado del IAPC que comprende los componentes en los que se encontraron importantes efectos retardados de los precios del petróleo³. Estas partidas tienen un peso de aproximadamente el 10 % del

Gráfico C Impacto estimado de la evolución de los precios del crudo sobre la inflación medida por el IAPC, excluidos la energía y los alimentos
(tasas de variación interanual y contribuciones)



Fuentes: Cálculos de del BCE basados en modelos macroeconómicos del Eurosistema — véase pie de página 2.

- 2 Véase «Oil prices – their determinants and impact on euro area inflation and the macroeconomy», Boletín Mensual, BCE, Fráncfor del Meno, agosto de 2014. Debido al importante papel desempeñado por los impuestos especiales en la inflación de los precios de la energía, el impacto de una determinada variación de los precios del petróleo sobre la tasa de crecimiento de los precios de la energía es mayor si el precio del petróleo aumenta. Por tanto, unos precios más altos (o más bajos) del petróleo tienden a incrementar (o disminuir) la importancia relativa de los efectos directos en el impacto global. Se utilizan tres enfoques complementarios para estimar el impacto de los efectos indirectos y de segunda vuelta: i) un análisis de la tabla *input-output*, ii) un modelo de vectores autorregresivos estructurales (VAR), y iii) modelos macroeconómicos utilizados por el Eurosistema. En la práctica, resultó difícil deslizar los efectos indirectos de los efectos de segunda vuelta, pero el impacto de estos últimos parece haberse atenuado con el tiempo, con toda probabilidad debido a los cambios en el proceso de determinación de los salarios (indexación salarial menos automática) y al anclaje de las expectativas de inflación mediante la política monetaria.
- 3 Las partidas seleccionadas del componente de bienes industriales no energéticos comprenden: i) artículos no duraderos para el hogar (056100), ii) productos para la conservación y mantenimiento de la vivienda (043100), iii) animales domésticos y productos relacionados (0934_5), iv) piezas de repuesto y accesorios para vehículos privados (072100) y v) materiales de artículos de vestir (031100). Las partidas seleccionadas del componente de servicios comprenden, sobre todo, servicios relacionados con el transporte, en particular: i) otras compras de servicios de transporte (073600), ii) transporte de pasajeros por carretera (073200), iii) otros servicios relacionados con la vivienda (n.c.o.p.) (044400), iv) transporte de pasajeros por mar y por vías navegables interiores (073400), v) transporte aéreo de pasajeros (073300), y vi) vacaciones organizadas (096000). Estas partidas se eligieron por su vínculo con las variaciones de los precios del petróleo. Se estimó un modelo autorregresivo relativamente sencillo (y parcial) con retardos distribuidos para cada uno de los 93 subcomponentes detallados del IAPC i en cada uno de los países de la zona del euro, durante el período muestral 2000-2014, $IAPC_{i,p,t}^{qog} = f(IAPC_{i,p,t-1}^{qog}, PETRÓLEO_{t-4}^{qog}, PETRÓLEO_{t-4}^{qog})$, donde IAPC representa la tasa de variación intertrimestral del componente del IAPC desestacionalizado i en el país p en el momento t , y PETRÓLEO representa la tasa de variación intertrimestral de los precios del petróleo (en euros) en el momento t . Debido a las correlaciones entre los precios de las materias primas, puede suceder que esta metodología también capte los efectos de los precios de otras materias primas, como los alimentos y las materias primas industriales.

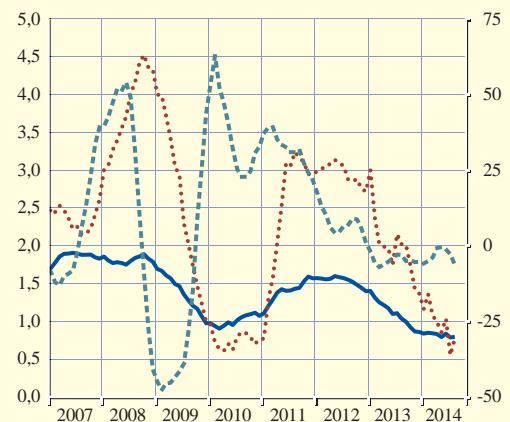
IAPC, excluidos la energía y los alimentos. Sin embargo, dada su mayor amplitud, han contribuido aproximadamente en un 25% al descenso de las tasas de variación interanual de la inflación medida por el IAPC, excluidos la energía y los alimentos, durante los dos últimos años.

En general, además de los efectos a la baja, bastante significativos e inmediatamente visibles, de los recientes descensos de los precios del petróleo sobre el componente energético del IAPC, también es razonable esperar impactos bajistas en otros componentes del IAPC a través de los efectos indirectos. La magnitud y el momento precisos de estos efectos son, por lo general, inciertos. No obstante, al igual que los efectos directos, los efectos indirectos sobre la tasa de variación interanual de los precios deberían, en principio, ser transitorios y estar relacionados con el período de ajuste a los cambios en los precios del petróleo. Por tanto, no deberían influir en la inflación de forma sostenida. Sin embargo, es importante que dichos elementos transitorios no dejen sentir sus efectos en las expectativas de inflación a largo plazo y no incidan de forma más duradera en el proceso de determinación de precios y salarios, a través de los efectos de segunda vuelta.

Gráfico D Evolución de los precios del petróleo, IAPC excluidos la energía y los alimentos, y componentes seleccionados del IAPC

(tasas de variación interanual)

— IAPC excluidos la energía y los alimentos
···· Componentes seleccionados del IAPC1
- - - Brent (euros por barril; escala derecha)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

1) Estos componentes del IAPC son muy sensibles a las variaciones de los precios del petróleo. Véase el pie de página 3 para una explicación más detallada.

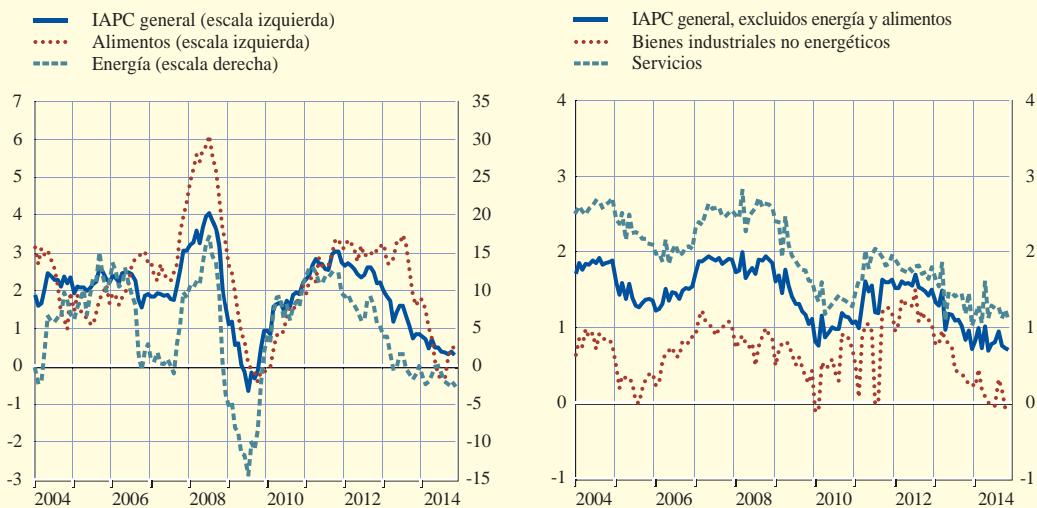
3.2 PRECIOS INDUSTRIALES

Las presiones latentes sobre los precios de consumo de los bienes industriales no energéticos se estabilizaron en niveles bajos en 2014, como consecuencia de la debilidad de la demanda y de la contenida evolución de los precios de la energía y de las materias primas no energéticas. Un indicador adelantado razonablemente bueno de la inflación de precios de los bienes industriales no energéticos es el componente de bienes de consumo no alimenticio del índice de precios industriales (IPRI). Desde comienzos de 2013, la tasa de variación interanual de este componente ha oscilado en torno a niveles justo por encima de cero. Los precios de producción de los bienes intermedios, así como los precios del crudo y de otras materias primas en euros, indican una evolución igualmente contenida en las primeras fases de la cadena de precios industriales. Si los patrones históricos se confirman, la estabilización de la inflación de los precios de producción en 2014 sería acorde con la estabilización, o ligero aumento, de los precios de los bienes industriales no energéticos en el futuro. Los datos más recientes indican que, en octubre, la tasa de crecimiento de los precios industriales, excluida la construcción, se mantuvo en valores negativos (-1,3%, frente al -1,4% de septiembre), mientras que la tasa de variación interanual de los precios de producción de los bienes de consumo no alimenticio se mantuvo sin cambios en el 0,2% (véanse cuadro 9 y gráfico 43).

A diferencia de los bienes de consumo no alimenticio, las presiones latentes sobre los precios de consumo de los alimentos se han debilitado ligeramente en 2014. En las últimas fases de la cadena de precios, la tasa de variación interanual de los precios de producción de bienes de consumo alimenticio fue descendiendo gradualmente, situándose en territorio negativo desde julio. En las primeras fases, la información

Gráfico 42 Desagregación del IAPC por principales componentes

(tasas de variación interanual; datos mensuales)



Fuente: Eurostat.

sobre las presiones latentes es algo dispar. Por un lado, el ritmo de avance interanual de los precios agrícolas en origen de la zona del euro continuó retrocediendo (con una tasa de crecimiento interanual negativa del 9,6% en octubre), mientras que, por otro lado, los precios internacionales de las materias primas alimenticias en euros repuntaron en los últimos meses.

Desde una perspectiva sectorial, la evidencia basada en encuestas confirma también las débiles presiones latentes. Según el índice de directores de compras (PMI), los índices de precios de los bienes intermedios de los sectores manufacturero y de servicios han descendido de manera gradual en 2014, mientras que los índices de precios de venta han fluctuado ligeramente (véase gráfico 44). Los cuatro índices se sitúan por debajo de sus medias de largo plazo y, con la excepción del índice de precios de los bienes intermedios del componente de servicios, son algo inferiores al umbral de 50, lo que indica que los precios están aumentando. Las expectativas de los precios de venta derivadas de la encuesta de opinión de la Comisión Europea para el conjunto de la industria (excluida la construcción) y para el sector de servicios también continúan oscilando en niveles inferiores a sus medias de largo plazo. Como consecuencia, los recientes indicadores de opinión no sugieren cambios sustanciales en las perspectivas de baja inflación durante los próximos meses.

Gráfico 43 Desagregación de los precios industriales

(tasas de variación interanual; datos mensuales)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

3.3 INDICADORES DE COSTES LABORALES

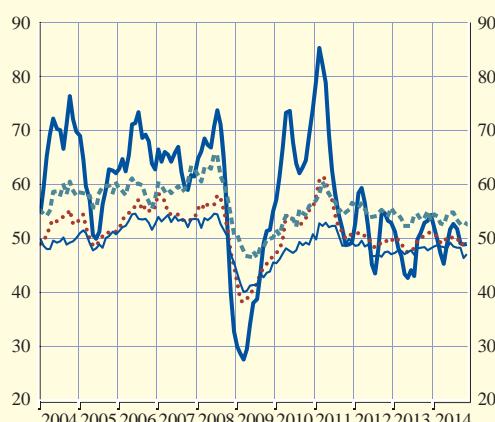
La evolución de los costes laborales se ha ralentizado ligeramente en 2014 en comparación con los dos años anteriores, durante los cuales las presiones salariales fueron relativamente estables, aunque débiles (véanse cuadro 10 y gráfico 45). El patrón de crecimiento salarial en la zona del euro continúa ocultando divergencias sustanciales en la evolución de los salarios entre países. En determinados países, la ligera presión general de los costes derivada de los salarios es consecuencia no solo de la debilidad de la demanda laboral, sino también del impacto de las reformas estructurales encaminadas a eliminar rigideces con el fin de impulsar la competitividad.

Entre el primer trimestre de 2012 y el primer trimestre de 2014, la tasa de variación interanual de la remuneración por asalariado fluctuó dentro de una estrecha banda próxima al 2% (excepto en el cuarto trimestre de 2012, en el que se produjo una reducción de los salarios del sector público en algunos países en el contexto de las medidas de consolidación fiscal). En el segundo trimestre de 2014, dicha tasa disminuyó ligeramente, hasta el 1,3% frente al 1,7% del trimestre anterior, debido principalmente a la menor contribución del sector industrial incluida la construcción (véase gráfico 46). El crecimiento de los salarios, medido en términos de la remuneración por hora trabajada, aumentó hasta el 1,4% en el segundo trimestre de 2014, frente al 1,2% del trimestre anterior. La divergencia entre estos dos indicadores refleja un descenso de la tasa de crecimiento interanual de las horas trabajadas por persona ocupada. Los salarios negociados en la zona del euro crecieron a una tasa interanual del 1,9% en el segundo trimestre y del 1,7% en el tercer trimestre. El mayor ritmo de avance interanual de los salarios negociados respecto a la compensación por empleado sugiere, que en 2014, se ha producido una deriva salarial negativa en la zona del euro hasta la fecha.

Gráfico 44 Encuestas sobre precios de los bienes intermedios y precios de producción

(índices de difusión; datos mensuales)

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



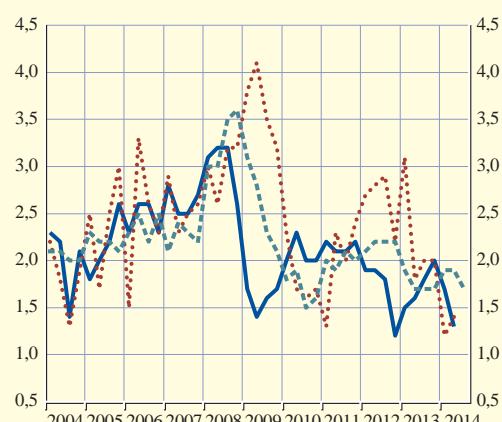
Fuente: Markit.

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

Gráfico 45 Indicadores de costes laborales

(tasas de variación interanual; datos trimestrales)

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



Fuentes: Eurostat, datos nacionales y cálculos del BCE.

Cuadro 10 Indicadores de costes laborales

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

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

Fuentes: Eurostat, datos nacionales y cálculos del BCE.

Hasta mediados de 2014 la tasa de variación interanual de los costes laborales unitarios se mantuvo en una tendencia a la baja, principalmente como consecuencia de un repunte de la productividad del trabajo y del debilitamiento del crecimiento salarial. Los últimos datos disponibles muestran que dicha tasa aumentó ligeramente hasta el 0,9 % en el segundo trimestre de 2014, puesto que la ralentización del crecimiento de la productividad compensó con creces una nueva moderación del crecimiento de los salarios.

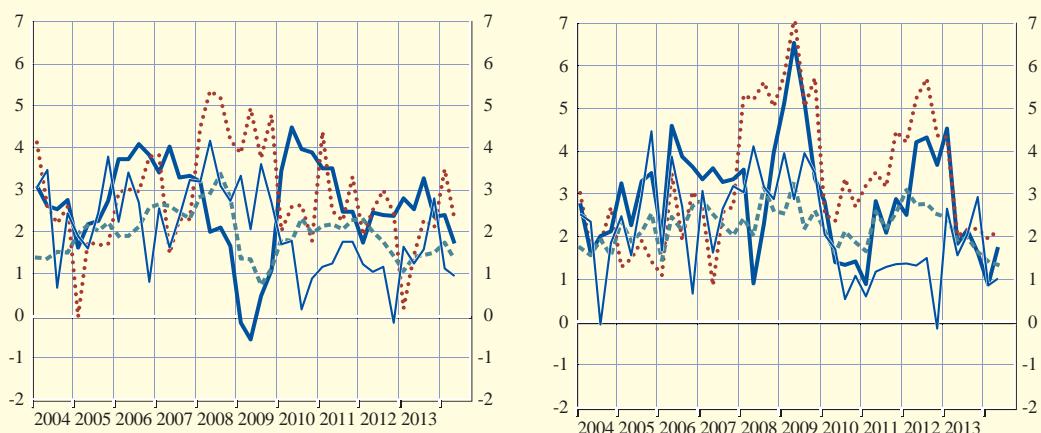
3.4 EVOLUCIÓN DE LOS BENEFICIOS EMPRESARIALES

En consonancia con la desaceleración de la actividad económica, la moderada recuperación de los beneficios (medidos en términos del excedente bruto de explotación) observada desde comienzos de 2013 se ralentizó significativamente en el segundo trimestre de 2014, hasta registrar una tasa de crecimiento interanual

Gráfico 46 Evolución de los costes laborales por sectores

(tasas de variación interanual; datos trimestrales)

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



Fuentes: Eurostat, datos nacionales y cálculos del BCE.

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

del 1,1 %, frente al 2,3 % del trimestre anterior (véase gráfico 47). Esta ralentización es consecuencia tanto de una mayor debilidad del crecimiento del PIB real, como de un descenso incluso más acusado de la tasa de variación de los beneficios por unidad de producto. Desde una perspectiva sectorial, refleja un menor crecimiento de los beneficios tanto en el sector industrial como en el sector de servicios de mercado. En el sector industrial, más sensible al ciclo económico, la tasa de variación interanual incluso registró valores negativos. La moderación del crecimiento del valor añadido y, sobre todo, la reducción de los beneficios por unidad derivada de la debilidad del entorno económico han dado lugar a un descenso interanual de los beneficios en el sector industrial, cuya tasa de crecimiento se situó en el 0,7 % en el segundo trimestre, frente al 1,1 % del primer trimestre (véase gráfico 48). En el sector de servicios de mercado, en el que los beneficios se habían recuperado de manera más significativa que en el sector industrial durante los dos años anteriores, el crecimiento de los beneficios se desaceleró en el segundo trimestre de 2014, hasta registrar una tasa del 1,3 %, frente a tasas de aproximadamente el 2 % en el trimestre anterior.

3.5 PERSPECTIVAS DE INFLACIÓN

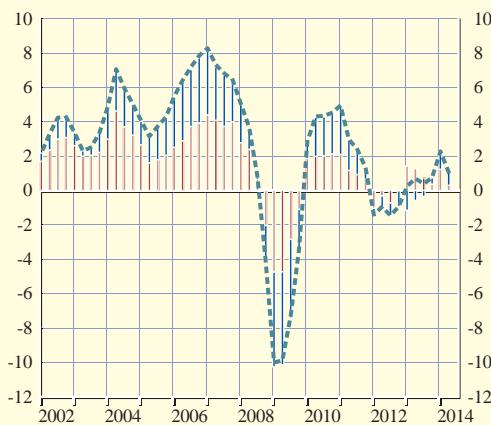
Las tasas de inflación han permanecido en niveles bajos durante un período considerable. Según la información disponible a mediados de noviembre, fecha de cierre de las proyecciones macroeconómicas de diciembre de 2014 elaboradas por los expertos del Eurosistema para la zona del euro, se preveía que la inflación interanual medida por el IAPC se situaría en el 0,5 % en 2014 y en el 0,7 % en 2015. En cuanto a 2016, se esperaba un ligero repunte, hasta alcanzar el 1,3 %, como consecuencia de una nueva recuperación de la actividad.

En lo que se refiere a los principales componentes del IAPC, las perspectivas contenidas en las previsiones de los expertos indicaban que la tasa de variación interanual de los precios de la energía permanecería

Gráfico 47 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)

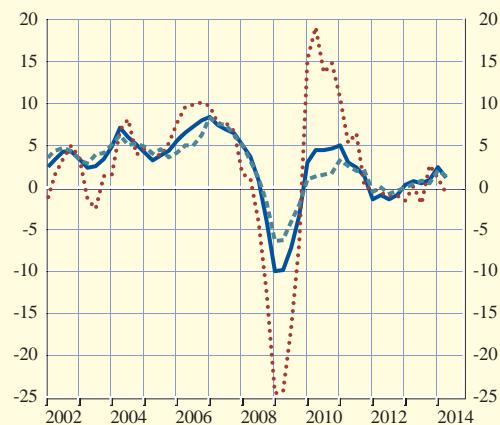


Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Gráfico 48 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.

firmemente en territorio negativo en los tres primeros trimestres de 2015, tras las fuertes caídas de los precios del petróleo observadas en los últimos meses. Dado que se preveía una ligera pendiente alcista de la curva de precios de los futuros del petróleo, la tasa de crecimiento de los precios de la energía debería tornarse ligeramente positiva a más tardar al cabo de un año, cuando la reciente caída de los precios del petróleo no se incluya en el cálculo de la tasa interanual.

Tras las favorables perturbaciones de oferta de alimentos en 2014, que moderaron los precios, se esperaba que el ritmo de avance de los precios de los alimentos no elaborados repuntara en la primera mitad de 2015 y se estabilizara en torno a su media histórica en la segunda mitad del año. Suponiendo una normalización de la oferta de alimentos no elaborados, se preveía que los efectos de base alcistas respaldarían la continuada tendencia al alza de las tasas de variación interanual observadas en los últimos meses.

Se esperaba un nuevo descenso de la tasa de crecimiento de los precios de los alimentos elaborados en los próximos meses, debido a la transmisión de las recientes caídas de los precios agrícolas en origen en Europa. Suponiendo un incremento de los precios de las materias primas y efectos de base alcistas, se preveía su recuperación gradual a lo largo de 2015.

Las previsiones indicaban que el ritmo de avance de los precios de los bienes industriales no energéticos se mantendría contenido en los próximos meses, antes de repuntar de manera gradual a partir del segundo trimestre de 2015, respaldado por la transmisión del descenso del tipo de cambio del euro, junto con la mejora de la demanda de consumo en algunos países. Se esperaba que la tasa media de variación interanual en 2015 fuera ligeramente inferior a la media de largo plazo del 0,7 %.

Se preveía que la tasa de crecimiento de los precios de los servicios permanecería en niveles moderados, antes de aumentar hacia finales de 2015. El repunte esperado en el ritmo de avance de los precios de los servicios reflejaba los incrementos previstos en el crecimiento de los salarios, junto con la recuperación gradual de la actividad económica.

Los riesgos para las perspectivas de evolución de los precios en el medio plazo serán objeto de un estrecho seguimiento, en particular, las posibles repercusiones de la moderación de la dinámica de crecimiento, los acontecimientos geopolíticos, la evolución de los tipos de cambio y de los precios de la energía, y la transmisión de las medidas de política monetaria. En vista de los nuevos descensos de los precios del petróleo en las últimas semanas, las tasas de inflación interanual medida por el IAPC podrían experimentar movimientos adicionales a la baja en los próximos meses. Se prestará especial atención al impacto más general de la reciente evolución de los precios del petróleo sobre las tendencias de la inflación a medio plazo en la zona del euro.

4 PRODUCTO, DEMANDA Y MERCADO DE TRABAJO

El PIB real de la zona del euro aumentó un 0,2%, en tasa intertrimestral, en el tercer trimestre de este año, en línea con anteriores señales de debilitamiento de la dinámica de crecimiento de la zona del euro, que se tradujeron en una revisión a la baja de las perspectivas de crecimiento del PIB real de la zona del euro en las predicciones más recientes. Los últimos datos y la evidencia procedente de las encuestas disponibles hasta noviembre confirman este panorama de crecimiento más débil en los próximos meses. Al mismo tiempo, siguen manteniéndose las perspectivas de una recuperación económica moderada. Por una parte, las medidas de política monetaria, las continuas mejoras en la situación financiera, los progresos realizados en materia de consolidación fiscal y de reformas estructurales, así como unos precios de la energía considerablemente más bajos que sostienen la renta real disponible, deberían respaldar la demanda interna. Además, la demanda de exportaciones debería verse favorecida por la recuperación mundial. Por otra parte, es probable que el elevado desempleo, la considerable capacidad productiva sin utilizar y los necesarios ajustes de los balances en los sectores público y privado sigan frenando la recuperación.

Estos elementos se reflejan en las proyecciones macroeconómicas de diciembre 2014 elaboradas por los expertos del Eurosistema para la zona del euro, que prevén que el PIB real aumente un 0,8% en 2014, un 1% en 2015 y un 1,5% en 2016. Si se comparan con las proyecciones macroeconómicas de septiembre 2014 elaboradas por los expertos del BCE, las previsiones de crecimiento del PIB real se han revisado considerablemente a la baja. Las revisiones a la baja afectaron a las proyecciones tanto de la demanda interna como de la demanda exterior neta. Los riesgos en torno a las perspectivas económicas de la zona del euro siguen siendo a la baja.

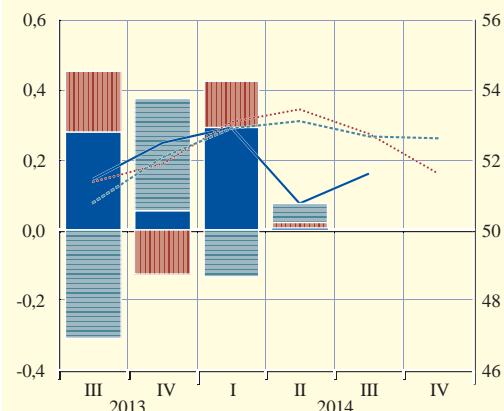
4.1 PIB REAL Y COMPONENTES DE LA DEMANDA

Según la estimación preliminar de Eurostat, el PIB real aumentó un 0,2%, en tasa intertrimestral, en el tercer trimestre de 2014 (véase gráfico 49), el sexto trimestre consecutivo de crecimiento positivo, aunque moderado, del producto. El producto registró un incremento en el tercer trimestre en la mayoría de los principales países de la zona del euro. Aunque a la fecha de cierre del presente Boletín Mensual no se disponía de una desagregación del gasto, los datos correspondientes a los países y los indicadores de corto plazo disponibles sugieren que el consumo privado siguió fortaleciéndose y contribuyó positivamente al crecimiento, mientras que la inversión cayó y, por lo tanto, su contribución fue negativa. La contribución de la demanda exterior neta al crecimiento fue prácticamente neutral, ya que las exportaciones pueden haberse visto favorecidas por el repunte el comercio mundial y la depreciación del tipo de cambio del euro. En términos de valor añadido, parece que la positiva contribución del sector servicios se vio contrarrestada en parte por la contribución negativa de la industria, excluida la construcción.

Gráfico 49 Crecimiento del PIB real y contribuciones, PMI compuesto de producción e indicador de sentimiento económico

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

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



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

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

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

El crecimiento del producto en el tercer trimestre aumentó en comparación con el trimestre anterior, pero reflejó, en cierta medida, factores transitorios y técnicos relacionados con las tardías fechas de las vacaciones escolares en partes de Europa, que tuvieron un efecto moderador sobre el crecimiento. Otro factor moderador fueron las tensiones geopolíticas, en particular la situación en Ucrania y en Rusia. La actividad empresarial se vio afectada directamente por la cancelación de pedidos, así como por el efecto de contagio de una disminución de la confianza y de un incremento de la incertidumbre.

Los resultados de las encuestas correspondientes a octubre y noviembre mostraron una evolución bastante dispar. Mientras que el indicador de sentimiento económico de la Comisión Europea se situó, en promedio, en un nivel similar al del tercer trimestre, el índice compuesto de producción (PMI) registró un descenso con respecto al trimestre anterior. Sin embargo, los niveles de ambos indicadores siguen estando en línea con un crecimiento positivo, aunque moderado, en el último trimestre de este año. Se prevé que el crecimiento esté respaldado por la orientación acomodaticia de la política monetaria y por el avance realizado hasta la fecha en materia de consolidación fiscal y de reformas estructurales. Además, se espera que la caída de los precios de las materias primas y la depreciación del tipo de cambio del euro también sostengan el crecimiento a través de ganancias en la renta disponible y de una mayor demanda de exportaciones. No obstante, es probable que el crecimiento siga viéndose frenado por el elevado desempleo, la considerable capacidad productiva sin utilizar y los necesarios ajustes en los balances de los sectores público y privado (véase el artículo titulado «Proyecciones macroeconómicas de diciembre de 2014 elaboradas por los expertos del Eurosystema para la zona del euro»).

CONSUMO PRIVADO

El consumo privado se incrementó un 0,3 % en el segundo trimestre de 2014, continuando la tendencia de crecimiento moderado que se inició en el segundo trimestre de 2013. Este incremento fue consecuencia del alza registrada en el consumo de bienes al por menor y en la adquisición de automóviles. Al mismo tiempo, la contribución del consumo de servicios al gasto en consumo fue prácticamente neutral. La evolución reciente de los indicadores de corto plazo y de las encuestas es, en general, coherente con una continuación del positivo crecimiento del gasto de los hogares en el segundo semestre de este año.

Si se considera un período algo más largo, la mejora de la dinámica subyacente del consumo privado que se inició en el segundo trimestre de 2013 ha reflejado en gran medida la evolución de la renta real disponible. La renta agregada, que durante un período prolongado se ha visto afectada negativamente por la caída del empleo, se ha beneficiado de forma creciente de la estabilización y ligera mejora de los mercados de trabajo, así como de una moderación de la carga fiscal. Además, la baja inflación, que, a su vez, es atribuible fundamentalmente al descenso de los precios de la energía, ha favorecido a las rentas reales. Sin embargo, más recientemente, el crecimiento de la renta disponible nominal de los hogares, en términos anuales, se ha desacelerado, desde el 2,5 % del cuarto trimestre de 2013, hasta el 0,8 % del segundo trimestre de este año. Esta desaceleración se debe, en gran medida, a la menor contribución de los trabajadores autónomos al crecimiento de la renta. Unas transferencias netas más reducidas, reflejo, en parte, del funcionamiento del sistema impositivo y de prestaciones sociales, también contribuyeron a la reducción del crecimiento de la renta. En un contexto de debilidad de la dinámica de los precios, el crecimiento de la renta real fue estable en el segundo trimestre de este año si se compara con un año antes, disminuyendo 0,3 puntos porcentuales con respecto al trimestre anterior y un 1,6 % en relación con el último trimestre del año pasado. Debido a que el crecimiento del consumo nominal continuó aumentando y superó el crecimiento de la renta, la tasa de ahorro de los hogares registró un descenso de 0,2 puntos porcentuales en el segundo trimestre, hasta situarse en el 12,9 %, por lo que siguió fluctuando en torno a un nivel reducido.



INVERSIÓN

El crecimiento de la formación bruta de capital fijo se interrumpió en el segundo trimestre de 2014, tras cuatro trimestres consecutivos de avance. Como resultado, la inversión real en relación con el PIB retrocedió hasta situarse en el nivel más bajo registrado desde el inicio de la crisis (véase también el recuadro 4). La inversión total cayó un 0,9 %, en tasa intertrimestral, en el segundo trimestre. Aunque no se dispone de un desagregación trimestral de la inversión, los datos de producción sugieren que tanto la inversión, excluida la construcción, como la inversión en construcción también disminuyeron. La caída de la inversión en construcción parece haber tenido su origen en un descenso de la construcción de viviendas y de la obra civil, atribuible a un efecto compensador de la actividad en el primer trimestre, que fue mayor de lo habitual debido a las favorables condiciones meteorológicas en varios países de la zona del euro.

En el tercer trimestre, la debilidad de la inversión total parece haber continuado, poniéndose de manifiesto en un incremento muy moderado de la producción de bienes de equipo en un entorno en el que la utilización de la capacidad productiva en las manufacturas se mantuvo por debajo de su media de largo plazo. Al mismo tiempo, la producción de la construcción siguió descendiendo.

En cuanto al cuarto trimestre de 2014, los indicadores disponibles señalan un repunte muy moderado de la inversión, sobre todo debido a la inversión, excluida la construcción. Este panorama se ve respaldado por un reducido crecimiento, unos beneficios crecientes y un acceso algo más favorable a la financiación, según la encuesta sobre préstamos bancarios del BCE llevada a cabo en octubre. Sin embargo, se prevé que la recuperación de la inversión sea débil, como consecuencia del sostenido desapalancamiento observado en las empresas y de la capacidad productiva sin utilizar que aún existe, pues se espera que la tasa de utilización de la capacidad productiva en las manufacturas permanezca por debajo de su media de largo plazo en el cuarto trimestre de 2014. Además, la confianza industrial se mantuvo contenida y las expectativas de producción en el sector de bienes de equipo disminuyeron, en promedio, en octubre y noviembre, en comparación con el tercer trimestre del año. Para finales de 2014 y principios de 2015, las principales encuestas relativas a la construcción siguen apuntando a una actividad constructora débil o en descenso, dado que el PMI de producción de la construcción y el indicador de confianza de la construcción de la Comisión Europea se mantienen claramente por debajo de sus medias de largo plazo. Los últimos datos relativos a los visados de obra nueva y a la cartera de pedidos de la construcción en algunos de los principales países de la zona del euro también han mostrado un ligero descenso. Es probable que los ajustes en curso en los mercados de la vivienda de muchos países de la zona y los *stocks* de viviendas infrautilizados sigan limitando la actividad en el sector.

A medio plazo, se prevé una mejora gradual de la inversión total, como consecuencia de la mejora de la demanda, los beneficios y la renta de los hogares, de mejores condiciones de financiación y de una menor consolidación fiscal. Según la encuesta semestral de inversión de la Comisión Europea, publicada en noviembre, se espera que la inversión industrial registre un crecimiento del 3 % en 2015, desde el 2 % correspondiente a 2014.

Recuadro 4

LA ACTUAL DEBILIDAD DE LA INVERSIÓN EN LA ZONA DEL EURO COMPARADA CON CRISIS ANTERIORES

La actual debilidad de la inversión en la zona del euro es acusada vista en un contexto histórico. En este recuadro se compara la tendencia de la inversión —así como de algunas variables macroeconómicas relacionadas— con la experiencia de anteriores crisis «financieras» y «sistémicas»¹. En general, la recuperación de la inversión observada hasta la fecha ha sido considerablemente menos pronunciada que en pasadas crisis financieras, pero más similar a la contemplada tras crisis sistémicas.

Comparación con crisis financieras y sistémicas anteriores

El nivel de la inversión real en la zona del euro (representada por la línea de pequeños puntos rojos en el gráfico A) se encuentra actualmente por debajo del nivel general registrado después de las recesiones «medianas» y de un gran número de crisis financieras no sistémicas globales previas. No obstante, la contracción total de la inversión durante el reciente período de crisis es prácticamente comparable con

¹ El conjunto de crisis financieras al que se hace referencia incluye 11 crisis asociadas a tensiones en el sector bancario durante los años ochenta y noventa, como las crisis bancarias de Gran Bretaña (1973), Grecia e Italia (1992), y Japón (1996). En comparación, las crisis sistémicas abarcan cinco grandes crisis de gran escala en España (1977), Noruega (1987), Finlandia (1991), Suecia (1991) y Japón (1992). Véase C.M. Reinhart y K.S. Rogoff, «Is the 2007 US Sub-prime Financial Crisis So Different? An International Historical Comparison», *The American Economic Review*, vol.98, nº 2, mayo de 2008. Obsérvese que el término «ciclo medio» se refiere a todas las demás recesiones registradas en los países de la OCDE desde 1970; es decir, aquellas que no están asociadas a crisis financieras o sistémicas. Además, es preciso ser cautos ya que las crisis sistémicas representan una muestra muy pequeña de las crisis y se han visto influidas por factores especiales, como cambios fundamentales en la política relacionados con la liberalización financiera o con la relajación de la regulación prudencial.

la reducción media registrada en las crisis sistémicas. Mientras tanto, el patrón de la recuperación actual es bastante diferente, al caracterizarse esta crisis por una doble recesión. Aunque inicialmente la inversión cayó de manera más acusada que en anteriores crisis sistémicas, el primer mínimo cíclico fue menos profundo que en un crisis sistémica típica. Además, tras el mínimo de 2010, la inversión comenzó a recuperarse a un ritmo similar al observado tras recesiones normales. Pero menos de dos años después, el avance se vio frenado por el inicio de la crisis de la deuda soberana, cuando el nivel de inversión volvió a contraerse. Desde entonces, apenas hay evidencia de que se haya recuperado (gráfico A). Por consiguiente, el nivel de inversión se sitúa actualmente cerca de un 20 % por debajo del nivel de 2008.

Factores coincidentes con la debilidad actual de la inversión

En comparación con anteriores crisis financieras y sistémicas, la lenta recuperación de la inversión observada durante la crisis más reciente ha coincidido con una serie de condiciones económicas únicas.

En primer lugar, el gasto en inversión pública —incluida la inversión en infraestructura— se ha reducido como consecuencia de la consolidación fiscal y la necesidad de desapalancamiento de la deuda pública. Tras la aparición de la Gran Recesión, la ratio de deuda pública en relación con el PIB de la zona del euro se situó en niveles por encima del 90 %, muy superiores a los observados, en promedio, en crisis anteriores (gráfico B). Este hecho limitó el margen de la política fiscal —ya reducido— para estimular la inversión y llevó a los Gobiernos a consolidar las finanzas públicas en una etapa relativamente temprana.

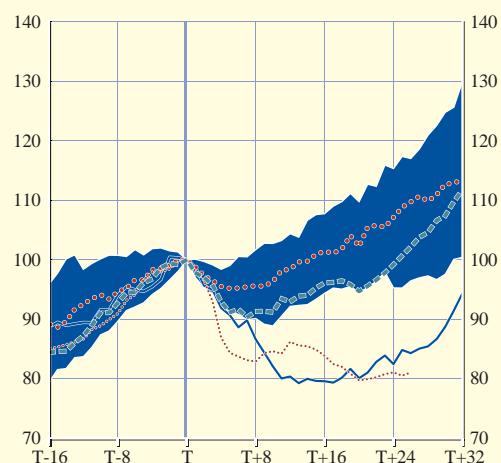
En segundo lugar, en línea con crisis sistémicas anteriores, la inversión en vivienda se contrajo significativamente, pero aún no se observa prácticamente ninguna señal de recuperación (véase gráfico C). Cabe señalar que el nivel inicial tomado como referencia, es decir, el nivel máximo de crecimiento del PIB en el primer trimestre de 2008, refleja la insostenible inversión en vivienda anterior a la crisis en varios países de la zona del euro. Además, se prevé que el ajuste en curso en la inversión en vivienda continué durante algún tiempo, ejerciendo una presión a la baja sobre la inversión total.

En tercer lugar, la débil dinámica de la inversión empresarial durante la crisis de la deuda soberana podría estar relacionada en parte con el patrón de las exportaciones². A raíz de la recesión global sincronizada, las exportaciones se redujeron significativamente en 2008 y, luego, se recuperaron de forma más gradual que después de recesiones normales (véase gráfico D). En general, las crisis financieras y

Gráfico A Tendencias de la inversión real después de episodios de crisis

(índice)

- Rango intercuartílico
- Ciclo medio
- Crisis financieras
- Crisis sistémicas
- Zona del euro (actual)



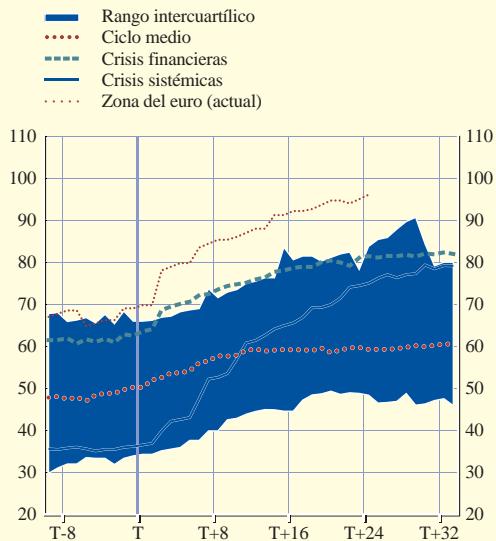
Fuentes: OCDE, Eurostat y cálculos del BCE.

Nota: T representa el máximo de crecimiento del PIB en cada período anterior a las crisis. El último máximo se registró en el primer trimestre de 2008.

2 Para una discusión más detallada de los factores determinantes del descenso de la inversión, véase el recuadro titulado «Factors behind the fall and recovery in business investment», *Boletín Mensual*, BCE, Fráncfort del Meno, abril de 2014.

Gráfico B Deuda pública después de episodios de crisis

(en porcentaje del PIB)

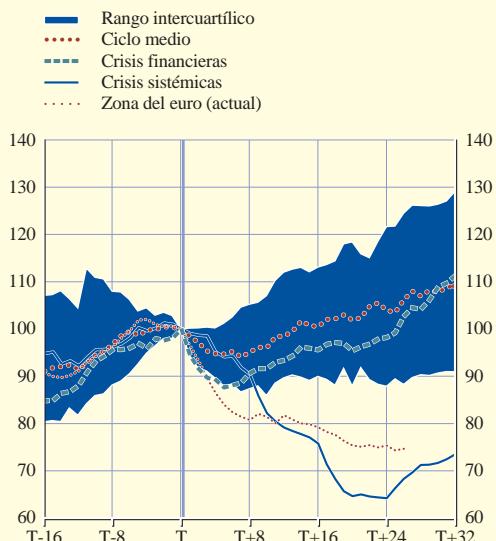


Fuentes: OCDE y cálculos del BCE.

Nota: T representa el máximo de crecimiento del PIB en cada período anterior a las crisis. El último máximo se registró en el primer trimestre de 2008.

Gráfico C Nivel de inversión real en vivienda tras episodios de crisis

(índice)



Fuentes: OCDE, Eurostat y cálculos del BCE.

Notas: T representa el máximo de crecimiento del PIB en cada período anterior a las crisis. El último máximo se registró en el primer trimestre de 2008. Para las crisis anteriores, los datos relativos a la inversión en vivienda se han tomado de la base de datos de la OCDE. En el caso de la crisis más reciente, se utilizan datos de Eurostat sobre inversión en vivienda en la zona del euro.

sistémicas anteriores estuvieron más localizadas geográficamente, y el crecimiento global, relativamente intacto, creó las bases para una recuperación más sólida liderada por las exportaciones.

Por último, la elevada incertidumbre, incluida la relativa a las futuras políticas económicas de los Gobiernos nacionales, constituye un importante factor que frena la inversión en el entorno actual. Las encuestas sobre la incertidumbre acerca de las políticas económicas³ en las cinco economías europeas más grandes muestran que esta ha crecido desde el inicio de la crisis y, en general, se ha mantenido en un nivel muy superior al de antes de la crisis. Sin embargo, debido a la falta de datos, no es posible comparar el grado actual de incertidumbre con recesiones anteriores.

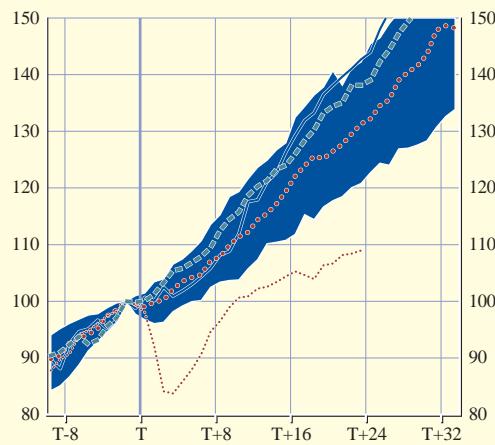
Para una perspectiva de la crisis incluso más dilatada, la evolución reciente también puede compararse con la crisis más extrema de la época moderna; es decir, la Gran Depresión de los años treinta. Los datos de inversión para este período son escasos. Sin embargo, en el caso de Estados Unidos, Alemania y Reino Unido, puede decirse que el descenso de la inversión durante la crisis actual parece mucho menos pronunciado que en la Gran Depresión (véase gráfico E). Hay muchas explicaciones y teorías para ello. Por ejemplo, durante la Gran Depresión se produjeron una serie de quiebras bancarias que tuvieron un efecto más severo sobre la financiación de la inversión, así como un importante crac bursátil en Estados Unidos. Se argumenta que la Reserva Federal no logró contrarrestar el efecto contractivo de las quiebras bancarias y que su política monetaria restrictiva contribuyó a la profundidad

³ Por ejemplo, el índice de incertidumbre sobre la política económica, elaborado por N. Bloom et al., disponible en <http://www.policyuncertainty.com/>

Gráfico D Nivel de exportaciones tras episodios de crisis

(índice)

- Rango intercuartílico
- Ciclo medio
- Crisis financieras
- Crisis sistémicas
- Zona del euro (actual)



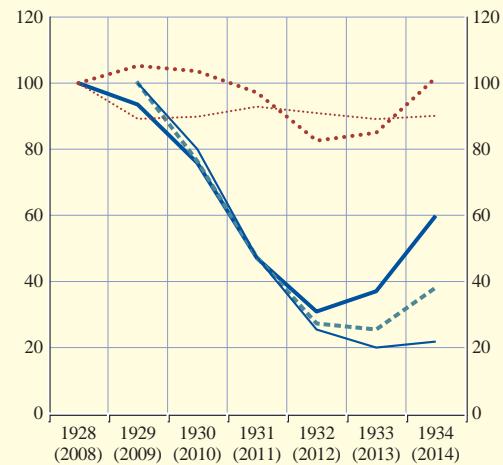
Fuentes: OCDE, Eurostat y cálculos del BCE.

Nota: T representa el máximo de crecimiento del PIB en cada período anterior a las crisis. El último máximo se registró en el primer trimestre de 2008.

Gráfico E Inversión durante la Gran Depresión en algunos países

(índice)

- Alemania
- Reino Unido
- Estados Unidos
- Construcción en Estados Unidos
- Zona del euro (crisis actual)



Fuentes: C. Berringer, *Sozialpolitik in der Weltwirtschaftskrise Die Arbeitslosenversicherungspolitik in Deutschland und Großbritannien im Vergleich 1928-1934*, Duncker & Humboldt, 1966; U.S. Department of Commerce Bureau of Economic Analysis.

Notas: Para Alemania y Reino Unido se utiliza la inversión a precios corrientes ya que no se dispone de datos sobre la inversión real. Para Estados Unidos, la inversión es igual a 100 en 1929. El crecimiento de la inversión en la zona del euro en 2014 se obtiene extrapolando los datos para los dos primeros trimestres.

de esa crisis⁴. En comparación, la política monetaria aplicada por los principales bancos centrales desde 2008 ha sido muy acomodaticia.

Conclusiones

La sustancial reducción de la inversión de la zona del euro constituye un fenómeno generalizado en todos sus componentes. La inversión pública se contrajo como resultado del muy limitado margen de maniobra fiscal. En cuanto a la inversión en vivienda, apenas se observan señales de recuperación y se prevé que el proceso de ajuste en marcha en el mercado de la vivienda siga siendo un importante factor de contracción. Además, la reducida inversión empresarial observada coincide con un comportamiento de las exportaciones excepcionalmente débil y una elevada incertidumbre relativa, entre otros asuntos, a las futuras políticas públicas.

De cara al futuro, dado al entorno de crecimiento moderado del producto y a la necesidad de continuar con el desapalancamiento en los sectores público y privado, es probable que la recuperación de la inversión siga siendo débil en el corto plazo⁵. La intensificación de las tensiones geopolíticas

4 Véase, por ejemplo, F. Friedman y A. J. Schwartz, *A Monetary History of the United States 1867-1960*, Princeton University Press, Princeton, 1963.

5 Véase el artículo titulado «Proyecciones macroeconómicas de diciembre de 2014 elaboradas por los expertos del Eurosystema para la zona del euro», en el presente Boletín Mensual.

también representa un riesgo a la baja. Además, la recuperación de la inversión dependerá de reformas estructurales decididas que i) estimulen la actividad, ii) generen demanda de capital físico y iii) reduzcan las rigideces en los mercados de trabajo y productos, mejorando con ello las perspectivas de la zona del euro y creando las condiciones para una expansión económica más fuerte.

CONSUMO PÚBLICO

Se prevé que el consumo público haya seguido creciendo a un ritmo lento en el tercer trimestre, realizando una pequeña contribución positiva a la demanda interna. Si se consideran las tendencias subyacentes de sus principales componentes, la remuneración de los empleados públicos, que representa casi la mitad del consumo público total, solo parece haber continuado aumentando marginalmente. Asimismo, el crecimiento de las transferencias sociales en especie, que incluyen partidas como el gasto en sanidad, parece haberse estabilizado en los últimos trimestres. De cara al futuro, la contribución del consumo público a la demanda interna se prevé que siga siendo limitada en los próximos trimestres, pues sigue siendo necesario adoptar nuevas medidas de consolidación en algunos países (véase sección 5).

EXISTENCIAS

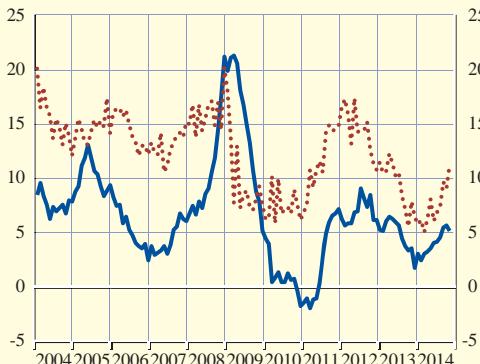
La contribución media de la variación de existencias en los cinco últimos trimestres, es decir, durante la reciente fase de reducido crecimiento, ha sido cercana a cero. Esta evolución está prácticamente en consonancia con lo que sería de esperar si se tiene en cuenta el patrón de lento crecimiento que se observa actualmente en la zona del euro. Las encuestas más recientes de la Comisión Europea (disponibles hasta noviembre) indican que, en las manufacturas (productos terminados) y en el comercio al por menor, las empresas consideran que las existencias siguen siendo bastante reducidas en el tercer y cuarto trimestre, en comparación con las medias históricas, pese a los avances registrados a lo largo de 2014. (véase gráfico 51, panel a). Así, pues, a pesar de cierta volatilidad, es probable que se produzca, en general, una

Gráfico 51 Existencias de la zona del euro

a) Percepción de los niveles de existencias

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

— Manufacturas – productos terminados (escala izquierda)
..... Comercio al por menor (escala derecha)

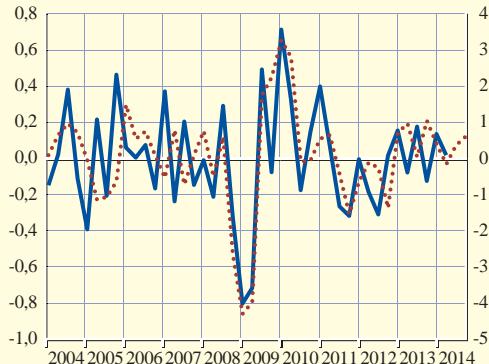


Fuentes: Encuestas de opinión de la Comisión Europea.

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

(variación de los índices de difusión; puntos porcentuales)

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



Fuentes: Markit, Eurostat y cálculos del BCE.

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

reposición de existencias neutral o moderada a finales de 2014, a medida que se recupere la economía. Además, los últimos datos de la encuesta PMI (disponibles hasta noviembre), en particular en relación con las variaciones de los productos intermedios y terminados en las manufacturas, sugieren que la contribución de las existencias al crecimiento del PIB real podría ser prácticamente neutral o ligeramente positiva en los dos últimos trimestres del año (véase gráfico 51, panel b).

COMERCIO EXTERIOR

Tras la volátil evolución del comercio en los últimos trimestres, la demanda exterior neta realizó una pequeña contribución positiva al crecimiento intertrimestral del PIB en el segundo trimestre de este año. Las exportaciones de bienes y servicios de la zona del euro aumentaron un 1,3 %, en tasa intertrimestral (véase gráfico 52), como consecuencia de la fortaleza de las exportaciones a Estados Unidos y a Asia (incluida China), mientras que las exportaciones a países europeos no pertenecientes a la zona del euro y a América Latina disminuyeron. Al mismo tiempo, las importaciones de la zona del euro también registraron un incremento del 1,3 % en el segundo trimestre, sostenidas principalmente por las importaciones de China y de otros países europeos fuera de la zona.

Los indicadores de opinión disponibles apuntan a un moderado crecimiento de las exportaciones de la zona del euro en el tercer trimestre, con señales más contradictorias para el último trimestre de este año. El PMI de nuevos pedidos exteriores se deterioró, en promedio, en el tercer trimestre, pero se mantuvo por encima de 50, el umbral de expansión, y de su media de largo plazo. El descenso general continuó en el cuarto trimestre, y el índice se situó en un promedio de 50,7 en octubre y noviembre, ligeramente por debajo de su media de largo plazo. Mientras tanto, el indicador de la Comisión Europea relativo a la cartera de pedidos exteriores se mantuvo estable en el tercer trimestre, pero, posteriormente, aumentó en octubre y noviembre. Ambos indicadores se sitúan en niveles compatibles con un crecimiento moderado de las exportaciones en el corto plazo, que también se ve respaldado por una mejora muy gradual de la actividad mundial y por la depreciación del tipo de cambio del euro. Es probable que las importaciones de la zona del euro también crezcan en el corto plazo, aunque a un ritmo lento, prácticamente en línea con la moderada expansión de la demanda interna. En general, esta evolución apunta a unas contribuciones prácticamente neutrales del comercio exterior neto al crecimiento intertrimestral del PIB en los próximos meses.

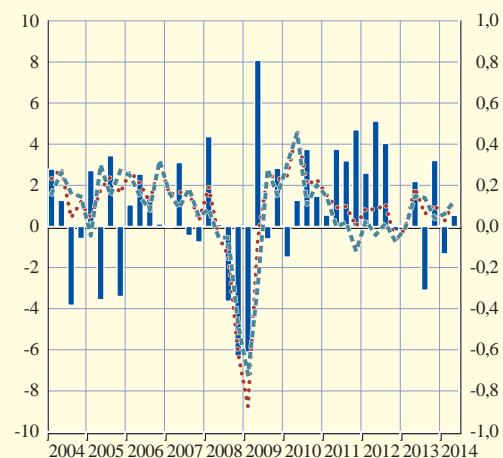
4.2 PRODUCTO POR RAMAS DE ACTIVIDAD

Si se considera el lado de las cuentas nacionales correspondiente a la producción, el valor añadido total, en términos reales, se mantuvo, en general, estable en el segundo trimestre de 2014, tras cuatro trimestres con un crecimiento intertrimestral de entre el 0,2 % y el 0,3 %. Mientras que la contribución de la construcción al crecimiento fue negativa, el valor añadido tanto de la industria, excluida la construcción, como de los servicios tuvo una contribución positiva.

Gráfico 52 Importaciones y exportaciones reales y contribución de la demanda exterior neta al crecimiento del PIB

(tasas de variación intertrimestral; puntos porcentuales)

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



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

En lo que se refiere al nivel de actividad, siguen existiendo grandes diferencias entre los distintos sectores. El valor añadido real de los servicios alcanzó un máximo histórico en el segundo trimestre de 2014, mientras que el de la construcción se situó en torno a tres cuartos de su máximo anterior, registrado en 2008. Al mismo tiempo, el valor añadido de la industria, excluida la construcción, fue un 6% inferior al máximo alcanzado antes de la crisis. Los indicadores disponibles sugieren que el valor añadido total experimentó un aumento moderado en el tercer trimestre de 2014, y que, en el cuarto trimestre, puede mantenerse el reducido crecimiento.

INDUSTRIA, EXCLUIDA LA CONSTRUCCIÓN

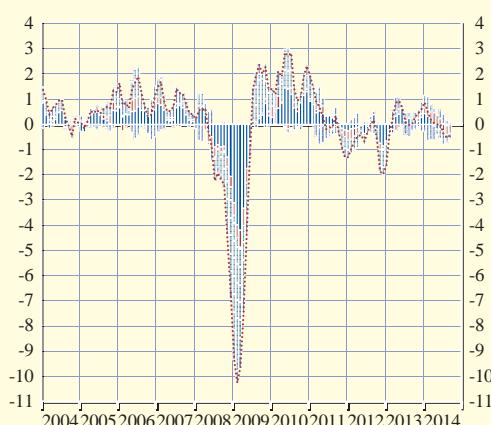
El valor añadido de la industria, excluida la construcción, registró un aumento del 0,2%, en tasa intertrimestral, en el segundo trimestre de 2014. Al mismo tiempo, el crecimiento intertrimestral de la producción fue nulo en ese trimestre y descendió un 0,4% en el tercer trimestre (véase gráfico 53). También en el tercer trimestre, la producción intertrimestral de bienes de equipo y de energía se incrementó, mientras que la de bienes intermedios y de consumo se redujo. En comparación con los indicadores cuantitativos, los resultados de las encuestas PMI y de la Comisión Europea apuntaban a una desaceleración del crecimiento de la actividad en ese trimestre. Estas señales incluían un ligero empeoramiento de la tendencia de la producción observada en los últimos meses, como indicaban las encuestas de opinión de la Comisión Europea, así como, una caída del índice PMI de producción de las manufacturas que, sin embargo, se mantuvo por encima de 50, el umbral de expansión.

De cara al futuro, los indicadores de corto plazo señalan un reducido crecimiento de la actividad industrial durante el cuarto trimestre del año. El indicador del BCE de nuevos pedidos industriales, excluido

Gráfico 53 Crecimiento de la producción industrial y contribuciones

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

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



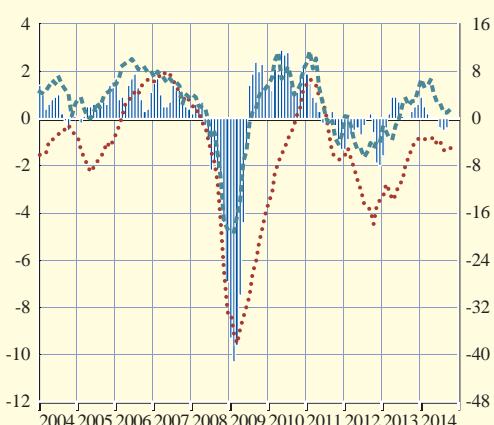
Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Nota: Los datos mostrados se calculan como medias móviles de tres meses, frente a la media correspondiente a los tres meses anteriores.

Gráfico 54 Producción industrial, confianza industrial y PMI de producción de las manufacturas

(datos mensuales; desestacionalizados)

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



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

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

1) Tasas de variación intertrimestral.

2) Saldos netos.

3) PMI; desviaciones con respecto al valor 50.

el material de transporte pesado, que se ve menos influido por los pedidos a gran escala que el total de nuevos pedidos, aumentó un 0,2 %, en tasa intertrimestral, en el tercer trimestre del año. Este aumento se debió, principalmente, a los nuevos pedidos procedentes de fuera de la zona el euro, que alcanzaron su máximo histórico. Los datos de las encuestas de opinión de la Comisión Europea indican que, en octubre y noviembre de 2014, el nivel de la cartera de pedidos mejoró ligeramente en comparación con el tercer trimestre. Durante el mismo período, el índice PMI de nuevos pedidos cayó por debajo de 50, el umbral teórico de expansión, aunque el índice PMI de producción de las manufacturas se situó en un nivel similar al del tercer trimestre (véase gráfico 54). Asimismo, en los dos primeros meses del cuarto trimestre, las expectativas de producción de la Comisión Europea para los meses siguientes se situaron en un nivel semejante al del trimestre anterior.

CONSTRUCCIÓN

El valor añadido de la construcción registró un descenso del 1,6 %, en tasa intertrimestral, en el segundo trimestre de 2014. Este resultado está en línea con la caída observada en la producción de la construcción en el mismo trimestre, que se cifró en el 1,1 %, y se vio influida por un efecto compensador tras la inusual fortaleza de esta variable en el primer trimestre, que tuvo su origen en las condiciones meteorológicas tan buenas observadas en varios países de la zona del euro. En el tercer trimestre de este año, el índice de producción de la construcción cayó un 0,6 % adicional, en tasa intertrimestral. Otros indicadores de corto plazo también se deterioraron en comparación con el segundo trimestre, lo que apunta a un cierto debilitamiento general de la construcción. Por ejemplo, los indicadores PMI de producción y nuevos pedidos permanecieron en niveles inferiores a 50, compatibles con una contracción de la actividad. Como consecuencia de la mejora de la renta de los hogares y de las condiciones de financiación, cabe esperar al menos una ligera mejora de la actividad constructora a finales de este año y principios de 2015. Por otra parte, puede que la mejora siga siendo moderada, ya que los últimos datos procedentes de los indicadores basados en encuestas (PMI hasta octubre e indicadores de confianza y de nuevos pedidos de la construcción de la Comisión Europea hasta noviembre) siguen manteniéndose muy por debajo de sus medias históricas. Además, los indicadores disponibles sobre visados de obra nueva, cartera de pedidos de la construcción y viviendas iniciadas en los países más grandes de la zona del euro, que señalan la actividad constructora esperada en los próximos meses, apuntan a un descenso general en la construcción.

SERVICIOS

El valor añadido de los servicios creció un 0,1 % en el segundo trimestre, por quinto trimestre consecutivo. Detrás de esta ligera expansión se esconde una evolución dispar entre los subsectores. El valor añadido de los servicios no de mercado se redujo en ese mismo trimestre, mientras que el de los servicios de mercado aumentó. Dentro de los servicios de mercado, se registró un aumento en las actividades inmobiliarias, las actividades profesionales, administrativas y servicios auxiliares, así como el comercio, el transporte, el alojamiento y la alimentación, mientras que los demás servicios de mercado experimentaron un descenso. El nivel de actividad, medido por el valor añadido real, se situó ligeramente por encima de los máximos anteriores registrados en el tercer trimestre de 2011 y en el primer trimestre de 2008. Las encuestas apuntan a una nueva expansión de los servicios en el tercer trimestre de este año. El índice PMI de actividad comercial del sector servicios se situó en el tercer trimestre en un nivel similar al del trimestre anterior. Del mismo modo, tampoco varió apenas el indicador de confianza de los servicios de la Comisión Europea, que se mantuvo en los mismos niveles que a principios de año.

De cara al futuro, se espera que la expansión de los servicios continúe en el cuarto trimestre. En el período de tres meses hasta octubre, aumentó ligeramente la proporción de empresas de servicios para las que la demanda insuficiente constituyó una limitación para su actividad, pero al mismo tiempo la tasa

de utilización de la capacidad productiva correspondiente a este sector alcanzó su nivel más alto desde finales de 2011. Las restricciones financieras se incrementaron marginalmente, pero se mantuvieron próximos a su media de largo plazo. Además, sobre la base de los indicadores de opinión disponibles para los dos primeros meses del cuarto trimestre, se espera que el valor añadido de los servicios siga creciendo, aunque es probable que lo haga a un ritmo más lento. El índice PMI de actividad comercial del sector servicios registró un descenso en los dos primeros meses del cuarto trimestre en comparación con el trimestre anterior, si bien su nivel medio de 51,7 indica una continuación de la expansión de la actividad en este sector. Al mismo tiempo, el indicador de confianza de los servicios de la Comisión Europea mejoró en los dos primeros meses del cuarto trimestre en comparación con el tercer trimestre, pero se mantuvo por debajo de su media de largo plazo y de los niveles alcanzados a principios de 2011. La confianza fue relativamente elevada y se situó por encima de su media de largo plazo en el caso del almacenamiento y actividades anexas al transporte. El indicador de confianza de los servicios financieros, que no está incluido en el indicador de confianza de los servicios, se deterioró durante el mismo período. Según la encuesta de servicios de la Comisión Europea, la demanda esperada en los próximos meses mejoró ligeramente en los dos primeros meses del cuarto trimestre en relación con el trimestre anterior, pero permaneció por debajo de su media de largo plazo y de los niveles observados a finales de 2010 y en el primer semestre de 2011. El índice PMI de actividad comercial futura (dentro de doce meses) disminuyó de nuevo en los dos primeros meses del cuarto trimestre, manteniéndose así por debajo de su media de largo plazo. Esta evolución está en consonancia con un crecimiento sostenido, pero lento, en el futuro.

4.3 MERCADO DE TRABAJO

Los mercados de trabajo de la zona del euro han venido mejorando desde la primavera de 2013. En el contexto del débil crecimiento económico observado desde el segundo trimestre de 2013, ello sugiere que se han registrado algunas mejoras en la respuesta de los mercados de trabajo a la evolución cíclica. El desempleo ha mostrado sucesivos, pero moderados, descensos intertrimestrales desde mediados de

Cuadro II Crecimiento del empleo

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

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

Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

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

2013, y, a finales de año, el crecimiento intertrimestral del empleo retornó a niveles positivos. Aunque la evolución de los distintos países es diferente, la tendencia general es de mejora.

El número de personas ocupadas en la zona del euro creció un 0,2%, en tasa intertrimestral, en el segundo trimestre de 2014, tras una evolución estable en el primer trimestre (véase cuadro 12). El aumento del segundo trimestre representa el mayor incremento intertrimestral observado desde el primer trimestre de 2008, lo que refleja, en general, una reversión del estancamiento registrado en el crecimiento del empleo en el primer trimestre de 2014. Además, puede que represente también una mayor sensibilidad del empleo a la evolución económica, al aumentar la flexibilidad del mercado de trabajo, por ejemplo, a través de una mayor utilización de los contratos temporales, a tiempo parcial y del empleo por cuenta propia. Las horas trabajadas también se incrementaron un 0,2%, en tasa intertrimestral, en el segundo trimestre, tras haber permanecido estables en el primer trimestre del año.

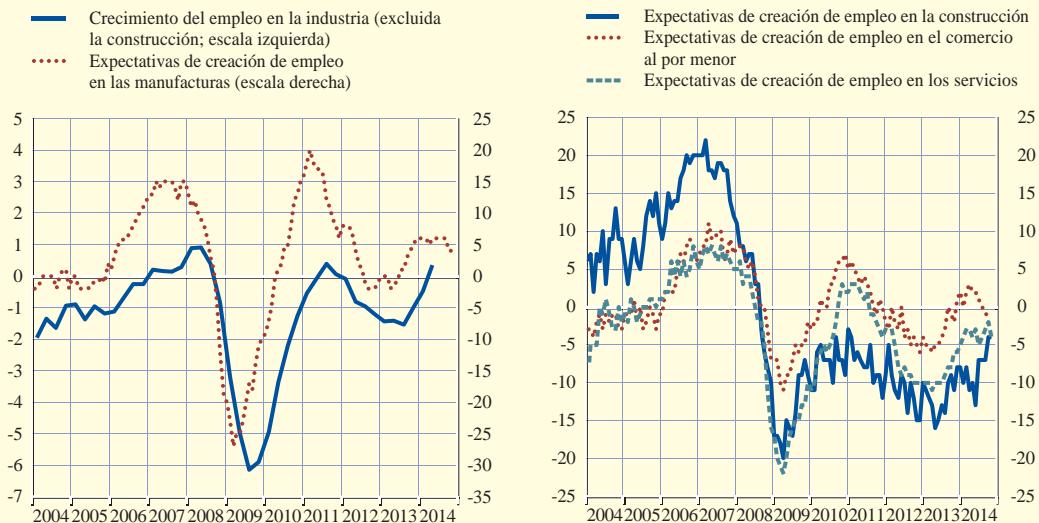
Detrás del moderado crecimiento del empleo agregado de la zona del euro se siguen ocultando marcadas diferencias entre países, aunque menores que durante 2013, y la mayoría de las economías de la zona del euro muestran ahora un crecimiento intertrimestral del empleo sostenido, aunque moderado, en 2014. A nivel sectorial, el empleo de la zona del euro creció en el segundo trimestre de 2014 tanto en la industria (excluida la construcción) como en los servicios, un 0,4% y un 0,2%, respectivamente, en tasa intertrimestral, mientras que el empleo en la construcción disminuyó un 0,1% en términos intertrimestrales.

Los resultados de las encuestas de empleo correspondientes al tercer trimestre y principios del cuarto trimestre de 2014 sugieren cierta moderación en el crecimiento del empleo (véase gráfico 54). Los indicadores adelantados también apuntan a una nueva estabilización del empleo en los próximos trimestres.

La productividad del trabajo por persona ocupada se redujo hasta un 0,4%, en tasa interanual, en el segundo trimestre de 2014, en comparación con el sólido 1% del primer trimestre (véase gráfico 56).

Gráfico 55 Crecimiento del empleo y expectativas de creación de empleo

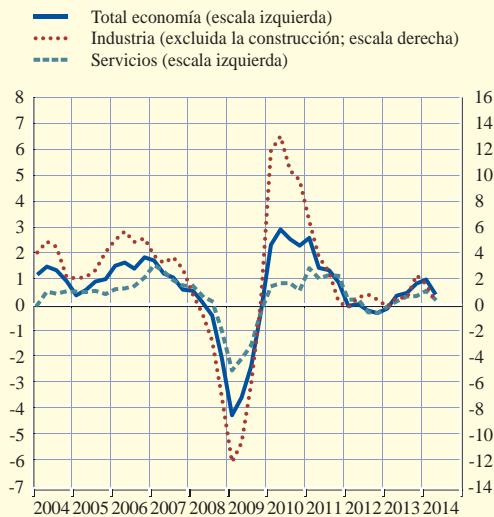
(tasas de variación interanual; saldos netos; datos desestacionalizados)



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

Gráfico 56 Productividad del trabajo por persona ocupada

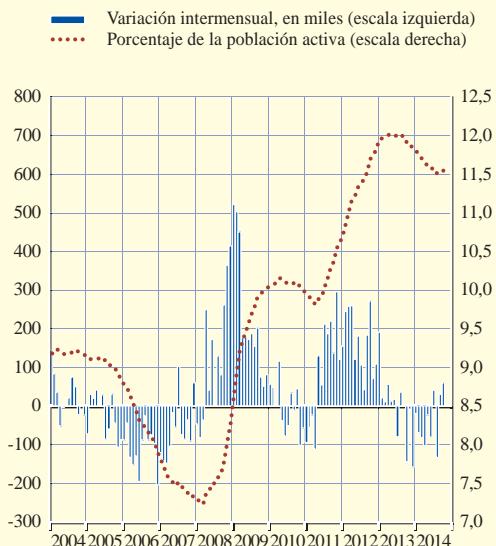
(tasas de variación interanual)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Gráfico 57 Desempleo

(datos mensuales desestacionalizados)



Fuente: Eurostat.

La productividad por hora trabajada se recuperó ligeramente, hasta el 0,5 %, en tasa interanual, tras haberse situado en el 0,4 % en el primer trimestre. La reciente evolución de la productividad en la zona del euro refleja en gran medida el repunte de carácter cíclico del crecimiento interanual del producto que se inició en el último trimestre de 2013, mientras que la desaceleración observada en el segundo trimestre también refleja el mayor crecimiento del empleo registrado en dicho trimestre.

La tasa de desempleo de la zona del euro ha continuado disminuyendo, en torno a 0,1 puntos porcentuales por trimestre, desde su máximo del 12 % alcanzado en el segundo trimestre de 2013, hasta una media del 11,5 % en el tercer trimestre de 2014 (véase gráfico 57). La tasa de paro se mantuvo estable en este nivel entre agosto y octubre, lo que sugiere que la reducción del desempleo podría estar atenuándose ligeramente. Aunque las recientes caídas parecen haber sido prácticamente generalizadas en todos los grupos de edad, así como en el empleo masculino y femenino, las tasas de paro siguen divergiendo de forma acusada entre las economías de la zona del euro. De cara al futuro, y pese a cierta volatilidad mensual, se prevé que esta tasa muestre un nuevo y moderado descenso en los próximos trimestres,

4.4 PERSPECTIVAS DE LA ACTIVIDAD ECONÓMICA

Los últimos datos y la evidencia procedente de las encuestas disponibles hasta noviembre confirman este panorama de crecimiento más débil en los próximos meses. Al mismo tiempo, siguen manteniéndose las perspectivas de una recuperación económica moderada. Por una parte, las medidas de política monetaria, las continuas mejoras en la situación financiera, los progresos realizados en materia de consolidación fiscal y de reformas estructurales, así como unos precios de la energía considerablemente más bajos que sostienen la renta real disponible, deberían respaldar la demanda interna. Además, la demanda de exportaciones debería verse favorecida por la recuperación mundial. Por otra parte, es probable que

el elevado desempleo, la considerable capacidad productiva sin utilizar y los necesarios ajustes de los balances en los sectores público y privado sigan frenando la recuperación.

Estos elementos se reflejan en las proyecciones macroeconómicas de diciembre 2014 elaboradas por los expertos del Eurosistema para la zona del euro, que prevén que el PIB real aumente un 0,8% en 2014, un 1% en 2015 y un 1,5% en 2016. Si se comparan con las proyecciones macroeconómicas de septiembre 2014 elaboradas por los expertos del BCE, las previsiones de crecimiento del PIB real se han revisado considerablemente a la baja. Las revisiones a la baja afectaron a las proyecciones tanto de la demanda interna como de la demanda exterior neta (véase el artículo titulado «Proyecciones macroeconómicas de diciembre de 2014 elaboradas por los expertos del Eurosistema para la zona del euro»).

Los riesgos en torno a las perspectivas económicas de la zona del euro siguen siendo a la baja. En concreto, la debilidad de la dinámica de crecimiento económico en la zona del euro, junto con los mayores riesgos geopolíticos, podrían afectar a la confianza y, especialmente, a la inversión privada. Además, los insuficientes avances realizados en materia de reformas estructurales en los países de la zona del euro constituyen un importante riesgo a la baja para las perspectivas económicas.

5 EVOLUCIÓN DE LAS FINANZAS PÚBLICAS

Según las proyecciones macroeconómicas de diciembre de 2014 elaboradas por los expertos del Eurosistema, el déficit fiscal de la zona del euro seguirá disminuyendo en 2015 y 2016, principalmente como consecuencia de la recuperación económica esperada de la zona. Se prevé que la ratio de deuda de las Administraciones Públicas de la zona alcance un máximo en 2014. Sin embargo, se espera que el ajuste fiscal estructural prácticamente se paralice, pese a los nuevos compromisos asumidos por varios países en el marco del Pacto de Estabilidad y Crecimiento (PEC). De cara al futuro, los países deben tratar de cumplir sus compromisos, teniendo en cuenta la flexibilidad que proporciona el PEC.

EVOLUCIÓN DE LAS FINANZAS PÚBLICAS Y PROYECCIONES

En las notificaciones efectuadas en el otoño de 2014 en el contexto de los procedimientos de déficit excesivo (PDE), los datos confirmados de la zona del euro (incluida Lituania) correspondientes a 2013 apuntan a que el déficit de las Administraciones Públicas fue del 2,9 % del PIB, frente al 3,6 % de 2012 (véase cuadro 12)¹. Esta mejora fue resultado fundamentalmente de subidas de impuestos, que se tradujeron en un aumento de los ingresos en relación con el PIB, mientras que la ratio de gasto se mantuvo básicamente constante. Los cambios asociados a la transición al Sistema Europeo de Cuentas 2010 (SEC 2010) han sido marginales para la zona del euro en su conjunto, y suponen una disminución de 0,1 puntos porcentuales del déficit de 2013. No obstante, en algunos países de la zona del euro, el impacto de la transición ha sido más acusado².

La deuda de las Administraciones Públicas de la zona del euro se situó en el 90,8 % del PIB en 2013, 1,9 puntos porcentuales por encima de la de 2012 (véase cuadro 2). Este aumento puede atribuirse principalmente al persistente efecto adverso del diferencial entre crecimiento y tipos de interés, aunque el gasto por intereses descendió ligeramente como consecuencia de la reducción de los tipos de interés. En el recuadro 5 se ofrece una perspectiva de la Base de Datos Centralizada de Valores del BCE que permite construir indicadores estadísticos sobre valores representativos de deuda emitidos por las Administraciones Públicas, como el rendimiento nominal medio. Además, las contribuciones al incremento de la deuda

1 Los datos agregados de la zona del euro utilizados en esta sección incluyen Lituania, en consonancia con la composición de la zona utilizada en las proyecciones macroeconómicas para la zona del euro (véase el cuadro 2 del artículo titulado «Proyecciones macroeconómicas de diciembre de 2014 elaboradas por los expertos del Eurosistema para la zona del euro» en este Boletín Mensual).

2 Véase el recuadro titulado «The impact of the European System of Accounts 2010 on the euro area macroeconomic statistics», Boletín Mensual, BCE, noviembre 2014.

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

(en porcentaje del PIB)	2012	2013	2014	2015	2016
a. Ingresos totales	45,8	46,5	46,7	46,7	46,4
b. Gastos totales	49,4	49,4	49,3	49,0	48,5
<i>De los cuales:</i>					
c. Gasto por intereses	3,0	2,8	2,7	2,7	2,6
d. Gasto primario (b - c)	46,4	46,6	46,6	46,4	45,9
Saldo presupuestario (a - b)	-3,6	-2,9	-2,6	-2,4	-2,1
Saldo presupuestario primario (a - d)	-0,6	-0,1	0,1	0,3	0,5
Saldo presupuestario ajustado de ciclo	-2,5	-1,3	-1,1	-1,1	-1,4
Saldo presupuestario estructural	-2,1	-1,2	-1,1	-1,1	-1,3
Deuda bruta	90,8	93,1	94,5	94,8	93,8
Pro memoria: PIB real (tasa de variación)	-0,7	-0,5	0,8	1,1	1,7

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

Notas: Los datos se refieren al agregado del sector de Administraciones Públicas de la zona del euro. Las cifras de 2014 a 2016 son estimaciones. Pueden producirse discrepancias, debido al redondeo. La previsión de la Comisión Europea del nivel de la ratio de deuda se presenta en base no consolidada.

procedentes del déficit primario y del ajuste déficit-deuda fueron limitadas. Como resultado de la transición al SEC 2010, la ratio de deuda de 2013 ha disminuido 1,6 puntos porcentuales, debido, en gran parte, a la revisión al alza del PIB en el denominador.

De cara al futuro, las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema apuntan a que el déficit de las Administraciones Públicas de la zona del euro se reducirá en los dos próximos años, principalmente como consecuencia de la mejora cíclica gradual esperada, mientras que se espera que el ritmo de ajuste fiscal estructural prácticamente se paralice³. Se prevé que el déficit en relación con el PIB descienda hasta situarse en el 2,6 % del PIB en 2014, y algo más, hasta el 2,5 % en 2015 y el 2,2 % en 2016. Esta valoración es fundamentalmente acorde con las previsiones económicas de otoño de 2014 de la Comisión Europea (véase cuadro 12). La Comisión espera que la disminución del déficit fiscal esté impulsada íntegramente por el gasto. Según las previsiones, durante el horizonte que abarcan las proyecciones, el gasto en relación con el PIB experimentará una reducción de 0,9 puntos porcentuales en comparación con 2013, situándose en el 48,5 % en 2016, mientras que los ingresos evolucionarán básicamente en línea con el PIB.

Las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema prevén que la deuda de las Administraciones Públicas de la zona del euro alcance un máximo en 2014. De acuerdo con las previsiones económicas de otoño de 2014 de la Comisión Europea, la deuda en relación con el PIB aumentará hasta situarse en el 94,5 % en 2014 y en el 94,8 % en 2015, como consecuencia del impacto del ajuste déficit-deuda y del todavía elevado gasto por intereses, que incrementan la deuda, y se reducirá gradualmente en 2016, situándose en el 93,8 %⁴. La reducción de la ratio de deuda se explica fundamentalmente por el aumento previsto del superávit primario y por el efecto del diferencial entre crecimiento y tipos de interés, que hace que la deuda se reduzca.

3 Véase el artículo titulado «Proyecciones macroeconómicas de diciembre de 2014 elaboradas por los expertos del Eurosistema para la zona del euro» en este Boletín Mensual.

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

Recuadro 5

NUEVOS INDICADORES ESTADÍSTICOS DE VALORES REPRESENTATIVOS DE DEUDA EMITIDOS POR LAS ADMINISTRACIONES PÚBLICAS Y SU USO EN EL ANÁLISIS Y LA VIGILANCIA FISCAL

En este recuadro se ofrece una breve perspectiva de los posibles usos de los nuevos indicadores estadísticos de valores representativos de deuda emitidos por las AAPP desarrollados a partir de la información contenida en la Base de Datos Centralizada de Valores (CSDB) del BCE. Estos indicadores incluyen el saldo vivo de estos valores, su emisión, amortización y el servicio de la deuda junto con el tipo de interés asociado (rendimiento nominal), por plazo de vencimiento inicial y residual, moneda y tipo de cupón para la zona del euro y para los distintos países que la componen. Estos indicadores se publicaron por primera vez en la sección «Estadísticas de la zona del euro» (cuadros 6.4 y 6.5) del Boletín Mensual de noviembre de 2014 y están disponibles en el Statistical Data Warehouse del BCE en informes de datos específicos¹.

1 Véase «Debt securities issuance and service by EU governments» en la sección «Reports» del Statistical Data Warehouse (<http://sdw.ecb.europa.eu/reports.do?node=1000003848>).

La Base de Datos Centralizada de Valores

La CSDB se creó en 2009 como un sistema multifunción; fue desarrollada por el BCE y la gestionan conjuntamente los miembros del Sistema Europeo de Bancos Centrales (SEBC). El sistema obtiene datos de los proveedores comerciales de datos y de otras fuentes (a través de los miembros del SEBC) y está disponible para los usuarios del SEBC. Para mejorar la calidad de los datos, aprovecha la experiencia acumulada en el SEBC².

La CSDB contiene actualmente información sobre más de 6 millones de valores representativos de deuda que aún no han vencido y de participaciones en el capital y en fondos de inversión. La información, detallada valor por valor, incluye datos de referencia (por ejemplo, saldos vivos, fechas de emisión y de vencimiento, información sobre el cupón y los dividendos y clasificaciones estadísticas), así como información sobre emisores y precios (mercado, estimado o de incumplimiento). Se está trabajando para proporcionar también a través de la plataforma de la CSDB información sobre calificaciones (del valor, emisor, avalista o programa de emisión).

Ejemplos de indicadores estadísticos: servicio de la deuda y rendimiento nominal medio

2 Según la Orientación del Banco Central Europeo de 26 de septiembre de 2012 sobre el marco de gestión de la calidad de los datos para la Base de Datos Centralizada de Valores (BCE/2012/21).

Gráfico A Servicio de la deuda de los valores representativos de deuda emitidos por las AAPP de la zona del euro entre noviembre de 2014 y octubre de 2015

(en porcentaje del PIB y mm de euros)

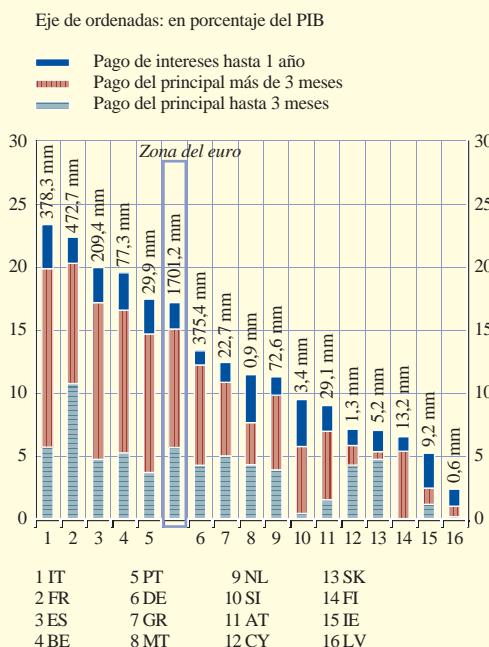
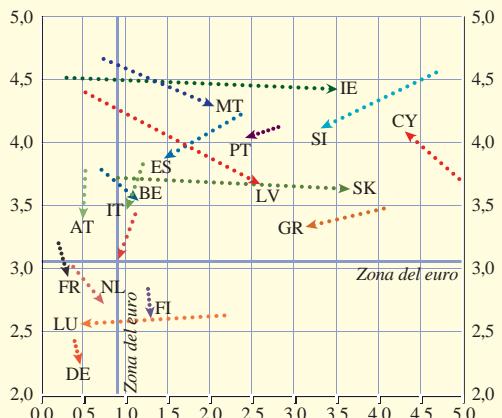


Gráfico B Rendimientos nominales medios de los valores representativos de deuda emitidos por las AAPP de la zona del euro

(en porcentaje)

Eje de abscisas: emitidos entre noviembre de 2013 y octubre de 2014
Eje de ordenadas: vivos a finales de octubre de 2014



Fuentes: CSDB y cálculos del BCE.

Fuentes: CSDB y cálculos del BCE.
Nota: En el gráfico B, las líneas discontinuas muestran la variación con respecto a un año anterior, por países, y las flechas indican la dirección de la variación más allá del último dato.

Las CSDB permite construir nuevos indicadores sobre valores representativos de deuda emitidos por las AAPP que proporcionan información sobre el nivel esperado del servicio de la deuda (que incluye el pago del principal y de los intereses) y el tipo de interés asociado que el deudor se compromete a pagar a los tenedores de deuda por unidad de tiempo (rendimiento nominal medio), clasificados por plazo de vencimiento inicial y residual, moneda y tipo de cupón. A finales de octubre de 2014, se esperaba que en cinco países de la zona del euro (Bélgica, España, Francia, Italia y Portugal) el servicio de la deuda entre noviembre de 2014 y octubre de 2015 fuera mayor, en porcentaje del PIB, que el correspondiente a la media de la zona del euro (17,2 % del PIB) (véase gráfico A). Entre noviembre de 2013 y octubre de 2014, las AAPP de todos los países de la zona, salvo Chipre y Eslovaquia, lograron emitir nuevos valores representativos de deuda con rendimientos nominales medios más bajos que para el total de valores representativos de deuda vivos en ese momento. Esto ha contribuido a reducir los rendimientos nominales medios del total de valores representativos de deuda vivos por debajo de los niveles observados hace un año en todos los países de la zona del euro, salvo en Chipre (véase gráfico B)³.

Uso analítico

El BCE ha utilizado mucho la CSDB durante las crisis como fuente de información detallada sobre las necesidades de financiación de los países sujetos al programa de ajuste económico de la UE y el FMI. Asimismo, esta base de datos constituye una fuente indispensable de información para la elaboración del «Financial Stability Report»⁴ del BCE, así como para las previsiones fiscales en el contexto de las proyecciones macroeconómicas elaboradas por el BCE para la zona del euro. Además de la disponibilidad de datos muy detallados, la puntualidad de la información recogida en la CSDB permite realizar un análisis rápido de la evolución y de las tendencias de los mercados financieros⁵.

Dado que los valores representativos de deuda representan el 80 % de la deuda pública de la zona del euro, la CSDB puede ayudar a refinar la predicción de las necesidades de financiación de las AAPP, tanto en el corto plazo (para señalar sus riesgos de liquidez) como en el medio (para identificar posibles máximos en las amortizaciones de bonos soberanos). Los riesgos de liquidez y de sostenibilidad de la deuda soberana son importantes no solo para la vigilancia fiscal, sino también para el seguimiento de la estabilidad financiera. Las importantes necesidades de financiación de las AAPP pueden tener un efecto de expulsión sobre agentes de otros sectores, como instituciones financieras y empresas. Al mismo tiempo, las exposiciones a gran escala de las instituciones financieras frente a las AAPP con riesgos de sostenibilidad significativos pueden señalar vulnerabilidades en estas instituciones. Por lo tanto, la información detallada sobre los riesgos asociados a las AAPP puede utilizarse para las matrices de vulnerabilidad de otros sectores, en particular del sector financiero.

3 El rendimiento nominal (expresado en porcentaje anual) incluye el cupón (es decir, el tipo de interés fijado cuando se emite un bono) y cualquier diferencia entre el precio de amortización a vencimiento fijado y el precio de emisión (es decir, a descuento o prima). El rendimiento nominal medio ponderado por los saldos vivos de cada valor representativo de deuda puede calcularse para los valores emitidos durante los 12 meses anteriores, lo que es útil para comparar con el rendimiento nominal medio correspondiente al total de valores representativos de deuda vivos con el fin de determinar si la nueva emisión ha sido más o menos cara. El rendimiento nominal medio del total de valores representativos de deuda se ve afectado por a) el rendimiento nominal medio de los nuevos valores representativos de deuda emitidos por las AAPP, b) los anteriores rendimientos nominales medios de los citados valores a su vencimiento, y c) las variaciones de los tipos de interés de los valores representativos de deuda vivos (por ejemplo, cupones variables). El rendimiento nominal medio de los nuevos valores representativos de deuda emitidos por las AAPP durante los 12 meses previos puede verse afectado no solo por las distintas fuerzas de mercado (por ejemplo, demanda de emisiones, riesgo de incumplimiento del emisor, tipos de interés de mercado actuales y esperados), sino también por las opciones presentadas por el emisor como la selección del vencimiento (habitualmente los vencimientos a plazo más largo tienen rendimientos nominales más elevados) y los volúmenes de emisión.

4 Véase el número más reciente de *Financial Stability Report*, BCE, Fráncfor del Meno, noviembre de 2014. (Todos los numeros están disponibles en el sitio web del BCE <http://www.ecb.europa.eu/pub/fsr/html/index.en.html>).

5 El sistema procesa información diariamente y facilita datos a fin de mes con un retraso de aproximadamente una o dos semanas, lo que significa que los usuarios tienen acceso a los datos con mucha más celeridad que a otras estadísticas agregadas.

EVOLUCIÓN Y PLANES PRESUPUESTARIOS EN ALGUNOS PAÍSES

A continuación se presenta la evolución presupuestaria reciente y los planes presupuestarios de los cuatro países más importantes de la zona del euro y de algunos países que actualmente están acogidos a un programa de ajuste de la UE y el FMI o que lo han concluido hace poco.

En Alemania, el proyecto de plan presupuestario básicamente no modifica los objetivos del Gobierno fijados en la actualización del programa de estabilidad de 2014. El proyecto prevé mantener un saldo presupuestario equilibrado en términos nominales y un superávit estructural del 0,5 % del PIB en 2015. Sin embargo, el proyecto de plan presupuestario no tiene en cuenta las últimas previsiones del Gobierno, que revisan a la baja el crecimiento del PIB, ni la previsión oficial más reciente sobre la recaudación impositiva, que pronostica una disminución de los ingresos del 0,25 % del PIB en 2015 (en comparación con la previsión anterior de mayo de 2014). Con todo, se espera que Alemania supere su objetivo presupuestario a medio plazo (OMP), esto es, un déficit estructural del 0,5 % del PIB en 2015. El Gobierno prevé una reducción sustancial de la ratio de deuda en los próximos años, yendo más allá de las exigencias de la estrategia nacional de «freno a la deuda» y del valor de referencia de reducción de la deuda establecido en el PEC.

En Francia, los nuevos objetivos de déficit global del Gobierno recogidos en el proyecto de plan presupuestario se han relajado considerablemente en comparación con los establecidos en la actualización del programa de estabilidad (el 4,4 % del PIB, en lugar del 3,6 %, en 2014, y el 4,3 % del PIB, en lugar del 2,8 %, en 2015). El proyecto de plan presupuestario prevé que el déficit excesivo no se corrija hasta 2017, en contraste con el plazo fijado en el PDE, el año 2015. Esto implica importantes incumplimientos de los objetivos de consolidación fiscal establecidos en el PDE para el período 2013-2015. En 2015, el déficit nominal previsto no solo superará sustancialmente el objetivo fijado en el PDE (en 1,5 puntos porcentuales), sino que la brecha de consolidación estructural también será muy elevada (de 1,5 puntos porcentuales en el período 2013-2015 con respecto al objetivo del PDE). El 27 de octubre, Francia anunció la adopción de medidas de consolidación complementarias en 2015 (que implican un esfuerzo adicional de ajuste estructural de alrededor del 0,2 % del PIB, según el Gobierno). Sin embargo, estos esfuerzos adicionales no serán suficientes para cerrar completamente la brecha de consolidación, por lo que el país corre el riesgo de incumplir las exigencias del PEC.

En Italia, el proyecto de plan presupuestario prevé alcanzar un objetivo de déficit del 2,6 % del PIB en 2015, más relajado que el objetivo del 1,8 % del PIB fijado en la actualización del programa de estabilidad de 2014. El proyecto contempla, entre otras cosas, una reducción de las cotizaciones sociales para nuevas contrataciones de trabajadores, una reducción del impuesto regional sobre actividades productivas (IRAP, en sus siglas en italiano) y transferencias sociales convertidas en permanentes, en forma de bonificación fiscal, a los trabajadores con salarios bajos, introducidas temporalmente en abril de 2014. Estas medidas expansivas se compensarán parcialmente con una reducción del gasto público, en particular en el ámbito de las administraciones subnacionales. En conjunto, el proyecto de plan presupuestario supondría un aumento del 0,4 % del PIB de las necesidades de financiación de 2015. Además, los planes del Gobierno apuntan a un aplazamiento, hasta 2017, del plazo fijado para cumplir el OMP (es decir, dos años más tarde de lo recomendado en el Dictamen del Consejo ECOFIN de julio de 2014) y una desviación de la regla sobre la deuda. De cara al futuro es importante velar por el cumplimiento íntegro de las exigencias del PEC y de la citada regla, con el fin de no poner en peligro la sostenibilidad de las finanzas públicas y mantener la confianza de los mercados.

En España, el déficit agregado de la Administración Central, las Comunidades Autónomas y la Seguridad Social (excluido el apoyo prestado a instituciones financieras) durante el período comprendido entre

enero y septiembre de 2014 fue del 4,1 % del PIB, en términos interanuales, lo que representa un descenso con respecto al 4,6 % registrado en el mismo período de 2013. Según los datos publicados hasta ahora, parece probable que este año el déficit en relación con el PIB se sitúe próximo al objetivo del 5,5 % fijado en la actualización del programa de estabilidad y confirmado en el proyecto de plan presupuestario de octubre. Según este proyecto, la ratio de déficit debería disminuir hasta situarse en el 4,2 % en 2015 y en el 2,8 % en 2016, en consonancia con los compromisos asumidos por España en el contexto del PDE. No obstante, la previsión del plan presupuestario se basa en el supuesto de una recuperación relativamente pronunciada de los ingresos y de continuación de la reforma del gasto público.

En Chipre, los datos fiscales en términos de caja para los nueve primeros meses de 2014 muestran un fuerte crecimiento interanual de la recaudación por IVA y por el impuesto de sociedades, así como que la ejecución presupuestaria ha seguido siendo prudente. Estos datos son acordes con las previsiones de otoño de 2014 de la Comisión Europea, que prevén que Chipre alcance un ligero superávit primario en 2014 y consideran que el país va por la senda correcta para corregir el déficit excesivo (hasta situarlo por debajo del valor de referencia del 3 %) dos años antes de 2016, el plazo fijado en el PDE.

En Irlanda, el proyecto de plan presupuestario indica que el déficit se situará en el 3,7 % del PIB en 2014, un 1,1 % por debajo del objetivo fijado en la actualización del programa de estabilidad. Pese a la adopción de medidas expansivas por importe de 1 mm de euros (el 0,5 % del PIB), el proyecto establece como objetivo una reducción del déficit hasta situarlo en el 2,7 % del PIB en 2015, como consecuencia de la continuación de unas condiciones económicas favorables y de la disminución del gasto por intereses, debido, en parte, al reembolso anticipado del préstamo del FMI. Este objetivo es coherente con el de concluir el PDE en 2015, el año fijado. A medio plazo, el proyecto de plan presupuestario prevé una mejora gradual del déficit acorde con la consecución del OMP en 2018, como resultado de un crecimiento continuado y de un perfil de gasto primario sin cambios. No obstante, será necesario adoptar medidas adicionales a fin de que el objetivo de perfil de gasto sea realista. Según las previsiones de otoño de 2014 de la Comisión Europea, el déficit se situará en el 2,9 % del PIB en 2015 y empeorará ligeramente, hasta el 3 % del PIB, en 2016.

En Portugal, el nuevo objetivo de déficit global del Gobierno para 2014 establecido en el proyecto de plan presupuestario es considerablemente superior al indicado en la actualización del programa de estabilidad (el 4,8 % del PIB, en lugar del 4 %), debido principalmente al aumento de los gastos extraordinarios. Para 2015, el proyecto de plan presupuestario también sitúa el objetivo ligeramente por encima del fijado en la actualización del programa de estabilidad y en el PDE (el 2,7 % del PIB, en lugar del 2,5 %). El proyecto incluye diversas medidas de consolidación discrecionales que ascienden al 0,7 % del PIB, de las que algunas tienen carácter transitorio y podrían plantear riesgos de aplicación. Además, las previsiones del Gobierno se basan en supuestos optimistas sobre el impacto presupuestario de la evolución macroeconómica y de la lucha contra el fraude y la evasión fiscal. Las previsiones de otoño de 2014 de la Comisión Europea sitúan el déficit fiscal en el 3,3 % del PIB en 2015.

RETOS PARA LA POLÍTICA FISCAL

El ritmo de consolidación fiscal, medido por la variación del saldo presupuestario estructural, se ha ralentizado considerablemente desde 2013, por lo que varios países corren el riesgo de incumplir los compromisos asumidos en el contexto del PEC. No cabe relacionar los posibles incumplimientos con una recuperación económica más lenta de lo esperado, si no que refleja que los esfuerzos de ajuste estructural de algunos países han sido insuficientes. Esto también es evidente en los proyectos de planes presupuestarios, que los países tenían que presentar a mediados de octubre de 2014. Algunos países han anunciado

la adopción de medidas adicionales después de que la Comisión Europea pidiera información complementaria y especificaciones más detalladas. En el dictamen publicado el 28 de noviembre, la Comisión no consideró que algún proyecto de plan presupuestario incumpla gravemente las exigencias del PEC, ya que en tal caso habría exigido la presentación de un proyecto de plan presupuestario revisado⁵. No obstante, la Comisión opina que los proyectos de siete países presentan un «riesgo de incumplimiento» del PEC (véase recuadro 6).

Aunque es indispensable que algunos países realicen esfuerzos fiscales adicionales para cumplir las exigencias, la política fiscal puede utilizarse, en el marco del PEC, para apoyar la frágil recuperación económica de la zona del euro. Con todo, el margen de maniobra fiscal para respaldar el crecimiento es bastante limitado y se restringe a unos pocos países. Además, los efectos positivos que podría tener en algunos países la aplicación una política fiscal potencialmente más expansiva en otros, dentro de los márgenes del PEC, son inciertos y probablemente sean limitados.

A fin de impulsar el crecimiento económico en Europa, la Comisión Europea presentó un «plan de inversiones para Europa» el 26 de noviembre, con el objetivo de movilizar financiación para proyectos de inversión por importe de 315 mm de euros a lo largo de tres años. En este contexto, se creará un nuevo Fondo Europeo para Inversiones Estratégicas que cubra los principales riesgos de nuevos proyectos de inversión. Según la Comisión, el nuevo fondo debería tener un efecto multiplicador de 1:15, aproximadamente, como consecuencia de la inversión privada que atraerá. El fondo estará garantizado con dinero público del presupuesto de la UE y del Banco Europeo de Inversiones por un importe total de 21mm de euros. El fondo financiará principalmente proyectos que promuevan el crecimiento en ámbitos como las redes de energía, transporte y banda ancha, y una cuarta parte de los fondos disponibles deberían destinarse a las pymes. Aunque esta iniciativa podría mejorar las perspectivas de crecimiento en Europa, es fundamental que los esfuerzos para estimular las inversiones públicas se basen en una identificación cuidadosa de proyectos estratégicos que generen crecimiento tras un adecuado análisis coste-beneficio.

Los esfuerzos para impulsar las reformas estructurales deben intensificarse, y las medidas de consolidación fiscal deben aplicarse de manera que promuevan el crecimiento. En los países en los que el ajuste fiscal exija recortes adicionales del gasto público debe propugnarse un reordenamiento de prioridades de gasto y centrarse en partidas que principalmente promuevan el crecimiento potencial, como las inversiones públicas. Los esfuerzos de reforma por el lado de los ingresos deben abordar el impacto distorsionador de la tributación y la evasión fiscal. Por lo que respecta a la reducción de la cuña fiscal, el Eurogrupo anunció en una declaración su intención de llegar a un acuerdo sobre un conjunto de principios comunes que deberían guiar futuras reformas tributarias⁶.

El marco de gobernanza de la UE (esto es, los reglamentos que componen el «six-pack» y el «two-pack») debe revisarse antes de finales de 2014. El 28 de noviembre, la Comisión Europea publicó un breve informe en el que consideraba que el marco de gobernanza reformado es eficaz para reforzar la vigilancia presupuestaria⁷. También anunció la apertura de un debate sobre posibles áreas de mejora en 2015. Si bien un marco reforzado se considera un instrumento adecuado para incrementar la disciplina presupuestaria,

5 Véanse los dictámenes de la Comisión publicados el 28 de noviembre de 2014 (http://ec.europa.eu/economy_finance/economic_governance/PEC/budgetary_plans/index_en.htm).

6 Véase la declaración del Eurogrupo publicada el 8 de julio de 2014 (<http://www.eurozone.europa.eu/media/539623/20140707-eurogroup-statement-on-reducing-tax-wedge-on-labour.pdf>).

7 Véase la comunicación de la Comisión Europea publicada el 28 de noviembre ([http://ec.europa.eu/economy_finance/economic_governance/documents/com\(2014\)905_en.pdf](http://ec.europa.eu/economy_finance/economic_governance/documents/com(2014)905_en.pdf)).

su complejidad ha aumentado, lo que dificulta la tarea de aplicar los reglamentos de forma consistente. También hay margen para mejorar la interrelación de los diversos elementos de los reglamentos, especialmente los componentes preventivo y corrector del PEC en lo que respecta al objetivo a medio plazo y el valor de referencia de la deuda. Asimismo, en aras de la credibilidad del PEC es imprescindible aumentar la transparencia en la aplicación del marco y velar por su implementación íntegra. Esto también señala la necesidad de publicar los datos utilizados en la toma de decisiones con arreglo al PEC.

Recuadro 6

LA EVALUACIÓN DE LOS PROYECTOS DE PLANES PRESUPUESTARIOS PARA 2015

El 28 de noviembre, la Comisión Europea publicó sus dictámenes sobre los proyectos de planes presupuestarios para 2015 de los países de la zona del euro que no están sujetos a un programa de ajuste. Los dictámenes incluyen una evaluación de en qué medida los planes de los Gobiernos, presentados en los proyectos de planes presupuestarios, cumplen las exigencias del Pacto de Estabilidad y Crecimiento (PEC) y siguen las orientaciones del Consejo Europeo que figuran en las recomendaciones específicas por país adoptadas el 8 de julio¹.

En sus dictámenes sobre los proyectos de planes presupuestarios de los 16 países que participaron en la evaluación, la Comisión considera que los planes de cinco países (los de Alemania, Irlanda, Luxemburgo, Países Bajos y Eslovaquia) «cumplen» las disposiciones del PEC. En cambio, considera que los proyectos de presupuestos de cuatro países (Estonia, Letonia, Eslovenia y Finlandia) solo «cumplen en líneas generales» las disposiciones del PEC, al tiempo que, en opinión de la Comisión, los planes presupuestarios de siete países plantean un «riesgo de incumplimiento» de las normas del PEC. En este último grupo se encuentran España, Francia, Malta y Portugal, que siguen sujetos a procedimientos de déficit excesivo, así como Italia, Bélgica y Austria, que dejaron de estar sujetos a estos procedimientos en 2012 (Italia) y 2013 (Bélgica y Austria). La Comisión insta a los once países cuyos planes no observan íntegramente el PEC a que adopten las medidas necesarias para asegurar que sus presupuestos cumplirán las normas del PEC.

Los dictámenes de la Comisión reflejan, por lo tanto, la expectativa de que es posible que el ajuste estructural previsto en 2015 no sea suficiente para cumplir los compromisos adquiridos en el marco del PEC en muchos países de la zona del euro. Por un lado, esto se debe a la falta de progresos hacia la consecución de los objetivos presupuestarios a medio plazo establecidos en el contexto del componente preventivo del Pacto. Por otro, está relacionado con la insuficiencia de los esfuerzos de ajuste estructural en el componente corrector, el procedimiento de déficit excesivo. Se ha de mencionar que, según las previsiones de otoño de 2014 de la Comisión, los países en los que se aplica el componente preventivo adoptarán una orientación solo ligeramente más restrictiva en su política fiscal, de 0,2 puntos porcentuales del PIB², para avanzar hacia la consecución de sus objetivos a medio plazo, mientras que los países sujetos a un procedimiento de déficit excesivo no

1 Véase también el recuadro titulado «Recomendaciones específicas de política fiscal por país en el contexto del Semestre europeo 2014», en el Boletín Mensual de septiembre de 2014. Las recomendaciones instan a nueve de los 16 países de la zona del euro a reforzar sus estrategias presupuestarias en 2014. En concreto, se ha pedido a estos países que tomen medidas adicionales para abordar el riesgo de incumplimiento del PEC.

2 En el caso de dos países sujetos al componente preventivo (Bélgica e Italia), la regla sobre la deuda es actualmente la limitación efectiva. La Comisión tomará una decisión en la primavera de 2015 sobre la necesidad de iniciar un procedimiento de déficit excesivo por incumplimiento de la regla sobre la deuda en relación con ambos países.

Proyectos de planes presupuestarios para 2015

Dictamen de la Comisión sobre el cumplimiento con el PEC de los proyectos de planes presupuestarios para 2015 (compromiso asumido en el PEC)	Ajuste estructural real en 2015 (previsiones de otoño de 2014 de la CE)	Compromiso de ajuste estructural en 2015 con arreglo al PEC (puntos porcentuales)
«Cumple»		
Alemania (componente preventivo)	-0,1	0,0 (en el OMP)
Luxemburgo (componente preventivo)	-0,7	0,0 (en el OMP)
Países Bajos (componente preventivo)	-0,3	0,0 (en el OMP)
Eslovaquia (componente preventivo)	0,8	0,6
Irlanda (plazo fijado en el PDE: 2015)	0,4	1,9
«Cumple en líneas generales»		
Estonia (componente preventivo)	0,1	0,5
Letonia (componente preventivo)	-0,2	-0,4 ¹⁾
Eslovenia (plazo fijado en el PDE: 2015)	0,3	0,5
Finlandia (componente preventivo)	0,0	0,1
«Riesgo de incumplimiento»		
Bélgica (componente preventivo)	0,4	0,7 (regla sobre la deuda)
Italia (componente preventivo)	0,1	2,5 (regla sobre la deuda)
Malta (plazo fijado en el PDE: 2014)	-0,2	0,6
Austria (componente preventivo)	0,1	0,6
España (plazo fijado en el PDE: 2016)	-0,2	0,8
Francia (plazo fijado en el PDE: 2015)	0,1	0,8
Portugal (plazo fijado en el PDE: 2015)	-0,3	0,5

Fuentes: Proyectos de planes presupuestarios para 2015 (http://ec.europa.eu/economy_finance/economic_governance/sgp/budgetary_plans/index_en.htm) y previsiones de otoño de 2014 de la Comisión Europea.

1) Reducción de la exigencia de ajuste basada en la cláusula sobre inversiones y reforma de las pensiones.

realizarán progresos en materia de saneamiento estructural, pese al esfuerzo relativamente mayor necesario para alcanzar una situación presupuestaria sostenible. Por último, los países que cumplen plenamente con las disposiciones del PEC y que, en parte, superen sus objetivos presupuestarios, planean seguir una orientación algo menos restrictiva a su política fiscal en 2015, de 0,1 puntos porcentuales del PIB en promedio.

En el caso de Francia, que según la Comisión no ha adoptado medidas efectivas en el contexto del procedimiento de déficit excesivo en 2014 y que de acuerdo con su proyecto de plan presupuestario ya no tiene previsto cumplir el plazo de 2015 fijado en el procedimiento de déficit excesivo, y en el de Italia y Bélgica, cuyos proyectos de planes presupuestarios indican que no cumplirán la regla sobre la deuda, la Comisión examinará su posición en lo que respecta al cumplimiento de las obligaciones establecidas en el PEC a principios de marzo de 2015, tras la finalización de leyes presupuestarias y de la esperada concreción de los programas de reformas estructurales anunciada por los Gobiernos. Para Francia, si el Consejo confirma su actual valoración de incumplimiento del Pacto, finalmente podría acordar la aceleración de su procedimiento de déficit excesivo y, posiblemente, sanciones. Por lo que respecta a Bélgica e Italia, si la Comisión refrenda su valoración de incumplimiento de la regla sobre la deuda, posteriormente debería elaborar un informe con arreglo al apartado 3 del artículo 126 del Tratado que podría desembocar en un procedimiento de déficit excesivo por la cuestión de la deuda, salvo que se determine que existen factores atenuantes que justifiquen el incumplimiento del valor de referencia de la deuda.

Además, la Comisión considera que la composición de las finanzas públicas de los distintos países es inadecuada y subraya que, si bien las medidas adoptadas recientemente para reducir la carga fiscal

sobre el trabajo van en la dirección correcta para lograr que la composición de las finanzas públicas promueva más el necesario crecimiento, los avances para lograr que la composición del gasto sea más favorable al crecimiento han sido escasos o nulos.

Aunque las reformas estructurales son de vital importancia actualmente para aumentar el potencial de crecimiento de las economías, si tales reformas se incluyeran en la evaluación del cumplimiento del PEC, ello tendría que realizarse de plena conformidad con las disposiciones vigentes del Pacto. Con arreglo al componente preventivo, los costes fiscales cuantificables de las reformas estructurales con un efecto positivo en la sostenibilidad a largo plazo pueden tenerse en cuenta. Según el componente corrector, las reformas estructurales pueden desempeñar un papel como «factor relevante» al decidir si se concede una prórroga del plazo, pero esto último solo es posible si se cumplen los dos requisitos, que se hayan adoptado medidas efectivas y que la evolución macroeconómica haya sido adversa. El 8 de diciembre, el Eurogrupo invitó a los Estados miembros cuyos proyectos de planes presupuestarios cumplen en líneas generales las disposiciones del PEC a velar por el cumplimiento de dichas disposiciones en los procesos presupuestarios nacionales, y acogió con satisfacción su compromiso de adoptar medidas compensatorias en caso necesario. Además, el Eurogrupo instó a los Estados miembros cuyos planes corren el riesgo de incumplir las normas del componente preventivo a tomar medidas adicionales en el momento oportuno, con el fin de abordar los riesgos asociados a una convergencia adecuada con miras a la consecución sus objetivos a medio plazo, así como a respetar la regla sobre la deuda. A su vez, los países sujetos al componente corrector del PEC deben asegurar la corrección de sus déficits excesivos dentro del plazo fijado y una convergencia adecuada para alcanzar sus objetivos a medio plazo posteriormente, así como el respeto de la regla sobre la deuda. A tal fin, Austria, Bélgica, Italia, Francia, Portugal y España se comprometieron a adoptar las medidas necesarias para cerrar las brechas identificadas por la Comisión, garantizando así el cumplimiento de las normas del PEC.

Es importante que la evaluación de los proyectos de planes presupuestarios sea objeto de un seguimiento estructurado, lo que exige una aplicación íntegra y consistente del marco de gobernanza macroeconómica y fiscal vigente en la zona del euro.