

CAPÍTULO I

**EVOLUCIÓN
ECONÓMICA Y
POLÍTICA MONETARIA**

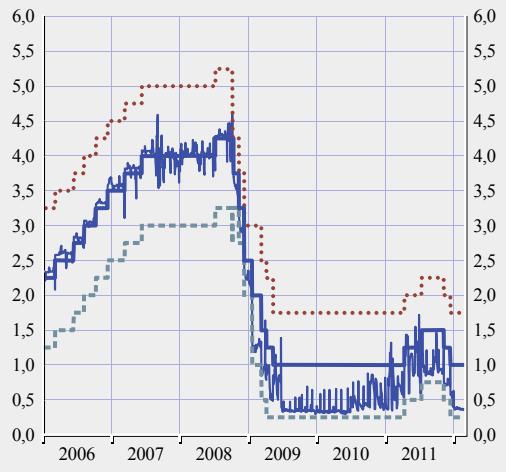
I DECISIONES DE POLÍTICA MONETARIA

En 2011, el Eurosistema tuvo que hacer frente una vez más a una situación extremadamente difícil. Hasta el verano de 2011 las presiones inflacionistas se intensificaron como consecuencia de la subida de precios de las materias primas, lo que pudo haber provocado un proceso inflacionista generalizado en un entorno de recuperación económica. Los riesgos para las perspectivas de inflación en el horizonte temporal relevante para la política monetaria, identificados en el análisis económico, se desplazaron al alza. Además, si bien el análisis monetario indicaba que el ritmo subyacente de expansión monetaria era moderado, la liquidez monetaria era abundante y podría haber facilitado la acomodación de las presiones sobre los precios. Para contener estos riesgos, el Consejo de Gobierno elevó en total los tipos de interés oficiales del BCE 50 puntos básicos, en dos subidas efectuadas en abril y en julio, respectivamente. En el segundo semestre del año, la intensificación de las tensiones en los mercados financieros ejerció un considerable efecto moderador sobre la actividad económica de la zona del euro. Para garantizar el mantenimiento de la estabilidad de precios, en noviembre y diciembre el Consejo de Gobierno recortó en total los tipos de interés oficiales del BCE 50 puntos básicos. A finales de 2011, el tipo de interés de la operación principal de financiación se situaba en el 1%, el tipo de interés de la facilidad de depósito en el 0,25% y el tipo de interés de la facilidad marginal de crédito en el 1,75% (véase gráfico 1).

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

(porcentaje; datos diarios)

— Tipo de interés de las operaciones principales de financiación
····· Tipo de interés de la facilidad marginal de crédito
- - - Tipo de interés de la facilidad de depósito
— Tipo de interés a un día (eonia)



Fuentes: BCE, Bloomberg y Thomson Reuters.

Los niveles tan elevados de tensión que se observaron en los mercados financieros a partir del verano pudieron dificultar la transmisión de las señales de la política monetaria a la economía. Para garantizar una transmisión fluida y homogénea, el BCE adoptó distintas medidas de política monetaria no convencionales entre agosto y diciembre de 2011 (véase recuadro 1).

Recuadro I

MEDIDAS NO CONVENCIONALES EN 2011¹

El significativo deterioro registrado en varios segmentos del mercado financiero de la zona del euro llevó al BCE a introducir una serie de medidas de política monetaria no convencionales en el segundo semestre de 2011. Las tensiones existentes en los mercados de deuda pública, que se habían limitado, en general, a Grecia, Irlanda y Portugal, se propagaron de forma creciente a Italia y España, y posteriormente a otros países de la zona del euro (véase gráfico). Estos hechos son atribuibles, entre

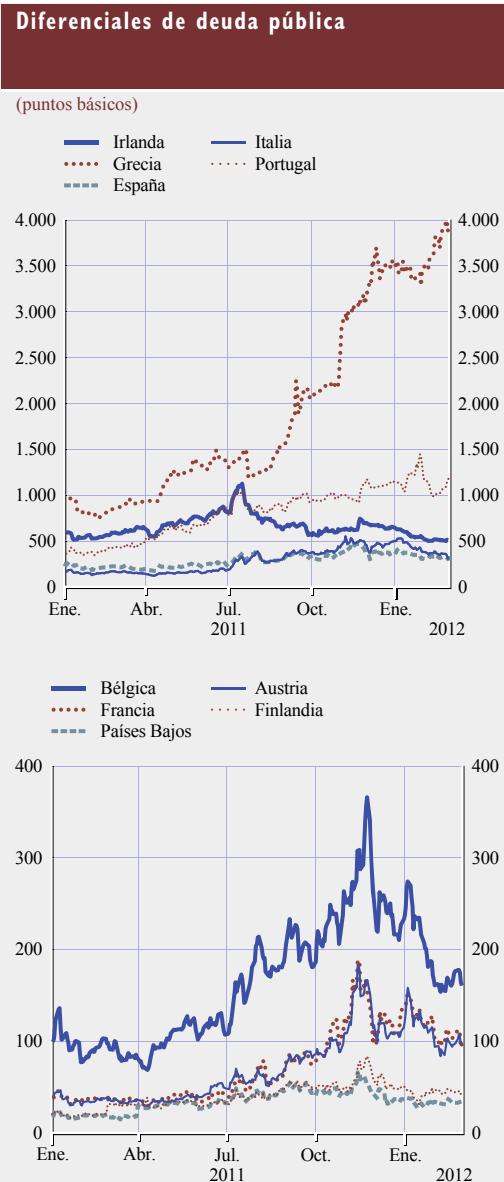
1 En los recuadros titulados «Mercados financieros a principios de agosto de 2011 y medidas de política monetaria del BCE», *Boletín Mensual*, BCE, septiembre de 2011, y «Otras medidas de política monetaria no convencionales adoptadas por el Consejo de Gobierno el 8 de diciembre de 2011», *Boletín Mensual*, BCE, diciembre de 2011, puede encontrarse más información sobre la respuesta del BCE a la crisis financiera en el segundo semestre de 2011.

otras causas, a cuestiones de sostenibilidad fiscal, especialmente en relación con determinados países de la zona, a la preocupación acerca de las perspectivas económicas mundiales y a la incertidumbre sobre las modalidades que adoptaría el apoyo financiero europeo a los países de la zona del euro más afectados por la crisis de deuda soberana, incluida la posibilidad de participación del sector privado. Las graves tensiones observadas en los mercados de deuda soberana en el segundo semestre de 2011 afectaron, asimismo, al mercado monetario de la zona del euro.

Todo lo anterior indujo al Consejo de Gobierno del BCE a adoptar una serie de medidas de política monetaria no convencionales a partir de agosto de 2011, encaminadas a evitar turbulencias en los mercados financieros similares a las observadas tras la quiebra de Lehman Brothers en septiembre de 2008. Sin dichas medidas, la evolución de los mercados podría haber tenido consecuencias negativas en la transmisión de los impulsos de la política monetaria y, por lo tanto, en el mantenimiento de la estabilidad de precios en la zona del euro a medio plazo.

En agosto de 2011, el Consejo de Gobierno anunció que el Eurosistema continuaría proporcionando liquidez a las entidades de crédito mediante procedimientos de subasta a tipo de interés fijo con adjudicación plena al menos hasta principios de 2012. También se introdujo una operación de financiación a plazo más largo con un vencimiento aproximado de seis meses.

Además, el BCE anunció que reactivaría el programa para los mercados de valores. Este programa se había instituido en mayo de 2010 para apoyar la transmisión de las decisiones de política monetaria ante el comportamiento disfuncional de algunos segmentos de los mercados financieros, con el fin de asegurar la estabilidad de precios en la zona del euro en su conjunto. No se había efectuado compra alguna en el marco de este programa desde finales de marzo de 2011, pero a partir de agosto se pusieron de manifiesto importantes riesgos relacionados con la posibilidad de que se registrara un comportamiento disfuncional en algunos mercados de deuda pública y de que las tensiones se propagaran a otros mercados. La materialización de estos riesgos habría tenido un efecto considerable sobre el acceso a la financiación en la economía de la zona del euro. Al adoptar la decisión de reanudar las intervenciones al amparo de este programa, el Consejo



Fuente: Thomson Reuters.

Notas: Los diferenciales reflejan la diferencia entre el rendimiento de la deuda pública a diez años y el rendimiento del bono alemán a diez años. No se dispone de datos comparables para los países de la zona del euro que no figuran en el gráfico.

de Gobierno tomó nota –entre otros aspectos– del compromiso de los Gobiernos de la zona de cumplir sus objetivos presupuestarios y del anuncio de algunos países en relación con las medidas y las reformas que iban a adoptar en materia de políticas estructurales y fiscales. Las modalidades del programa para los mercados de valores se mantuvieron; las compras de deuda pública por parte del Eurosistema están limitadas estrictamente a los mercados secundarios; los efectos de provisión de liquidez de las compras de bonos llevadas a cabo en virtud de este programa han quedado totalmente esterilizados mediante operaciones específicas de absorción de liquidez; y este programa, como todas las demás medidas de política monetaria no convencionales, es de carácter temporal. A finales de 2011, el saldo vivo de los bonos adquiridos en virtud de este programa que figura en el balance del Eurosistema ascendía a 211,4 mm de euros.

El 15 de septiembre, tras la aparición de tensiones de financiación en dólares, el Consejo de Gobierno anunció tres operaciones de inyección de liquidez en esta divisa con un vencimiento aproximado de tres meses, que abarcarían hasta el final de año, una medida adoptada de forma coordinada con otros importantes bancos centrales. Estas operaciones se llevaron a cabo en forma de cesiones temporales respaldadas por activos de garantía.

El 6 de octubre se anunciaron otras dos operaciones de financiación a plazo más largo: una en octubre de 2011 con un vencimiento aproximado de 12 meses, y otra en diciembre de 2011 con un vencimiento aproximado de 13 meses. El Consejo de Gobierno también indicó en octubre que, al menos hasta finales del primer semestre de 2012, se continuarían utilizando las subastas a tipo de interés fijo con adjudicación plena en todas las operaciones de financiación. Estas medidas tenían por objeto apoyar la financiación de las entidades de crédito, alentándoles de esta forma a seguir concediendo préstamos a los hogares y a las sociedades no financieras. Además, se anunció un nuevo programa de adquisiciones de bonos garantizados, que permitiría al Eurosistema comprar bonos garantizados en los mercados primario y secundario, por un importe previsto de 40 mm de euros, entre noviembre de 2011 y octubre de 2012. A finales de 2011, el saldo vivo de los bonos adquiridos en virtud de este programa ascendía a 3,1 mm de euros.

El 30 de noviembre, el BCE anunció una acción coordinada con otros bancos centrales para reforzar su capacidad de proporcionar liquidez al sistema financiero mundial a través de acuerdos de provisión de liquidez (*línea swap*). Además, rebajó 50 puntos básicos el precio de las líneas *swap* temporales en dólares estadounidenses ya existentes. El fin de esta medida era, en última instancia, mitigar los efectos de las tensiones en los mercados financieros sobre la oferta de crédito a hogares y empresas.

El 8 de diciembre, el Consejo de Gobierno anunció medidas adicionales de apoyo al crédito para respaldar el préstamo bancario y la liquidez en el mercado monetario de la zona del euro. En concreto, se decidió llevar a cabo dos operaciones de financiación a plazo más largo con vencimiento a tres años, con la opción de reembolsar de forma anticipada los saldos, después de transcurrido un año. Se aumentó la disponibilidad de activos de garantía al reducir el umbral de calificación crediticia para determinados bonos de titulización de activos y permitir que los BCN aceptaran temporalmente como activos de garantía préstamos al corriente de pago (es decir, préstamos bancarios) que cumplieran criterios de admisión específicos. Además, el coeficiente de reservas se redujo del 2% al 1%. Por último, se dejaron de realizar las operaciones de ajuste llevadas a cabo el último día del período de mantenimiento. En la primera operación de financiación a plazo más largo a tres años, realizada el 21 de diciembre de 2011, se proporcionaron 489,2 mm de euros a las entidades de crédito, mientras que en la segunda, llevada a cabo el 29 de febrero de 2012, se adjudicaron 529,5 mm de euros.

Tras un crecimiento del PIB real del 1,8% en 2010, la actividad económica siguió expandiéndose en 2011, pero a un ritmo más lento. La tasa de crecimiento intertrimestral del PIB real en el primer trimestre de 2011 fue elevada, pero ello se debió en parte a factores especiales como el repunte de la actividad constructora, que había sido reducida como consecuencia de las adversas condiciones meteorológicas que se registraron a finales de 2010. Cuando estos factores especiales dejaron de tener importancia, el crecimiento intertrimestral del PIB real se redujo de manera notable en el segundo trimestre, reflejando también los efectos negativos derivados del terremoto ocurrido en Japón. En la segunda mitad del año, el crecimiento del PIB real fue muy débil.

La inflación se situó en niveles elevados durante todo el año, con una tasa media del 2,7% en 2011, en comparación con el 1,6% de 2010. En lo que se refiere a la evolución mensual de la inflación interanual medida por el IAPC, la tasa aumentó gradualmente desde el 2,3% de enero, hasta un máximo del 3% de septiembre a noviembre, antes de descender al 2,7% en diciembre, como consecuencia, principalmente, del comportamiento de los precios de la energía y de otras materias primas. Las expectativas de inflación a medio y largo plazo siguieron estando firmemente ancladas en niveles compatibles con el objetivo del Consejo de Gobierno de mantener la inflación en tasas inferiores, aunque próximas al 2% a medio plazo.

Tras el crecimiento relativamente reducido de M3 en 2010, que ascendió al 1,7%, el ritmo de expansión monetaria en la zona del euro aumentó paulatinamente en los tres primeros trimestres de 2011, alcanzando el 2,9% en términos interanuales en septiembre de 2011. No obstante, las tensiones en los mercados financieros y las presiones sobre las entidades de crédito para ajustar sus balances, especialmente en relación con los requerimientos de capital, frenaron la dinámica monetaria en el otoño, provocando una desaceleración de M3 hasta una tasa de crecimiento interanual del 1,5% en diciembre.

En 2011, el patrón de crecimiento intermensual de M3 se vio afectado considerablemente por las operaciones interbancarias realizadas a través de entidades de contrapartida central, que forman parte del sector tenedor de dinero. En general, el ritmo subyacente de expansión monetaria fue moderado durante todo el año.

AUMENTO DE LAS PRESIONES INFLACIONISTAS EN LA PRIMERA PARTE DE 2011

Si se analizan con más detenimiento las decisiones de política monetaria adoptadas en 2011, se observa que la economía de la zona del euro inició el año con un ritmo de crecimiento subyacente positivo y con unos riesgos prácticamente equilibrados, en un entorno de elevada incertidumbre. Se esperaba que la expansión de la economía mundial respaldara las exportaciones de la zona del euro. Se observaba también que la contribución de la demanda del sector privado al crecimiento era cada vez mayor, a tenor de los favorables niveles de confianza empresarial, del tono acomodaticio de la política monetaria y de las medidas adoptadas para mejorar el funcionamiento del sistema financiero. Estas expectativas también se vieron reflejadas en las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE de marzo de 2011, que indicaban que el crecimiento interanual del PIB real se situaría en un intervalo comprendido entre el 1,3% y el 2,1% en 2011 y entre el 0,8% y el 2,8% en 2012.

Al mismo tiempo, había evidencia de presiones al alza sobre la inflación general, debidas sobre todo a los precios de las materias primas, que también podían observarse en las primeras etapas del proceso de producción. Dado el positivo dinamismo del crecimiento subyacente, estas presiones podrían haber provocado efectos de segunda vuelta y presiones inflacionistas de mayor alcance. Las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE de marzo de 2011 preveían que la inflación interanual medida por el IAPC se situaría en un intervalo comprendido entre el 2% y el 2,6% en 2011 y entre el 1% y el 2,4% en 2012, lo que suponía un desplazamiento al alza con respecto a las proyecciones macroeconómicas elaboradas

por los expertos del Eurosistema de diciembre de 2010, principalmente debido al aumento de los precios de la energía y de los alimentos.

Por consiguiente, el Consejo de Gobierno indicó en marzo que los riesgos para las perspectivas de la estabilidad de precios a medio plazo eran alcistas, tras haber considerado que los riesgos estaban básicamente equilibrados, pero que era probable que se desplazaran al alza en los dos primeros meses de 2011. En este contexto, el Consejo de Gobierno subrayó que estaba preparado para actuar con firmeza y sin demora para evitar que se materializaran los riesgos al alza para la estabilidad de precios a medio plazo. Estos riesgos estaban relacionados, en particular, con subidas de los precios de las materias primas mayores de lo previsto, pero también con un aumento mayor de lo esperado de los impuestos indirectos y de los precios administrados, como resultado de la necesidad de llevar a cabo una consolidación fiscal en los próximos años, así como con presiones internas sobre los precios de la zona del euro mayores de lo esperado, en el contexto de la recuperación en curso de la actividad.

Al confrontar los resultados del análisis económico con las señales procedentes del análisis monetario se apreciaba que el ritmo subyacente de la expansión monetaria seguía siendo moderado. Al mismo tiempo, el bajo nivel del crecimiento monetario y crediticio solo había dado lugar hasta entonces a una corrección parcial de los considerables volúmenes de liquidez monetaria acumulados en la economía antes del período de tensiones financieras. Este hecho podía facilitar la acomodación de las presiones inflacionistas que comenzaban a observarse en aquel momento en los mercados de materias primas, como resultado del fuerte crecimiento económico mundial y de la abundante liquidez relacionada con las políticas monetarias expansivas a escala mundial.

A la luz de los riesgos al alza para la estabilidad de precios identificados en el análisis económico, y con el fin de asegurar el anclaje firme de las expectativas de inflación en niveles

compatibles con la estabilidad de precios, el Consejo de Gobierno, en su reunión de 7 de abril de 2011, decidió elevar 25 puntos básicos los tipos de interés oficiales del BCE, tras haberlos mantenido invariables en niveles históricamente reducidos durante casi dos años. Se consideró de especial importancia evitar que el aumento de la inflación medida por el IAPC provocara efectos de segunda vuelta y, por lo tanto, generara presiones inflacionistas generalizadas en el medio plazo. Habida cuenta de los bajos tipos de interés a todos los plazos de vencimiento, la orientación de la política monetaria siguió siendo acomodaticia, prestando con ello un apoyo continuado y considerable a la actividad económica y a la creación de empleo.

Si nos adentramos en el segundo trimestre, se preveía un cierto debilitamiento de la actividad económica, tras el fuerte aumento del PIB real en el primer trimestre, aunque se consideraba que aún se mantenía el dinamismo subyacente de la actividad económica de la zona del euro. La fortaleza observada en el primer trimestre de 2011 dio lugar a una revisión al alza de las proyecciones de crecimiento del PIB real para 2011 en las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema de junio de 2011, hasta situarlas en un intervalo comprendido entre el 1,5% y el 2,3%, pero se mantuvo apenas sin cambios el intervalo para 2012. Las presiones alcistas de los precios de las materias primas sobre la inflación se mantuvieron, también en las etapas iniciales del proceso de producción, lo que se reflejó en una revisión al alza del intervalo relativo a la inflación interanual, medida por el IAPC, en las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema de junio de 2011, que se situó entre el 2,5% y el 2,7% para 2011, mientras que el intervalo para 2012 se estrechó con respecto a las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema de marzo de 2011, hasta situarse entre el 1,1% y el 2,3%. A pesar de cierta volatilidad a corto plazo, el agregado M3 siguió creciendo durante el segundo trimestre, y la tasa de crecimiento interanual de los préstamos al sector privado también aumentó

ligeramente durante este período, lo que sugiere que el ritmo de expansión monetaria se estaba recuperando de manera gradual. Al mismo tiempo, la liquidez monetaria siguió siendo holgada, lo que permitía acomodar las presiones inflacionistas de la zona del euro.

A tenor de estos acontecimientos, el Consejo de Gobierno decidió elevar 25 puntos básicos los tipos de interés oficiales del BCE en su reunión del 7 de julio de 2011. Además, el Consejo de Gobierno valoró que la política monetaria continuaba siendo acomodaticia, dados los reducidos tipos de interés en todos los plazos de vencimiento.

INTENSIFICACIÓN DE LA CRISIS DE LA DEUDA SOBERANA A PARTIR DE AGOSTO DE 2011

Las condiciones macroeconómicas de la zona del euro se deterioraron a partir del verano de 2011, observándose en los mercados de deuda pública de la zona del euro un aumento de las tensiones por la preocupación de los participantes en los mercados acerca de varios factores, entre los que se incluían las perspectivas de crecimiento a escala mundial, la sostenibilidad de las finanzas públicas en algunos países de la zona y lo que de forma general se consideraba una respuesta inadecuada de los Gobiernos a la crisis de la deuda soberana. Los diferenciales de deuda en algunos mercados de deuda soberana de la zona aumentaron hasta niveles que no se habían observado desde 1999. También se vieron afectados otros mercados, sobre todo el mercado monetario.

Este deterioro tuvo un claro efecto negativo sobre las condiciones de financiación y el clima económico, lo que –sumado a la moderación del ritmo de crecimiento a escala mundial y al proceso de ajuste de los balances de los sectores financiero y no financiero– atenuó la dinámica de crecimiento en la zona del euro en el cuarto trimestre de 2011 y en los meses posteriores. Como consecuencia, las expectativas de crecimiento del PIB real para 2012 se revisaron paulatinamente a la baja durante el otoño de 2011. Mientras que las proyecciones macroeconómicas elaboradas por

los expertos del BCE de septiembre de 2011 preveían que el crecimiento del PIB real se situaría en un intervalo comprendido entre el 0,4% y el 2,2% en 2012, las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema en diciembre de 2011 situaron el crecimiento en un intervalo mucho más bajo, comprendido entre -0,4% y el 1%. A juicio del Consejo de Gobierno, en un entorno de elevada incertidumbre, existían considerables riesgos a la baja para las perspectivas económicas de la zona del euro.

Si bien la inflación se mantenía en niveles elevados en el segundo semestre de 2011, se esperaba que cayera por debajo del 2% en 2012, ya que las presiones sobre costes, salarios y precios en la zona del euro deberían moderarse en un entorno de crecimiento más débil a escala mundial y de la propia zona. Las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema de diciembre de 2011 preveían que la inflación interanual medida por el IAPC se situaría en un intervalo comprendido entre el 1,5% y el 2,5% en 2012 y entre el 0,8% y el 2,2% en 2013. El intervalo previsto para 2012 era ligeramente más elevado que el de las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE de septiembre de 2011, que indicaban que la inflación se situaría en un intervalo comprendido entre el 1,2% y el 2,2% en 2012. Este desplazamiento al alza es atribuible al encarecimiento de los precios del petróleo en euros y a una mayor contribución de los impuestos indirectos, que compensaron con creces el efecto moderador derivado de una menor actividad. Se consideró que los riesgos para las perspectivas de inflación estaban en general equilibrados.

El aumento de la incertidumbre en los mercados financieros también afectó a la evolución monetaria, observándose un crecimiento más débil de M3 hacia finales de 2011. Este hecho se vio acompañado de señales de una evolución del crédito menos favorable, en particular en lo que respecta al crédito al sector privado no financiero. Dado que los efectos por el lado de la oferta de crédito pueden manifestarse con un

cierto desfase, se justificaba realizar un estrecho seguimiento de la evolución del crédito. En general, el ritmo subyacente de la expansión monetaria y crediticia siguió siendo moderado.

El Consejo de Gobierno decidió reducir 25 puntos básicos los tipos de interés oficiales del BCE en sus reuniones de 3 de noviembre y 8 de diciembre de 2011, ya que se consideraba esencial para asegurar el firme anclaje de las expectativas de inflación de la zona del euro en consonancia con el objetivo del Consejo de Gobierno de mantener la inflación en tasas inferiores, aunque próximas al 2% a medio plazo.

2 EVOLUCIÓN MONETARIA, FINANCIERA Y ECONÓMICA

2.1 ENTORNO MACROECONÓMICO MUNDIAL

EL RITMO DE CRECIMIENTO MUNDIAL RALENTIZÓ EN 2011

A comienzos de 2011, los indicadores de opinión señalaban que el afianzamiento del ritmo de crecimiento económico mundial observado en el último trimestre de 2010 iba a continuar en el primer trimestre de 2011, situándose el índice PMI global de producción de manufacturas y servicios en febrero en un máximo desde el inicio de la crisis financiera de 59,4. No obstante, una serie de acontecimientos adversos e imprevistos hicieron que la economía mundial perdiera cierto dinamismo durante el primer semestre de 2011. El gran terremoto del Este de Japón no solo tuvo un impacto directo sobre la actividad económica en este país, sino que también se propagó al resto del mundo a través de las distorsiones que se produjeron en las cadenas de producción mundiales. Además, el incremento de los precios de las materias primas tuvo un efecto moderador sobre las rentas reales en las principales economías avanzadas. La divergencia en los patrones de crecimiento continuó no solo entre las economías avanzadas y las emergentes, sino también entre las propias economías avanzadas. En las economías emergentes, el crecimiento siguió siendo relativamente robusto, aunque se moderó en cierta medida en los últimos meses del año, lo que contribuyó a aliviar las presiones de recalentamiento. En las economías avanzadas, el proceso de saneamiento de los balances tanto del sector público como del sector privado, así como la persistente debilidad de los mercados de trabajo y de la vivienda, continuaron limitando el crecimiento (véase gráfico 2). Pese a las diferencias observadas en la evolución de los mercados de trabajo de las distintas economías avanzadas, el desempleo en los países de la OCDE se mantuvo en niveles obstinadamente elevados.

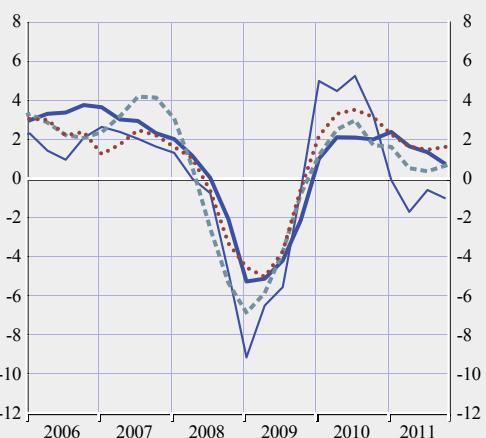
Durante el segundo semestre de 2011, la confianza de las empresas y los consumidores siguió deteriorándose en un entorno de mayor incertidumbre y de crecientes tensiones en los mercados financieros, ante la escalada de la crisis de la deuda soberana en la zona del euro

y los dilatados debates sobre el techo de la deuda estadounidense. Estos acontecimientos contrarrestaron, en cierta medida, el positivo impulso derivado de la corrección de las distorsiones en las cadenas de producción

Gráfico 2 Indicadores económicos de las principales economías avanzadas

— Zona del euro - - - Reino Unido
..... Estados Unidos — Japón

Crecimiento del producto¹⁾
(tasas de variación interanual; datos trimestrales)



Tasas de inflación²⁾
(precios de consumo; tasas de variación interanual; datos mensuales)



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

1) Para la zona del euro y el Reino Unido se utilizan datos de Eurostat; para Estados Unidos y Japón, datos nacionales. Las cifras del PIB están desestacionalizadas.

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

posteriores al terremoto que sufrió Japón en marzo. En general, el ritmo de crecimiento subyacente de la economía mundial experimentó un debilitamiento. No obstante, a finales de año, tanto los datos publicados como los indicadores de opinión mostraban señales incipientes de estabilización de la actividad en la economía mundial.

En consonancia con la evolución de la actividad económica mundial, el repunte del comercio mundial de mercancías en términos reales observado en el último trimestre de 2010 continuó en el primer trimestre de 2011. Las distorsiones en las cadenas de producción mundiales originadas por los desastres naturales que sufrió Japón dieron lugar a una contracción del comercio mundial en el segundo trimestre por primera vez desde mediados de 2009. Si bien la desaceleración afectó a todas las regiones, la caída más pronunciada de las exportaciones se produjo en Japón y en las nuevas economías industrializadas de Asia. Aunque la corrección de las distorsiones en las cadenas de producción favoreció el comercio mundial en el tercer trimestre de 2011, la dinámica del comercio internacional, acorde con la evolución de la actividad mundial, continuó siendo débil en el segundo semestre del año. Las inundaciones en Tailandia también tuvieron un impacto negativo sobre el comercio. Sin embargo, a finales de año, el índice PMI global de nuevos pedidos exteriores sugería cierta estabilización del comercio mundial.

Por lo que respecta a la evolución de los precios, en las economías avanzadas la tasa de inflación interanual aumentó gradualmente a lo largo de 2011 antes de experimentar un ligero descenso en el último trimestre del año. En general, las presiones inflacionistas subyacentes se mantuvieron relativamente contenidas. En los países de la OCDE, la tasa media de inflación interanual, medida por los precios de consumo, se situó en el 2,9% en 2011, frente al 1,9% de 2010. Excluidos la energía y los alimentos, la tasa media inflación, medida por los precios de consumo, fue del 1,7%, frente al 1,3% observado en 2010. En las economías emergentes, las tasas

de inflación interanual registraron ligeras caídas en el cuarto trimestre de 2011, lo que llevó a algunos bancos centrales a frenar sus ciclos de endurecimiento de la política monetaria. No obstante, persistieron las presiones inflacionistas subyacentes.

ESTADOS UNIDOS

La economía estadounidense continuó recuperándose en 2011, aunque a un ritmo más lento que en 2010. El PIB real creció un 1,7%, frente al 3% registrado un año antes. El crecimiento en el primer semestre de 2011 fue lento, ya que se vio afectado por el menor nivel de gasto público, tanto a nivel federal como de los Estados, y por los adversos factores transitorios externos mencionados anteriormente. En el segundo semestre del año, la economía cobró impulso al aumentar el consumo privado, a pesar del bajo nivel de confianza de los consumidores y del débil crecimiento de la renta disponible. La inversión no residencial siguió contribuyendo significativamente al crecimiento, respaldada por los sólidos beneficios empresariales y por un entorno de tipos de interés muy bajos. Además, la inversión residencial parece haber comenzado a recuperarse y ha contribuido positivamente al crecimiento del PIB desde el segundo trimestre de 2011. En términos netos, el comercio realizó una pequeña contribución positiva al crecimiento. El déficit por cuenta corriente acumulado en los tres primeros trimestres de 2011 se situó en torno al 3,2% del PIB (casi sin variación con respecto a 2010). Por lo que se refiere al mercado de trabajo, el ritmo de crecimiento del empleo fue insuficiente para recuperar las pérdidas registradas en 2008 y 2009 y reducir de forma notable la tasa de paro, que se situó en promedio en el 8,9% en 2011, frente al 9,6% registrado en 2010.

A pesar de la atonía de los mercados de productos y de trabajo, la inflación general fue elevada en 2011, debido, sobre todo, al aumento del coste de los alimentos y la energía. En 2011, la inflación interanual medida por el IPC se situó en el 3,1%, frente al 1,6% registrado un año antes. Excluidos la energía y los alimentos, la inflación medida por el IPC fue, en promedio, de 1,7%,

frente al 1% del año anterior, revirtiéndose así la tendencia descendente que se inició con la desaceleración económica en 2008.

El Comité de Operaciones de Mercado Abierto de la Reserva Federal mantuvo sin variación, en una banda del 0% al 0,25%, el objetivo fijado para el tipo de interés de los fondos federales a lo largo de 2011, haciendo referencia a las bajas tasas de utilización de los recursos y a las perspectivas de moderada inflación en el medio plazo. En cuanto a las perspectivas del tipo de interés de los fondos federales, el Comité fue más explícito en su comunicado de agosto de 2011, afirmando que, las condiciones económicas esperadas probablemente justificarían mantener el tipo de interés en niveles excepcionalmente bajos «como mínimo hasta mediados de 2013», cuando anteriormente hacía referencia a «un período prolongado». En junio de 2011, el Comité concluyó un programa de adquisiciones de valores del Tesoro a más largo plazo, por importe de 600 mm de dólares, que había iniciado en noviembre de 2010. En vista del lento crecimiento económico y de la persistente debilidad del mercado de trabajo, el Comité decidió ampliar en septiembre de 2011 el vencimiento medio de sus tenencias de valores con el doble objetivo de reducir la presión sobre los tipos de interés a más largo plazo y de propiciar unas condiciones de financiación generales más acomodaticias.

Por lo que se refiere a la política fiscal, el déficit del presupuesto federal se redujo ligeramente, hasta el 8,7% del PIB en 2011, con respecto al 9% registrado en el año anterior. Esto dio lugar a un nuevo aumento de la deuda federal en manos del público, hasta el 68% del PIB a finales de 2011 (frente al 63% a finales de 2010). A mediados de 2011, tras el aumento de las tensiones derivadas del desacuerdo político y del riesgo de un impago por parte del Gobierno, se llegó a un acuerdo de los dos partidos para elevar el límite de la deuda estadounidense, siempre que se aprobara un programa de reducción del déficit por un importe aproximado de unos 2,1 billones de dólares en un plazo de diez años. No obstante,

se produjeron grandes desacuerdos entre ambos partidos respecto a las medidas necesarias para lograr esa reducción, lo que aumentó la incertidumbre en torno a las perspectivas mundiales.

JAPÓN

El patrón de crecimiento de la economía japonesa se vio muy afectado por el terremoto que sufrió el país en marzo y por el subsiguiente desastre nuclear. En las fechas inmediatamente posteriores, la producción y las exportaciones experimentaron un acusado descenso y la demanda interna privada se debilitó considerablemente, lo que dio lugar a una pronunciada caída del PIB real en el primer semestre de 2011. Las restricciones de oferta provocadas por el terremoto se corrigieron más rápidamente de lo previsto inicialmente, lo que se tradujo en un repunte de la actividad económica en el tercer trimestre. Sin embargo, en el último trimestre del año el PIB real se contrajo de nuevo, como consecuencia de un debilitamiento de la demanda mundial y de las distorsiones que las inundaciones de Tailandia crearon en el comercio asiático. La debilidad de las exportaciones, atribuible en parte a la apreciación del yen, sumada al aumento de las importaciones de materias primas tras el terremoto, dio lugar a que, por primera vez desde 1980, la balanza comercial registrase un saldo deficitario en cifras anuales. La economía siguió inmersa en un entorno deflacionista. La inflación medida por el IPC se mantuvo en terreno negativo durante la mayor parte de 2011.

Tras los desastres acaecidos, el Banco de Japón proporcionó inmediatamente liquidez a corto plazo para hacer frente a esta emergencia, amplió su programa de adquisición de activos e introdujo un programa de apoyo al crédito para las instituciones financieras de las zonas afectadas. A lo largo de 2011, el Banco de Japón siguió aplicando una política monetaria acomodaticia, a fin de estimular la economía y hacer frente a la deflación, manteniendo su objetivo relativo a los tipos oficiales entre el 0% y el 0,1%. Además, las autoridades japonesas realizaron intervenciones

esporádicas en los mercados de divisas para impedir una rápida apreciación del yen. Por lo que respecta a la política fiscal, el Gobierno aprobó cuatro presupuestos complementarios por un total de 20,7 billones de yenes (alrededor del 4,4% del PIB) destinados, en gran medida, a respaldar los esfuerzos inmediatos de ayuda y reconstrucción.

ECONOMÍAS EMERGENTES DE ASIA

En las economías emergentes de Asia, el crecimiento económico experimentó una desaceleración en 2011, tras la expansión excepcionalmente sólida registrada el año anterior. El crecimiento de las exportaciones se redujo significativamente en el segundo semestre del año, en un contexto de moderación del crecimiento mundial. Además, la inquietud respecto a la evolución de las perspectivas mundiales impulsó la volatilidad en los mercados financieros y provocó considerables salidas de capital de la región hacia finales de año. No obstante, la demanda interna, aunque se moderó como consecuencia de la gradual retirada de las políticas de estímulo, continuó siendo robusta. El crecimiento interanual del PIB fue del 7,3%, cifra próxima a la media de largo plazo.

En 2011, las presiones inflacionistas siguieron siendo intensas en la región. Las tasas de inflación aumentaron en los dos primeros trimestres, inicialmente como consecuencia de una subida de los precios de los alimentos y de otras materias primas, aunque esta subida se generalizó posteriormente. Sin embargo, en el tercer trimestre la inflación alcanzó su máximo, al moderarse a partir de entonces tanto la inflación importada como las presiones de la demanda interna. En vista de la moderación de la inflación, y de unas perspectivas de crecimiento menos favorables, en el cuarto trimestre los bancos centrales pusieron fin al ciclo de endurecimiento de la política monetaria que habían iniciado en el segundo semestre de 2010. Sin embargo, aunque las presiones de recalentamiento se atenuaron de forma significativa, a finales de año no habían desaparecido por completo.

Por lo que respecta a la economía china, el crecimiento del PIB real se redujo desde el 10,3% observado en 2010 hasta el 9,2% en 2011. El principal factor determinante del crecimiento fue la demanda interna, mientras que la contribución de la demanda exterior neta se tornó negativa. La demanda interna se vio estimulada por la situación de holgada liquidez acumulada en los años anteriores. La construcción se sostuvo gracias al programa de viviendas sociales introducido por el Gobierno, cuyo objetivo era proporcionar 36 millones de viviendas nuevas antes del final de 2015. La inflación siguió siendo elevada durante todo el año como consecuencia, principalmente, de los altos precios de las materias primas y de las adversas perturbaciones de oferta que afectaron a los alimentos, pero se moderó hasta el 3,1% hacia finales de año. Debido al deterioro de las perspectivas de crecimiento, en diciembre de 2011 las autoridades rebajaron en medio punto porcentual el coeficiente de reservas exigido a las entidades de crédito y adoptaron medidas fiscales y monetarias para apoyar a las pequeñas y medianas empresas. El crecimiento de las exportaciones se redujo significativamente en el segundo semestre del año, lastrado, principalmente, por el debilitamiento del crecimiento mundial. El crecimiento de las importaciones aguantó relativamente bien, respaldado por la solidez de la demanda interna. Como resultado, el superávit de la balanza comercial se redujo hasta 155 mm de dólares estadounidenses en 2011, desde los 181 mm de dólares estadounidenses registrados en el año anterior. El renminbi se apreció un 5,5% en términos efectivos nominales en 2011. A finales de año, las reservas internacionales de China ascendían a 3,2 billones de dólares estadounidenses.

AMÉRICA LATINA

En América Latina, la actividad económica continuó creciendo en el primer semestre de 2011 a un ritmo vigoroso, aunque más lento que en 2010. Para el conjunto de la región, el crecimiento fue del 4,9%, en tasa interanual, en los seis primeros meses de 2011, frente al 6,3% de 2010. El principal factor determinante del menor crecimiento del PIB real fue la

expansión más lenta de la demanda interna, como consecuencia del endurecimiento de la política monetaria en la mayoría de los países de la región. Esta evolución se compensó, en parte, con una contribución menos negativa de la demanda externa. El consumo privado siguió siendo el principal motor del crecimiento, dado que las condiciones del mercado de trabajo continuaron siendo favorables y que se relajaron los criterios de concesión de créditos. La inversión fue, sin embargo, el componente más dinámico de la demanda interna. Considerando la evolución específica por países, se observa que los países exportadores de materias primas, en particular, siguieron siendo los más dinámicos. El sólido crecimiento económico de la región, sumado al aumento de los precios de los alimentos, dio lugar a una intensificación generalizada de las presiones inflacionistas. La inflación general se situó en el 6,7% en el primer semestre de 2011 (0,3 puntos porcentuales más que en 2010), lo que obligó a varios bancos centrales a elevar sus tipos de interés oficiales durante este período.

En el segundo semestre de 2011, el entorno exterior experimentó un rápido deterioro al recrudecerse las tensiones en los mercados financieros, y las perspectivas de recuperación económica a nivel mundial se revisaron significativamente a la baja. En este contexto, se produjo una notable reversión de los flujos de capital fuera de la región, que se tradujo en fuertes depreciaciones de los tipos de cambio y en un deterioro de los indicadores financieros, como las cotizaciones bursátiles y los diferenciales de la deuda soberana. Esta evolución también dio lugar a un nuevo debilitamiento de la actividad económica en la mayoría de los países de la región, mientras que las presiones inflacionistas se mantuvieron elevadas. Como resultado de la mayor incertidumbre, en la mayoría de los países de la región se interrumpieron las políticas monetarias restrictivas que venían aplicándose. En Brasil, el banco central redujo su tipo de interés oficial en 150 puntos básicos en el segundo semestre de 2011, tras haberlo incrementado en un total de 175 puntos básicos en el primer semestre del año.

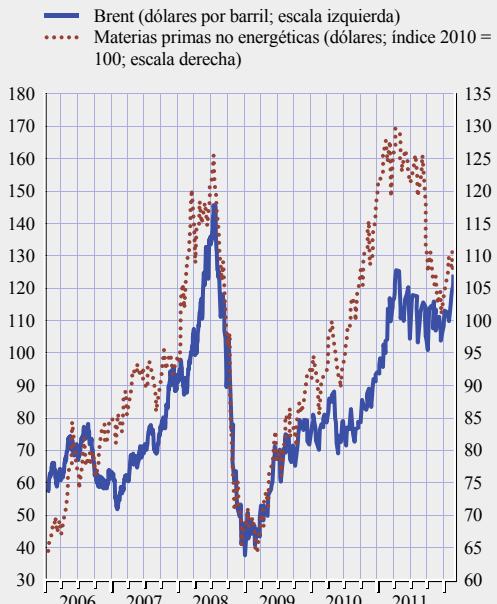
EVOLUCIÓN DISPAR DE LOS PRECIOS DE LAS MATERIAS PRIMAS EN 2011

El precio del Brent se situó, en promedio, en 111 dólares estadounidenses el barril en 2011, es decir, un 38% por encima de la media de 2010, registrando así el mayor incremento de la media anual desde 2005. Tras aumentar de forma acusada hasta un máximo de 126 dólares estadounidenses el barril el 2 de mayo de 2011, los precios del crudo se redujeron hasta situarse en 108 dólares el barril a finales de diciembre de 2011, frente al nivel de 93 dólares el barril observado a comienzos de enero de ese año.

La fuerte tendencia alcista de los precios del petróleo iniciada en septiembre de 2010 continuó hasta comienzos de mayo de 2011, siguiendo una trayectoria muy similar a la observada entre 2007 y mediados de 2008. La subida de los precios se vio favorecida por un repunte de la demanda mundial de petróleo y por las graves distorsiones en la oferta de crudo de Libia registradas en el contexto de las turbulencias políticas que afectaron a esa región. Además, las interrupciones en el suministro de crudo de los países no pertenecientes a la OPEP, que fueron mayores de lo previsto, intensificaron aún más las tensiones en el balance entre la oferta y la demanda, que persistieron durante la mayor parte del año. Ese fue el motivo principal por el que los precios del petróleo mostraron capacidad de resistencia en el segundo semestre del 2011, a pesar de la desaceleración observada en el crecimiento mundial. Hacia finales de año, la creciente inquietud respecto a una posible y grave perturbación en la oferta de petróleo iraní sostuvo los precios del crudo.

Por el contrario, los precios de las materias primas no energéticas, en particular los de los metales no ferrosos, registraron una notable caída a lo largo de 2011 (véase gráfico 3) debido, principalmente, a la incertidumbre sobre las perspectivas de la economía mundial y a las condiciones relativamente acomodaticias por el lado de la oferta. En cifras agregadas, los precios de las materias primas no energéticas (denominados en dólares estadounidenses) se

Gráfico 3 Principales indicadores de los mercados de materias primas



Fuentes: Bloomberg y Hamburg Institute of International Economics.

situaban hacia finales de diciembre de 2011 aproximadamente un 15% por debajo del nivel observado a comienzos del año.

EL TIPO DE CAMBIO EFECTIVO DEL EURO DESCENDIÓ DE FORMA MODERADA DURANTE EL AÑO EN UN ENTORNO DE FUERTE VOLATILIDAD

La evolución del tipo de cambio del euro en 2011 reflejó, en gran medida, los cambios en las percepciones de los mercados respecto a las perspectivas económicas de la zona del euro y a las perspectivas fiscales de los países que la integran en relación con las de otras grandes economías. Por consiguiente, la moderada depreciación del euro se caracterizó, al igual que en el año anterior, por unos niveles elevados de volatilidad implícita (véase gráfico 4). En el período transcurrido hasta abril de 2011, el euro se apreció en general, pero, a partir de entonces, inició una tendencia descendente que se intensificó a finales del verano. Esta tendencia se frenó en octubre, cuando la moneda única se apreció de forma acusada frente al dólar estadounidense y el yen japonés en un entorno de

Gráfico 4 Evolución de los tipos de cambio y volatilidades implícitas

(datos diarios)

Tipos de cambio

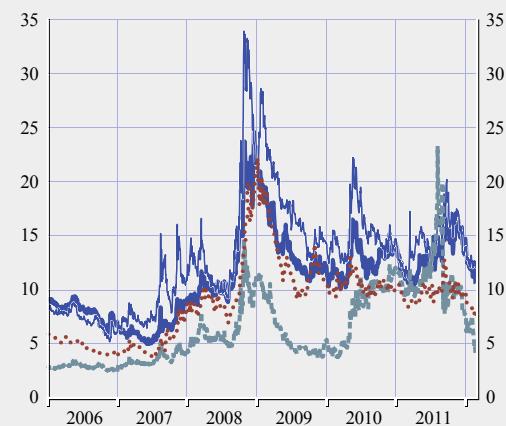
- USD/EUR (escala izquierda)
- GBP/EUR (escala izquierda)
- CHF/EUR (escala izquierda)
- JPY/EUR (escala derecha)



Fuentes: Bloomberg y BCE.
 Nota: La última observación corresponde al 2 de marzo de 2012.

Volatilidades implícitas del tipo de cambio (a tres meses)

- USD/EUR
- GBP/EUR
- CHF/EUR
- JPY/EUR



reducción transitoria de la volatilidad. El posterior debilitamiento del euro frente a estas monedas se compensó, en parte, con un fortalecimiento frente a otras monedas, en particular, las de las economías de Europa Central y Oriental. Como resultado, 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 depreció un 2,2% a lo largo del año (véase gráfico 5). A finales de 2011, el euro cotizaba, en términos efectivos nominales, un 4% por debajo de la media de 2010 y se situaba próximo a la media histórica desde 1999.

Tras apreciarse durante el período transcurrido hasta abril de 2011, el euro se depreció frente al dólar estadounidense en el segundo semestre del año. Esta evolución refleja el cambio en las percepciones de los mercados respecto a las perspectivas de las finanzas públicas en algunos países de la zona del euro y en Estados Unidos, así como las fluctuaciones de los diferenciales de rendimiento entre ambas economías. El 30 de diciembre de 2011, el euro cotizaba a 1,29 dólares estadounidenses, es decir, un 3,2% por debajo del nivel observado a comienzos de 2011 y un 2,4% por debajo de la media de 2010.

El euro también se depreció frente al yen japonés y frente a la libra esterlina a lo largo del año. El 30 de diciembre de 2011, la moneda única cotizaba a 100,20 yenes japoneses, un 7,8% por debajo del nivel observado principios de año y un 13,9% por debajo de la media de 2010, y a 0,86 libras esterlinas, un 3% por debajo del nivel de comienzos de año y un 2,7% por debajo de la media de 2010.

El tipo de cambio del euro frente al franco suizo fluctuó notablemente en 2011, registrando un mínimo histórico en agosto, si bien se apreció, a partir de entonces, hasta principios de septiembre, cuando el Banco Nacional de Suiza anunció unilateralmente un tipo de cambio mínimo de 1,20 francos suizos por euro. El 30 de diciembre de 2011, el euro cotizaba a 1,22 francos suizos, es decir, un 2,8% por debajo del nivel observado a comienzos de año y un 12% por debajo de la media de 2010.

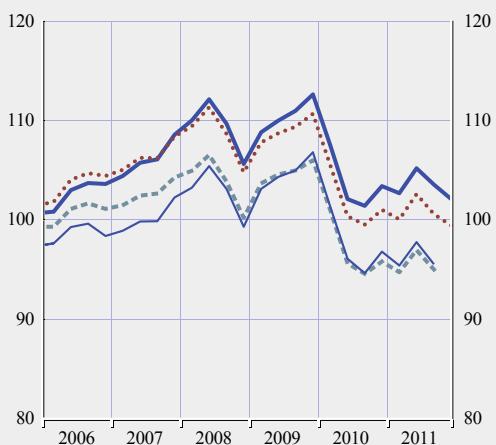
Con respecto a otras principales monedas, el euro se depreció en 2011 frente al dólar australiano (un 3,1%), el dólar canadiense (un 0,8%) y la corona noruega (un 0,6%), así como frente a las monedas de Asia vinculadas al dólar estadounidense, incluidos el renminbi chino (un 7,5%) y el dólar de Hong Kong (un 3,2%), pero se mantuvo estable frente al won coreano.

Los tipos de cambio efectivos reales del euro, basados en distintos indicadores de competitividad internacional en términos de precios y costes, se apreciaron en el primer semestre de 2011 y, posteriormente, se depreciaron hasta niveles muy próximos a los observados a finales de 2010 (véase gráfico 5). El tipo de cambio efectivo real, deflactado por el IPC, se debilitó en el promedio de 2011 con respecto al año anterior y, a finales de 2011, se situaba en un nivel cercano a la media histórica registrada desde 1999.

Gráfico 5 Tipos de cambio efectivos nominal y real del euro (TCE-20)¹⁾

(datos trimestrales; índice: I 1999 = 100)

- Nominal
- Real, deflactado por el IPC
- - - Real, deflactado por el PIB
- Real, deflactado por los CLUT



Fuente: BCE.

1) Un aumento de los índices de los TCE-20 supone una apreciación del euro. Las últimas observaciones corresponden al cuarto trimestre de 2011 para el tipo de cambio «nominal» y el tipo «real, deflactado por el IPC», y al tercer trimestre de 2011 para el tipo de cambio «real, deflactado por el PIB» y el tipo «real, deflactado por los CLUT». Las siglas CLUT corresponden a los costes laborales unitarios del total de la economía.

2.2 EVOLUCIÓN MONETARIA Y FINANCIERA

EL CRECIMIENTO MONETARIO CONTINUÓ SIENDO MODERADO

Tras recuperarse de la atonía observada a principios de 2010, el crecimiento del agregado monetario amplio se mantuvo en niveles moderados en 2011. La tasa de crecimiento interanual de M3, que se había situado en el 1,7% en diciembre de 2010, permaneció estable en torno al 2% en el primer semestre de 2011, en consonancia con el crecimiento contenido de la demanda agregada. La intensificación de las tensiones en los mercados financieros y de la incertidumbre económica que caracterizó la segunda mitad del año propició desplazamientos de cartera, con entradas y salidas de activos monetarios, que se tradujeron en un aumento considerable de la volatilidad a corto plazo de la tasa de crecimiento interanual de M3 (que alcanzó el 2,9% en septiembre de 2011, cayó hasta el 1,5% en diciembre, y se recuperó posteriormente, situándose en el 2,5% en enero de 2012). Las operaciones (principalmente interbancarias) realizadas a través de entidades de contrapartida central (ECC), que forman parte del sector tenedor de dinero, también contribuyeron a agudizar la volatilidad de los datos mensuales de los agregados monetarios y crediticios (véase gráfico 6).

La tasa de crecimiento interanual de los préstamos al sector privado (ajustados por el impacto de las ventas y titulizaciones) también se vio afectada por los citados factores. Por tanto, tras haber fluctuado por encima del 2,5% durante la mayor parte de 2011, descendió notablemente hacia finales del año (1,2% en diciembre, frente al 2,4% de diciembre de 2010). Los datos sobre préstamos correspondientes a enero de 2012 sugieren que los riesgos de un recorte considerable del crédito se redujeron. A este respecto, las medidas no convencionales adoptadas por el Consejo de Gobierno del BCE a principios de diciembre, en particular las OFPML a tres años, alivianaron las tensiones de financiación de las IFM (véase el recuadro 1, en el que se describen estas medidas). En conjunto, si se analiza más allá de la volatilidad a corto

Gráfico 6 M3 y préstamos al sector privado

(tasas de variación interanual; datos desestacionalizados y ajustados de efecto calendario)

— M3
···· M3 ajustado de operaciones interbancarias realizadas a través de ECC
---- Préstamos al sector privado¹⁾
— Préstamos al sector privado ajustados de operaciones interbancarias realizadas a través de ECC¹⁾



Fuente: BCE.

1) Ajustados de ventas y titulizaciones.

plazo, la evolución del dinero y del crédito indica que la tasa subyacente de expansión monetaria fue moderada en 2011.

LAS CONSIDERACIONES DE CARTERA FUERON EL PRINCIPAL FACTOR DETERMINANTE DE LA EVOLUCIÓN DE LOS COMPONENTES DE M3

Las consideraciones de cartera relativas a los tipos de interés de los distintos instrumentos contenidos en M3 determinaron la evolución de los principales componentes de este agregado en el primer semestre de 2011. El diferencial entre los tipos de interés a los que se remuneraban los depósitos a la vista y otros depósitos a corto plazo se amplió en dicho período, lo que indujo al sector tenedor de dinero a dirigir sus fondos hacia otros depósitos a corto plazo. Debido a la intensificación de las tensiones en los mercados financieros y al aumento de la incertidumbre económica, a finales del verano se produjeron desplazamientos de cartera considerables hacia instrumentos de M3, en detrimento de los activos de mayor riesgo. La preferencia mostrada por la liquidez, junto con el hecho de que el diferencial entre los tipos de interés a los que se remuneran

los depósitos a la vista y otros depósitos a corto plazo hubiera dejado de incrementarse en dicho momento (e incluso hubiera disminuido ligeramente), ayuda a explicar por qué la mayoría de estos flujos de entrada en M3 se dirigieron hacia los depósitos a la vista (véanse gráficos 7 y 8).

La tasa de crecimiento interanual de los instrumentos negociables, que aumentó hasta el -0,5% en diciembre de 2011, frente al -2,3% de diciembre de 2010, mostró un elevado grado de volatilidad a lo largo del año. Esta tasa de crecimiento menos negativa se debió al ligero incremento observado en las tenencias de valores distintos de acciones a corto plazo por parte de las IFM y al hecho de que una leve reducción en las salidas interanuales de participaciones en fondos del mercado monetario se vio totalmente compensada por las entradas interanuales de volumen similar registradas en cesiones temporales. El elevado nivel de volatilidad intermensual fue atribuible, en gran medida, a los flujos observados en las cesiones temporales. Al igual que en 2010, los flujos de entrada en este instrumento fueron reflejo, sobre todo, del mayor recurso a las operaciones

interbancarias con garantías realizadas a través de entidades de contrapartida central, que tienen la ventaja de reducir el riesgo de contraparte de las entidades de crédito. A efectos de los datos monetarios, estas operaciones constan de dos partes: i) un préstamo de la IFM prestamista a la entidad de contrapartida central, y ii) una cesión temporal entre la IFM prestataria y la entidad de contrapartida central.

Dada la volatilidad inherente a las operaciones interbancarias, el hecho de que las operaciones de préstamos interbancarios con garantías realizadas a través de entidades de contrapartida central se incrementaran durante la crisis financiera (especialmente desde la quiebra de Lehman Brothers) se tradujo en unos niveles de volatilidad más elevados en las series monetarias correspondientes (véanse también a continuación las secciones sobre las tenencias monetarias sectoriales y la evolución de los préstamos). Por tanto, los flujos negativos observados en las cesiones temporales a finales de 2011 en relación con las citadas operaciones —que reflejaron la intensificación de las tensiones asociadas a la deuda soberana en algunos países de la zona del euro y la reducción de los préstamos

Gráfico 7 Principales componentes de M3

(tasas de variación interanual; datos desestacionalizados y ajustados de efecto calendario)

- M1
- Otros depósitos a corto plazo (M2-M1)
- Instrumentos negociables (M3-M2)

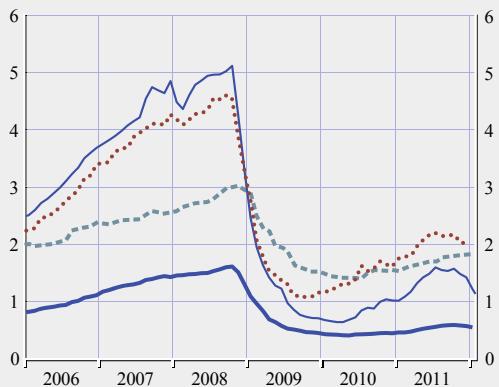


Fuente: BCE.

Gráfico 8 Tipos de interés aplicados por las IFM a los depósitos a corto plazo y tipo de interés del mercado monetario

(porcentaje)

- Depósitos a la vista
- Depósitos a plazo hasta dos años
- Depósitos disponibles con preaviso hasta tres meses
- Euribor a tres meses



Fuente: BCE.

interbancarios por la fuerte correlación existente entre el riesgo soberano y el riesgo bancario—fueron un factor fundamental determinante de la evolución monetaria durante dicho período.

LA VOLATILIDAD DE M3 REFLEJÓ EN GRAN MEDIDA LAS TENENCIAS DE DEPÓSITOS DE LOS OIF

La tasa de crecimiento interanual de los depósitos de M3, que incluyen los depósitos a corto plazo y las cesiones temporales, y que constituyen el agregado monetario más amplio para el que se dispone de información fiable por sectores, disminuyó hasta el 1,1% en diciembre de 2011, frente al 3,1% de diciembre de 2010. Sin embargo, la evolución de los depósitos de M3 estuvo impulsada, en gran medida, por la contribución de los intermediarios financieros no monetarios distintos de las empresas de seguros y fondos de pensiones (denominados «otras instituciones financieras» u «OIF»). La tasa de crecimiento interanual de los depósitos de M3 de los OIF, que había alcanzado el 10,4% en diciembre de 2010, fluctuó entre el 6% y el 12% durante la mayor parte del año, antes de descender y situarse en el 3,4% y el 0,9% en noviembre y diciembre de 2011, respectivamente. Posteriormente se recuperó y se situó en el 5,7% en enero de 2012. Este elevado nivel de volatilidad se debe, principalmente, a las operaciones interbancarias realizadas a través de entidades de contrapartida central (que forman parte del sector de OIF) y a que, a finales de 2011, los inversores institucionales redujeron sus tenencias de depósitos de M3 como consecuencia de la

intensificación de las tensiones en los mercados financieros y de la mayor preocupación en torno al riesgo bancario. En realidad, las tenencias de dinero de los OIF tienden a mostrar un alto grado de correlación con los precios de los activos (véase el recuadro 2, en el que se analiza el papel que desempeña la evolución monetaria y crediticia en los desequilibrios en los precios de los activos)¹.

En el primer semestre de 2011, la tasa de crecimiento interanual de los depósitos de M3 de los hogares prosiguió con la modesta recuperación observada a partir de mediados de 2010. Posteriormente, se stabilizó en niveles ligeramente superiores al 2%, antes de descender y situarse en el 1,4% en diciembre de 2011, como consecuencia de un importante flujo de salida mensual. Esta salida se revirtió en enero de 2012 tras la aplicación de las nuevas medidas de política monetaria no convencionales. Los depósitos de los hogares representan la mayor parte de los depósitos de M3 y son los que guardan una relación más estrecha con los precios de consumo. En contraposición a la evolución de los depósitos de M3 de los hogares, la tasa de crecimiento interanual de los depósitos de las sociedades no financieras descendió en 2011, especialmente en el segundo semestre del año, posiblemente debido a la preferencia por fuentes de financiación interna (más que externa).

¹ Véase también el artículo titulado «La interacción de los intermediarios financieros y su impacto en el análisis monetario», *Boletín Mensual*, BCE, enero de 2012.

Recuadro 2

EL DINERO Y EL CRÉDITO COMO INDICADORES DE ALERTA TEMPRANA DE DESAJUSTES EN EL PRECIO DE LOS ACTIVOS

Los mercados de activos desempeñan un papel cada vez más importante en muchas economías, y las autoridades son mucho más conscientes de que las correcciones y las variaciones significativas en el precio de los activos pueden generar inestabilidad financiera y, en última instancia, macroeconómica. Por tanto, a los bancos centrales les interesa reducir los riesgos para la estabilidad de precios que se derivan de estos cambios. Algunos estudios recientes sugieren que los indicadores monetarios y crediticios pueden ser particularmente útiles para predecir

ciclos alcistas y bajistas del precio de los activos, lo que proporciona un argumento adicional para que los bancos centrales vigilen atentamente estas variables¹.

Detección de ciclos alcistas y bajistas del precio de los activos

El diseño de un sistema de alerta temprana de desequilibrios en el precio de los activos puede dividirse en tres etapas. La primera etapa consiste en definir qué se entiende por desajustes en el precio de los activos (por ejemplo, en términos de desviaciones de las tendencias históricas o de sus consecuencias económicas). En la literatura se han utilizado muchos enfoques para definir dichos desajustes, desde métodos puramente estadísticos hasta métodos más basados en modelos². En la práctica, dada la incertidumbre existente en torno a la identificación correcta de dichos episodios en tiempo real, es necesario contrastar los resultados obtenidos de los distintos métodos. La segunda etapa implica seleccionar los indicadores adelantados adecuados y diseñar modelos que vinculen estos indicadores con el período de desajuste. La tercera y última etapa consiste en evaluar la capacidad predictiva de cada indicador a lo largo de un período muestral y/o en un panel de países. La utilidad de un indicador suele evaluarse comparando el número de falsas alarmas con el número de señales correctas que proporciona. En la literatura se han utilizado métodos diferentes (y complementarios) para predecir desajustes en el precio de los activos y dos de ellos han sido aplicados recientemente en los estudios realizados por el BCE. El primero es el método de «señalización», en el que se emite una señal alertando de un ciclo alcista o bajista en un período dado, siempre que el indicador seleccionado traspase un umbral. El segundo es el método de «elección discreta», que emplea técnicas de regresión probit/logit para evaluar la capacidad de un indicador para predecir un ciclo alcista o bajista estimando la probabilidad de que se produzca un episodio de este tipo en un período de tiempo dado. Cuando esta probabilidad supera un determinado umbral se emite una señal de alerta.

El papel del dinero y del crédito como indicadores de alerta temprana

Un aspecto crucial del funcionamiento de los indicadores de alerta temprana es la selección de variables que, de acuerdo con las regularidades históricas, muestren un comportamiento inusual antes de los ciclos alcistas y bajistas. Entre estas variables destaca la evolución del dinero y del crédito, ya que una serie de canales teóricos las relaciona con el precio de los activos y, en última instancia, con los precios de consumo. En primer lugar, el precio de los activos afecta a la demanda de dinero como parte de un problema más amplio de asignación de carteras, en el que el rendimiento de distintos activos influye en las tenencias de dinero. Además, la evolución del crédito podría estar influida por la dinámica del precio de los activos, incluida la generada mediante determinados mecanismos de autorrefuerzo. Por ejemplo, durante períodos alcistas del precio de los activos, la situación patrimonial de las sociedades financieras y no financieras mejora y el valor de los activos de garantía aumenta, lo que permite a las entidades de crédito conceder más crédito para financiar la inversión de las empresas. Las ratios de apalancamiento de estas entidades caen a medida que sube el precio de los activos, por lo que pueden emitir nuevos pasivos³. Los recursos adicionales de las sociedades financieras y no financieras pueden invertirse, parcialmente, en los activos que experimentan incrementos de precios, lo que generaría nuevas subidas. A este respecto,

1 Para más detalles, véase el artículo titulado «Burbujas del precio de los activos y política monetaria», *Boletín Mensual*, BCE, abril de 2005.

2 Véase el artículo titulado «Reconsideración de la relación entre las burbujas de precios de los activos y la política monetaria», *Boletín Mensual*, BCE, noviembre de 2010.

3 Véase T. Adrian y H. S. Shin, «Liquidity and leverage», *Staff Reports*, n.º 328, Federal Reserve Bank of New York, 2008.

el «acelerador financiero» también puede ser relevante. De hecho, las empresas y los hogares pueden ver limitado su endeudamiento debido a la asimetría de la información en los mercados de crédito, y cuanto más reducido sea su patrimonio, más severas serán dichas limitaciones, dado que disponen de menos activos para ofrecer como garantía en los préstamos⁴.

Al mismo tiempo, la causalidad podría actuar también en sentido inverso. Por ejemplo, un aumento de la demanda de activos como consecuencia de posiciones de inversión cada vez más apalancadas podría, en un mundo con fricciones financieras, incrementar el precio de los activos⁵. Además, unos elevados niveles de tenencias de dinero podrían indicar que se están invirtiendo grandes volúmenes de liquidez en instrumentos que, potencialmente, generan mayor rentabilidad, lo que podría alimentar una burbuja una vez que se ha puesto en marcha una tendencia y se ha iniciado un comportamiento gregario. La clave de esta dinámica podría estar en un efecto real de equilibrio de carteras por parte de los intermediarios financieros no monetarios distintos de las empresas de seguros y fondos de pensiones: el exceso de liquidez en sus balances les haría optar por reestructurar sus carteras, elevando la proporción de otros activos. Otra posible relación entre dinero y crédito, por una parte, y el precio de los activos, por otra, es el canal de «asunción de riesgos» de la transmisión monetaria. Aunque los bajos tipos de interés suelen asociarse a un fuerte crecimiento monetario, también se ha descubierto que provocan la relajación de los criterios de concesión de crédito, lo que, a su vez, podría permitir un mayor apalancamiento de la inversión, aumentando posiblemente con ello el precio de los activos.

De hecho, si se consideran las regularidades empíricas, parece que los ciclos alcistas y bajistas de los mercados de activos han estado estrechamente asociados, históricamente, a grandes fluctuaciones en los agregados monetarios y crediticios, especialmente en períodos de i) bajas del precio de los activos, o ii) alzas del precio de los activos que acaban en un período de inestabilidad financiera⁶. Un resultado sólido de algunos estudios recientes es que varias medidas de creación excesiva de crédito son buenos indicadores adelantados de la acumulación de desequilibrios financieros en la economía. También existe evidencia de que el dinero tiene buenas propiedades de indicador de los ciclos alcistas y bajistas del precio de los activos, ya que es un indicador sintético de los balances de las entidades de crédito⁷.

Predicción de los ciclos alcistas y bajistas del precio de los activos

En estudios recientes llevados a cabo por expertos del BCE se analiza la aparición de ciclos alcistas y bajistas en los mercados de activos. Un estudio realizado por Alessi y Detken⁸ se basa en el uso de un método de señalización para detectar ciclos alcistas del precio de los activos (con costes elevados), definiéndose estos como períodos alcistas que van seguidos de un período de

4 Véase B. Bernanke, M. Gertler y S. Gilchrist, «The financial accelerator in a quantitative business cycle framework», *NBER Working Paper Series*, n.º 6455, National Bureau of Economic Research, 1998.

5 Véase F. Allen y D. Gale, «Bubbles and crises», *Economic Journal*, vol. 110, 2000, pp. 236-255.

6 Véanse I. Fisher, *Booms and depressions*, Adelphi, New York, 1932; y C. Kindleberger, *Manias, panics and crashes: a history of financial crises*, John Wiley, New York, 1978. En los primeros trabajos de la Escuela Austríaca puede encontrarse información adicional sobre las consecuencias que el crecimiento excesivo del crédito puede tener sobre la creación de burbujas.

7 Véanse «Lessons for monetary policy from asset price fluctuations», capítulo 3, *Perspectivas de la Economía Mundial*, FMI, Washington DC, octubre de 2009; C. Detken y F. Smets, «Asset price booms and monetary policy», en H. Siebert (ed.), *Macroeconomic Policies in the World Economy*, Springer, Berlin, 2004; R. Adalid y C. Detken, «Liquidity shocks and asset price boom/bust cycles», *Working Paper Series*, n.º 732, BCE, 2007; C. Borio y P. Lowe, «Asset prices, financial and monetary stability: exploring the nexus», *BIS Working Papers*, n.º 114, BPI, Basilea, julio de 2002; y T. Helbling y M. Terrones, «When bubbles burst», capítulo 2, *Perspectivas de la Economía Mundial*, FMI, Washington DC, abril de 2003.

8 Véase L. Alessi y C. Detken, «Real time' early warning indicators for costly asset price boom/bust cycles: a role for global liquidity», *Working Paper Series*, n.º 1039, BCE, 2009.

tres años en el que el crecimiento del PIB real es menor que el crecimiento potencial en al menos 3 puntos porcentuales. Los resultados revelan que la brecha del crédito privado y la brecha de M1, ambas a nivel mundial, son los mejores indicadores de alerta temprana de dichos episodios.

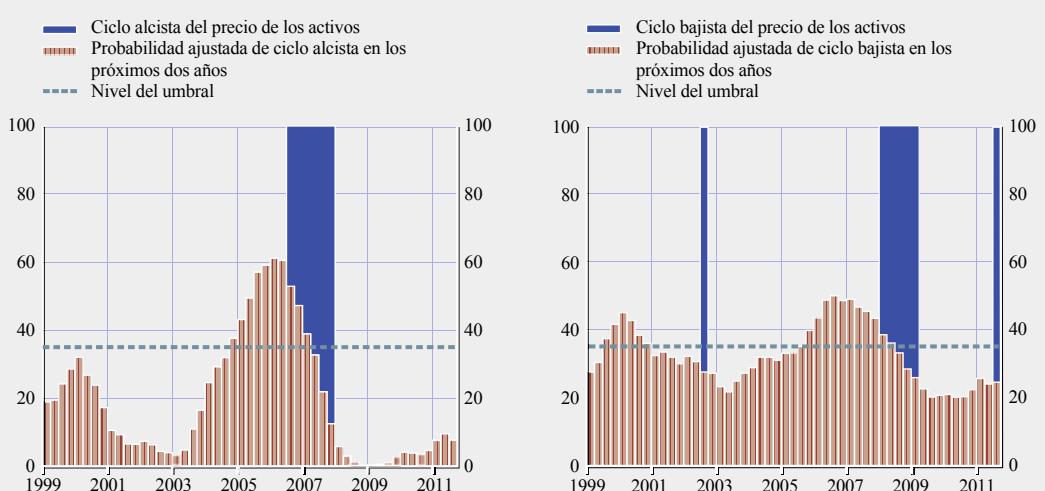
Otros dos estudios, realizados por Gerdesmeier, Reimers y Roffia, utilizan modelos probit, que estiman la probabilidad de que se produzca un ciclo alcista o bajista del precio de los activos en los dos años siguientes⁹. Un ciclo alcista (bajista) se produce cuando un indicador sintético del precio de los activos (calculado como media ponderada de los índices de los precios de las acciones y de la vivienda) aumenta (desciende) por encima (debajo) de un umbral específico. Se atribuye entonces un valor de uno a la variable binaria de ciclo alcista/bajista, si se produce un ciclo alcista/bajista en los ocho trimestres siguientes. Se contrastan las ecuaciones probit para un panel de 17 países de la OCDE. La especificación final de los ciclos alcistas incorpora tanto las brechas de crecimiento del crédito y de los precios de la vivienda, como la ratio inversión/PIB, así como los cambios en los mercados de valores y en el PIB real (en el caso de los ciclos bajistas, las dos últimas variables se sustituyen por las variaciones de los tipos de interés nominales a largo plazo).

Estos resultados pueden ser utilizados para evaluar la posible aparición de ciclos alcistas y bajistas en los mercados de activos de la zona del euro. En primer lugar, la evolución reciente de la brecha mundial de crédito, del crecimiento de las brechas internas de crecimiento del crédito y de los precios de la vivienda, y de la ratio inversión/PIB no parece proporcionar ningún indicio especial de que se aproxime un ciclo alcista o bajista en la zona del euro. En segundo lugar, los modelos probit de ciclos alcistas y bajistas se estiman utilizando los datos más recientes disponibles y se calcula la probabilidad ajustada (véase gráfico A). Los resultados indican que la probabilidad de que se produzca próximamente un ciclo bajista experimentó un aumento

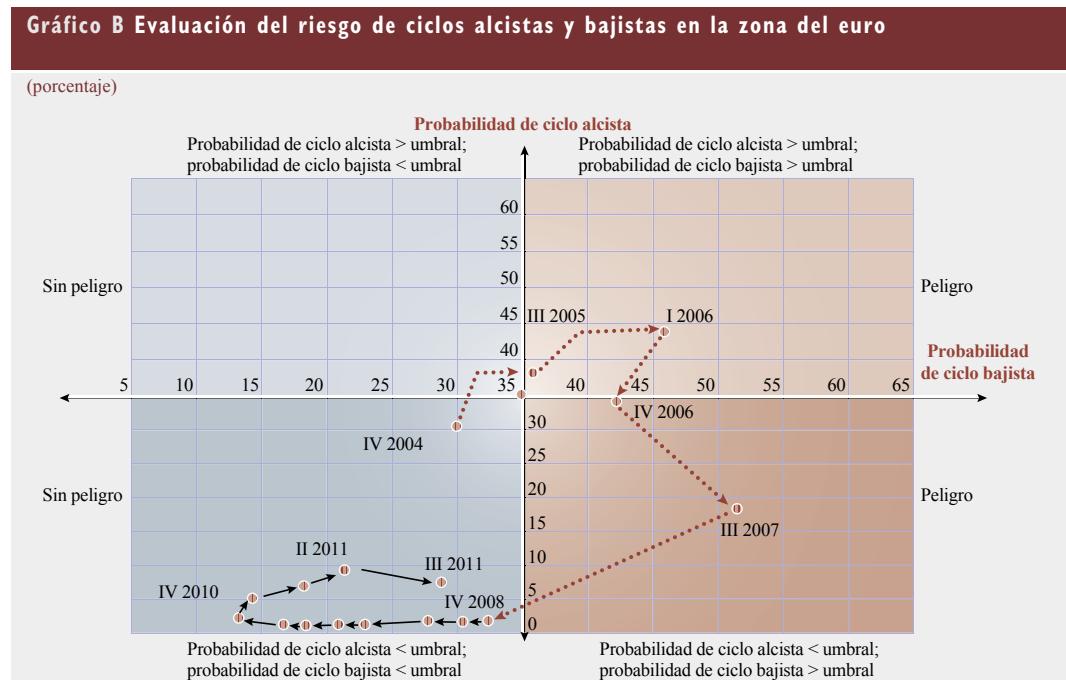
9 Véanse D. Gerdesmeier, H.-E. Reimers y B. Roffia, «Asset price misalignments and the role of money and credit», *International Finance*, vol. 13, 2010, pp. 377-407; y D. Gerdesmeier, H.-E. Reimers y B. Roffia, «Early warning indicators for asset price booms», *Review of Economics & Finance*, vol. 3, 2011, pp. 1-20.

Gráfico A Probabilidad de un ciclo alcista o bajista del precio de los activos en la zona del euro en los próximos dos años

(porcentaje)



Fuente: BCE (véanse los artículos citados en la nota 9 a pie de página).



Fuente: Estimaciones del BCE

Nota: El cálculo se realizó para cada trimestre en tiempo real en el período para el que se utilizan flechas negras, pero solo para algunos trimestres (en tiempo pseudo real) en el período para el que se utilizan flechas rojas discontinuas.

adicional y se situó en el 28% en el tercer trimestre de 2011, aunque se mantuvo por debajo del umbral del 35%. Al mismo tiempo, la probabilidad de que se produzca próximamente un ciclo alcista se mantiene bastante baja (en torno al 10%).

Esta información cuantitativa se representa también en el gráfico B. Los ejes verticales y horizontales indican las probabilidades de ciclos alcistas y bajistas, respectivamente, y el origen representa el umbral del 35%. Los cuatro cuadrantes representan las distintas combinaciones posibles en términos de las probabilidades de ciclos alcistas y bajistas. La evolución actual continúa situando a la zona del euro en el cuadrante inferior izquierdo, que se caracteriza por la probabilidad de que se produzca un ciclo alcista o bajista en los próximos dos años por debajo de los umbrales respectivos. Sin embargo, parece que la probabilidad de un ciclo bajista ha aumentando en los últimos trimestres, acercándose así a la situación que se muestra en el cuadrante inferior derecho.

Evaluación general

En conjunto, los estudios realizados recientemente en el BCE muestran que es posible identificar indicadores de alerta temprana bastante satisfactorios para los distintos países y grupos de países. También confirman implícitamente que el apalancamiento es uno de los principales indicadores para predecir los ciclos alcistas y bajistas, con costes elevados, del precio de los activos. Las señales obtenidas de los citados indicadores deberían considerarse solo como un elemento más del conjunto de información utilizado por las autoridades para evaluar los riesgos para la estabilidad macroeconómica y sus posibles consecuencias en relación con los riesgos para la estabilidad de precios.

LA TASA DE CRECIMIENTO INTERANUAL DEL CRÉDITO AL SECTOR PRIVADO DISMINUYÓ

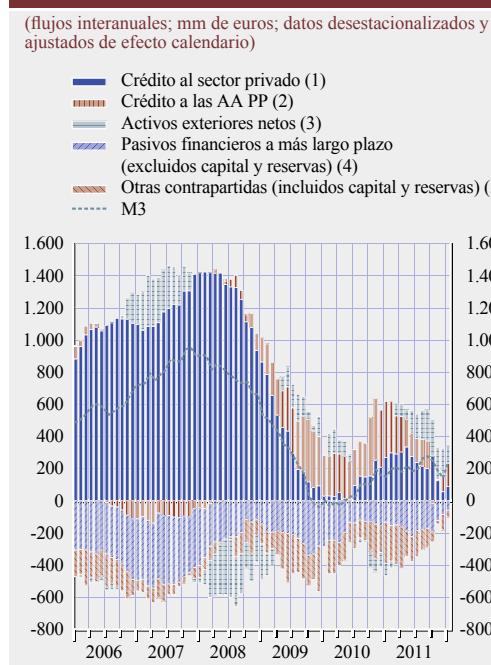
En cuanto a las contrapartidas de M3, la tasa de crecimiento interanual del crédito concedido por las IFM a residentes en la zona del euro descendió hasta el 1,4% en diciembre de 2011, frente al 3,4% de diciembre de 2010 (véase gráfico 9). Esta evolución fue consecuencia de la acusada contracción de la tasa de crecimiento interanual del crédito otorgado a las Administraciones Públicas y de la moderada disminución de la tasa de crecimiento interanual del crédito al sector privado. La contracción de la tasa de crecimiento interanual del crédito concedido a las Administraciones Públicas fue atribuible a la evolución de los préstamos, cuya tasa de crecimiento interanual descendió paulatinamente durante la mayor parte de 2011, y se situó claramente en territorio negativo en el cuarto trimestre del año, principalmente como consecuencia de un considerable efecto de base

(relacionado con la transferencia de activos a una estructura de «banco malo» en octubre de 2010)². Por el contrario, la tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones terminó el año ligeramente por encima de la observada a finales de 2010, a causa de los flujos positivos registrados en el segundo semestre del año. Sin embargo, estos flujos de entrada se debieron casi íntegramente a adquisiciones de deuda pública llevadas a cabo en el marco del programa para los mercados de valores. En cambio, la exposición a estos valores por parte de las IFM distintas del Eurosistema se mantuvo prácticamente sin variación.

El perfil de crecimiento del crédito al sector privado refleja el de los préstamos, que es el principal componente de este agregado. Sin embargo, la tasa de crecimiento interanual (que fue del 0,4% en diciembre de 2011, frente al 1,6% de diciembre de 2010), se mantuvo ligeramente por debajo de la de los préstamos al sector privado, como consecuencia del negativo crecimiento interanual de las tenencias en poder de IFM de: i) valores distintos de acciones del sector privado, y ii) acciones y otras participaciones. Es probable que la contracción observada en las tenencias de estos instrumentos por parte de las IFM se haya debido al desapalancamiento de las IFM de la zona del euro mediante la reducción de sus tenencias de activos de mayor riesgo, así como al bajo nivel de operaciones de titulización.

La tasa de crecimiento interanual de los préstamos concedidos por las IFM al sector privado (ajustados de ventas y titulizaciones) descendió notablemente hacia el final de 2011 (1,2% en diciembre, frente al 2,4% de diciembre de 2010), después de haberse situado por encima del 2,5% durante la mayor parte del año (véase gráfico 6). Este perfil está en consonancia con la actividad económica y con la evolución de los mercados financieros en 2011, aunque la disminución –que se produjo íntegramente en

Gráfico 9 Contrapartidas de 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 de IFM.

2 Para más información, véase el recuadro titulado «Reevaluación del impacto de las transferencias de activos a los “bancos malos” sobre el crédito de las IFM al sector privado de la zona del euro», *Boletín Mensual*, BCE, enero de 2011.

los dos últimos meses del año, sobre todo en diciembre— se concentró particularmente en los préstamos a las sociedades no financieras. No obstante, el flujo de préstamos al sector privado no financiero (es decir, hogares y sociedades no financieras) continuó siendo el principal impulsor de los flujos interanuales de préstamos al sector privado. Los préstamos a OIF en porcentaje del total de préstamos concedidos por las IFM al sector privado experimentaron un avance adicional en 2011. Como en el año anterior, este resultado fue reflejo, principalmente, de la mayor preferencia de las IFM por las operaciones interbancarias con garantías realizadas a través de entidades de contrapartida central. Al igual que en el caso de los agregados monetarios, la volatilidad inherente a este tipo de operaciones se tradujo en unos niveles más elevados de volatilidad tanto de los préstamos a OIF como, teniendo en cuenta la proporción de estos préstamos en cada serie individual, de otros agregados crediticios.

En cuanto a los préstamos al sector privado no financiero, la tasa de crecimiento interanual de los préstamos a los hogares (ajustados de ventas y titulizaciones), que fue del 3,1% en diciembre de 2010, permaneció casi sin variación en el primer semestre de 2011 y fue descendiendo progresivamente en la segunda mitad del año, situándose en el 1,9% en diciembre de 2011. Esta evolución estuvo básicamente en línea con el debilitamiento de la actividad económica y con el deterioro de las perspectivas del mercado de la vivienda, aunque también desempeñaron un papel importante los factores de oferta (para más información sobre los préstamos a hogares, véase la sección sobre el endeudamiento de los hogares que figura más adelante en este capítulo). La tasa de crecimiento interanual de los préstamos a las sociedades no financieras (ajustados de ventas y titulizaciones) fue del 1,2% al cierre de 2011, frente al 1% de diciembre de 2010. Sin embargo, estos datos enmascaran un perfil de crecimiento ligeramente en forma de U invertida, marcando el descenso hacia finales del año, como consecuencia de las notables amortizaciones netas mensuales registradas en noviembre y, especialmente,

en diciembre. El debilitamiento del entorno económico y el deterioro de las expectativas de las empresas fueron los principales factores determinantes del nivel relativamente modesto de endeudamiento empresarial en 2011. Sin embargo, también pueden haber influido otros factores. Por lo que respecta a la demanda, el endeudamiento de las empresas siguió siendo relativamente elevado en términos históricos. Para intentar controlar sus niveles de deuda, las empresas se habrían mostrado reacias a contraer préstamos adicionales, optando en su lugar por hacer un mayor uso de los fondos disponibles internamente, tal como corrobora la evolución de las tenencias de depósitos de M3 por parte de las sociedades no financieras. Por el lado de la oferta, las tensiones de financiación a las que se enfrentaron las entidades de crédito de la zona del euro se acentuaron sustancialmente en el segundo semestre de 2011 y se agudizaron en los dos últimos meses del año, como consecuencia de la intensificación de la crisis de la deuda soberana, así como del aumento en las estimaciones de las necesidades de capital de las citadas entidades. En general, aunque se observó un cierto grado de disparidad entre países, los datos correspondientes a enero de 2012 mostraban el cese de las considerables amortizaciones netas de préstamos registradas en diciembre de 2011.

En cuanto a las demás contrapartidas de M3, la tasa de crecimiento interanual de los pasivos financieros a más largo plazo de las IFM (excluidos capital y reservas) mantenidos por el sector tenedor de dinero se redujo hasta el 1,6% en diciembre de 2011, frente al 3,1% al cierre de 2010, tras haber seguido un patrón similar al de los préstamos al sector privado durante el año. La emisión de valores distintos de acciones a largo plazo fue relativamente limitada y disminuyó a finales de 2011, siendo reflejo de las tensiones de financiación a las que se enfrentaban las entidades de crédito de la zona del euro.

Por último, la posición acreedora neta frente al exterior de las IFM de la zona del euro se incrementó en 162 mm de euros en 2011, tras haber experimentado un descenso de 85 mm de euros en 2010. La mayor parte del aumento

se produjo en el primer semestre del año, en el que los activos registraron flujos positivos y los pasivos, salidas menores. En el segundo semestre del año, las IFM redujeron sus pasivos exteriores a un ritmo más acelerado, lo cual quedó compensado por una contracción similar de los activos exteriores que reflejó, en parte, la retirada de depósitos de no residentes, así

como el desplazamiento de fondos hacia fuera de la zona del euro por parte de los inversores institucionales. En 2011, la posición acreedora neta frente al exterior de las IFM de la zona del euro desempeñó un papel fundamental como contrapartida de los cambios registrados en M3, especialmente en la segunda mitad del año (para más detalles, véase el recuadro 3).

Recuadro 3

EVOLUCIÓN RECENTE DE LA CUENTA FINANCIERA DE LA ZONA DEL EURO

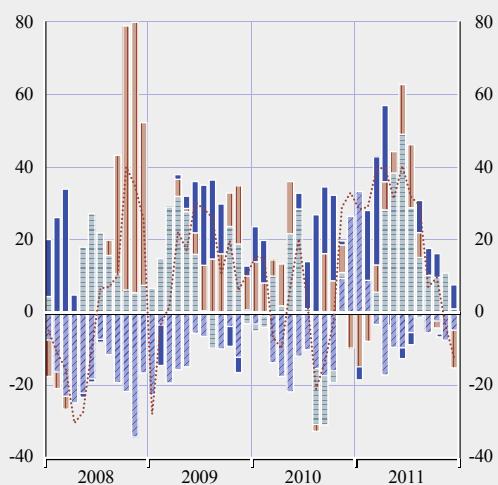
Las entradas netas en la cuenta financiera de la zona del euro aumentaron en el período de doce meses transcurrido hasta diciembre de 2011. El principal factor determinante de este aumento fueron las entradas netas en el agregado de inversiones directas y de cartera, que se incrementaron hasta los 223,7 mm de euros, frente a los 98,1 mm contabilizados un año antes, como consecuencia de unas entradas netas más elevadas de inversiones de cartera, que solo se vieron contrarrestadas en parte por unas salidas netas algo más elevadas de inversión exterior directa. Al mismo tiempo, crecieron las salidas netas de la partida «otras inversiones».

La evolución trimestral de las inversiones de cartera fue relativamente volátil, observándose cambios acusados en el clima de los mercados y en el comportamiento de los inversores. Concretamente, las entradas netas de inversiones de cartera aumentaron considerablemente en el primer semestre de 2011. En el primer trimestre, este aumento se debió, principalmente, al mayor volumen de compras de valores de renta variable realizadas por inversores privados y a la caída de las inversiones en valores de renta variable extranjeros llevadas a cabo por los inversores de la zona del euro. Las entradas netas de valores distintos de acciones se mantuvieron estables. Por el contrario, en el segundo trimestre de 2011 el incremento de las entradas netas de inversiones de cartera fue resultado, fundamentalmente, de las significativas compras de valores distintos de acciones de la zona del euro realizadas por inversores extranjeros y, aunque en menor medida, de una moderación de las inversiones de la zona del euro en valores distintos de acciones extranjeros (véase gráfico). La demanda exterior de valores

Principales partidas de la cuenta financiera

(flujos netos; mm de euros; medias móviles de tres meses; datos mensuales)

- Acciones y participaciones
- Instrumentos del mercado monetario
- Bonos y obligaciones
- IED
- IED e inversiones de cartera



Fuente: BCE.

Notas: IED significa inversión exterior directa. La última observación corresponde a diciembre de 2011.

distintos de acciones emitidos por los sectores distintos de IFM de algunos países de la zona del euro fue relativamente sólida, lo que parece reflejar la existencia de flujos hacia valores refugio en un entorno de caída de las expectativas de crecimiento a escala mundial. Al mismo tiempo, los inversores extranjeros vendieron valores de renta variable de la zona del euro. Tomados en su conjunto, estos hechos parecen indicar que los inversores extranjeros reajustaron sus carteras reduciendo las exposiciones a los valores de renta variable y aumentando la inversión en valores distintos de acciones muy líquidos y con una elevada calificación crediticia. Además, dado que un porcentaje importante de estas entradas de inversiones de cartera en la zona del euro reflejan transacciones en las que participa el sector no IFM, estas entradas contribuyeron positivamente a la liquidez disponible en la zona, como puede observarse en la posición acreedora neta frente al exterior de las IFM¹.

Si se considera el segundo semestre de 2011, las entradas netas de valores distintos de acciones se redujeron sustancialmente en el tercer trimestre y pasaron a ser salidas netas en el cuarto trimestre, mientras que se registraron entradas netas de valores de renta variable. Se observó una desinversión recíproca en inversiones de cartera, en virtud de la cual los inversores extranjeros pasaron a ser vendedores netos de valores de la zona del euro y los inversores de la zona vendedores netos de valores extranjeros. El recrudecimiento de las tensiones en los mercados financieros y la intensificación de la incertidumbre en torno a la crisis de la deuda soberana, hicieron aumentar el nivel de aversión al riesgo. A su vez, esto último parece haber generado entre los inversores un sesgo hacia los valores nacionales y un desplazamiento hacia activos más seguros. Entre los inversores de la zona del euro, el sector IFM incrementó sus ventas netas de valores extranjeros, lo que es coherente con las medidas en curso para reestructurar los balances. También cabe la posibilidad de que el aumento de las ventas netas haya sido la manera de movilizar fondos, en un contexto de ventas netas de valores emitidos por las IFM de la zona del euro por parte de los inversores extranjeros. Estas ventas fueron especialmente acusadas en el caso de los valores distintos de acciones, tanto bonos como instrumentos del mercado monetario, lo que indica una inversión de los patrones anteriores de la inversión extranjera.

1 En la medida en que se liquidan a través de entidades de crédito residentes, las operaciones llevadas a cabo por el sector tenedor de dinero afectan a los activos y pasivos exteriores del sector bancario, que es una de las contrapartidas de M3. El sector tenedor de dinero incluye hogares, sociedades no financieras, intermediarios financieros no monetarios y las Administraciones Públicas distintas de la Administración Central. Para más información sobre la presentación monetaria de la balanza de pagos, véase L. Bé Duc, F. Mayerlen y P. Sola, «The monetary presentation of the euro area balance of payments», *Occasional Paper Series*, n.º 96, BCE, septiembre de 2008. Véase también el artículo titulado «La dimensión externa del análisis monetario», *Boletín Mensual*, BCE, agosto de 2008.

LAS CONDICIONES DEL MERCADO MONETARIO SE VIERON AFECTADAS POR EL RECRUDECIMIENTO DE LAS TENSIONES EN LOS MERCADOS DE DEUDA PÚBLICA DE LA ZONA DEL EURO

En el primer semestre de 2011, las condiciones de los mercados monetarios de la zona del euro mejoraron temporalmente, lo que se tradujo en una disminución progresiva del exceso de liquidez (medido por los volúmenes depositados en el Eurosistema). Sin embargo, esta fase fue seguida de un acusado deterioro en el segundo semestre del año, provocado por la intensificación de la crisis de la deuda

soberana. El recrudecimiento de las tensiones en los mercados de deuda pública de algunos países de la zona del euro en agosto de 2011 generó un aumento de los riesgos de liquidez y de crédito percibidos, con efectos negativos en el mecanismo de transmisión de la política monetaria. Con el fin de corregir el mal funcionamiento de los mercados de valores y de restablecer una transmisión adecuada de la política monetaria, el Eurosistema reactivó su programa para los mercados de valores y amplió su conjunto de medidas no convencionales. En el recuadro 1 se describen las medidas no

convencionales aplicadas en 2011, que fueron fundamentales para limitar el contagio a los tipos de interés del mercado monetario. En el recuadro 4 se muestra que, cuando se deteriora el funcionamiento del mercado monetario, la

acomodación de las necesidades de liquidez de las entidades de crédito por parte del Eurosistema tiene su reflejo en la acumulación de elevados saldos de los BCN en el sistema de pagos TARGET2.

Recuadro 4

SALDOS EN TARGET2 DEL EUROSISTEMA EN UN CONTEXTO DE DETERIORO DE LOS MERCADOS MONETARIOS

Cuando una entidad de crédito realiza un pago a un banco de otro país a través del sistema de pagos TARGET2¹, la operación se liquida en dinero de banco central, lo que modifica los saldos de las cuentas corrientes mantenidas por estas entidades en sus respectivos bancos centrales. Por tanto, la liquidación de estos pagos transfronterizos entre entidades de crédito de la zona del euro a través de TARGET2 genera saldos intra-Eurosistema. Estos saldos se agregan automáticamente y, al final del día, se compensan en todo el Eurosistema, lo que da lugar a que cada banco central nacional (BCN) mantenga un único saldo neto bilateral frente al BCE. En consecuencia, algunos BCN tienen una posición acreedora y otros una posición deudora en TARGET2 frente al BCE.

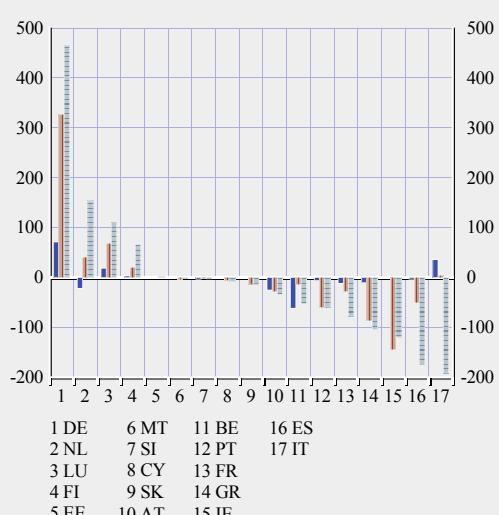
Antes de la crisis financiera y de la deuda soberana, las posiciones acreedoras y deudoras en TARGET2 fueron relativamente estables, ya que los flujos de pagos transfronterizos tendían a estar bastante equilibrados en los países de la zona del euro. El sistema bancario de un país podía compensar los flujos de salida de pagos asociados a las importaciones netas de bienes y servicios, o a la adquisición de activos de otros países de la zona del euro, con los flujos recibidos, especialmente a través de la financiación obtenida en el mercado interbancario transfronterizo.

La posición deudora de algunos BCN en TARGET2 ha aumentado considerablemente con la crisis (véase gráfico A), ya que sus sistemas bancarios han registrado salidas de pagos en euros que no se han visto compensadas con entradas de pagos en esta moneda, ni siquiera teniendo en cuenta los flujos de entrada de dinero público (incluidos préstamos UE-FMI, que al final terminan en los sistemas

Gráfico A Saldos en TARGET2 de los BCN de la zona del euro

(mm de euros)

■ Final de 2007
■ Final de 2010
■ Final de 2011



Fuente: BCN.

¹ TARGET2 es el sistema de liquidación bruta en tiempo real del Eurosistema (véase sección 2 del capítulo 2). Permite a los bancos comerciales de Europa realizar sus operaciones de pago en una plataforma compartida y se utiliza para liquidar las operaciones en euros con los bancos centrales de la zona del euro.

bancarios). Este ha sido el caso de Irlanda, Grecia y Portugal, y, más recientemente, también de otros países. El acceso al mercado monetario interbancario se ha deteriorado gravemente y los préstamos transfronterizos a algunos sistemas bancarios se han paralizado, al tiempo que hay que reembolsar los préstamos recibidos anteriormente. Además, las tensiones de financiación de las entidades bancarias se han acentuado en algunos países por las retiradas de depósitos minoristas por parte del sector privado.

Sin embargo, el dinero que puede utilizar una entidad de crédito para efectuar un pago debe ser compensado por un flujo en sentido contrario. En un contexto de deterioro de los mercados monetarios interbancarios y de la consiguiente introducción de medidas de política monetaria no convencionales por parte del BCE, la compensación procede de la liquidez proporcionada por el banco central: una entidad puede recibir liquidez de su banco central siempre que posea los activos de garantía adecuados. Esto se ha traducido en un aumento extraordinario de las inyecciones de liquidez por parte del Eurosistema durante la crisis (véase gráfico B). El desequilibrio de los flujos de pagos transfronterizos implica que los sistemas bancarios de algunos países necesitan más liquidez del banco central que los que reciben flujos de entrada de fondos de los bancos comerciales. En consecuencia, la distribución de la liquidez inyectada en el Eurosistema es desigual: algunos BCN proporcionan más liquidez que otros en términos netos (en relación con el tamaño de los sistemas bancarios de su país). Los BCN que proporcionan más liquidez en términos netos son también, por tanto, aquellos que tienen una posición deudora en TARGET2 frente al BCE. A la inversa, los BCN que suministran menos liquidez en términos netos son también aquellos que tienen una posición acreedora frente al BCE (véase gráfico C): sus sistemas bancarios tienen flujos netos de entrada de pagos procedentes de otros países de la zona del euro. La inyección de liquidez del banco central a estos sistemas bancarios no está limitada; una posición acreedora en TARGET2 es, más bien, un signo de amplia disponibilidad de liquidez de las entidades en estos sistemas bancarios.

El gran incremento de la posición deudora en TARGET2 de los BCN de algunos países durante la crisis financiera es, por tanto, un reflejo de las tensiones de financiación experimentadas en los sistemas bancarios de dichos países y de la acomodación de las necesidades de liquidez resultantes por parte del Eurosistema. De este modo, el elevadísimo nivel de flujos netos de pagos transfronterizos responde al extraordinario respaldo prestado por el Eurosistema para garantizar la eficacia de la política monetaria única. Un aspecto fundamental de las medidas no convencionales aplicadas por el Eurosistema ha sido garantizar que las entidades de crédito solventes no vean limitada la liquidez necesaria para su financiación (véase recuadro 1), lo que contribuye a la transmisión eficaz de la política monetaria al conjunto de la economía de la zona del euro y, por ende, a mantener la estabilidad de precios en la zona en el medio plazo.

Gráfico B Provisión de liquidez en las operaciones de política monetaria del Eurosistema a entidades de contrapartida de la zona del euro

(mm de euros; datos a fin de mes)



Fuente: BCE.

Nota: La última observación corresponde al final de diciembre de 2011.

Gráfico C Balances simplificados de los BCN con saldos negativos, positivos y neutros en TARGET2

| BCN con saldo negativo en TARGET2 | | BCN con saldo positivo en TARGET2 | | BCN con saldo neutro en TARGET2 | |
|---------------------------------------|--------------------------------------|---------------------------------------|--------------------------------------|---------------------------------------|--------------------------------------|
| Activo | Pasivo | Activo | Pasivo | Activo | Pasivo |
| Operaciones de crédito | Billetes | Operaciones de crédito | Billetes | Operaciones de crédito | Billetes |
| | CC y depósitos | | CC y depósitos | | CC y depósitos |
| | Posición acreedora en TARGET2 | | Posición acreedora en TARGET2 | | Posición acreedora en TARGET2 |
| Otros (incluidos activos financieros) | Otros | Otros (incluidos activos financieros) | Otros | Otros (incluidos activos financieros) | Otros |

Fuente: BCE.

Notas: Se trata de representaciones simplificadas de los balances de los BCN y no reflejan datos reales.

En el activo, la categoría «Otros» incluye, en particular, activos financieros, reservas de oro y posibles activos intra-Eurosistema asociados a un volumen de emisión de billetes proporcionalmente inferior a lo que correspondería por la participación de los BCN en el capital del BCE. En el pasivo, «Billetes» incluye billetes en circulación (en proporción a la participación de los BCN en el capital del BCE). La categoría «CC y depósitos» incluye las tenencias de liquidez de las entidades de crédito en cuentas corrientes (CC) en su BCN respectivo, básicamente con el fin de cumplir con las exigencias de reservas mínimas, así como sus depósitos en la facilidad de depósito y la liquidez mantenida en forma de depósitos a plazo fijo. La categoría «Otros» incluye capital y reservas, provisiones y cuentas de revalorización, y otros pasivos (incluidos pasivos con residentes en la zona del euro como depósitos de las Administraciones Públicas, y pasivos intra-Eurosistema relacionados con una emisión de billetes proporcionalmente superior a lo que correspondería por la participación de los BCN en el capital de BCE, que solo es considerable en el panel central).

En la Unión Monetaria, el riesgo al que se enfrentan los bancos centrales del Eurosistema (es decir, el BCE y los BCN de la zona del euro) está relacionado con la propia ejecución de las operaciones de política monetaria, y no con los correspondientes saldos en TARGET2. Un banco central siempre afronta un riesgo de contraparte al aplicar la política monetaria. Sin embargo, este riesgo se mitiga mediante un sistema de gestión de riesgos que, en el caso de la provisión de liquidez a las entidades de crédito por parte del banco central, incluye la exigencia de activos de garantía adecuados, valorados a precios de mercado y sujetos a recortes. Además de pignorar activos de garantía, los bancos son plenamente responsables de la financiación recibida del Eurosistema (véase la sección 1 del capítulo 2). El riesgo residual que puede generarse pese a la aplicación de medidas de mitigación de riesgos se distribuye, por norma general, entre los BCN de la zona del euro en función de sus respectivas participaciones en el capital del BCE, y no está relacionado con las posiciones de cada banco central en TARGET2.

Todos los bancos centrales del Eurosistema publican periódicamente en sus balances sus posiciones acreedoras y deudoras en TARGET2. Por lo que respecta a la publicación del balance consolidado del Eurosistema, los saldos intra-Eurosistema (como los relacionados con TARGET2) no se reflejan, ya que su suma es cero. Sin embargo, las sumas de los pasivos y de los activos en TARGET2 de los BCN de la zona del euro se documentan en la sección 6.2 de las «Notas al balance».

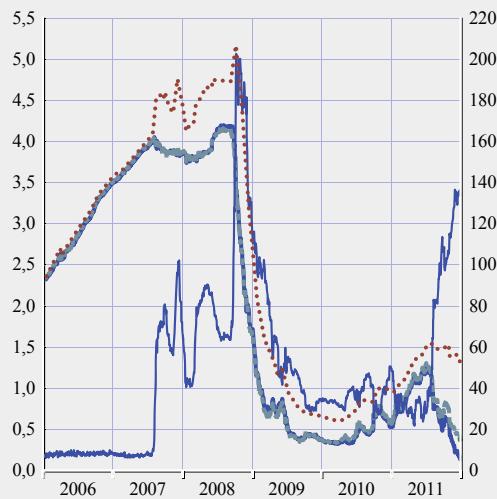
En el gráfico 10 se presenta la evolución de un tipo de interés sin garantías (el euríbor a tres meses) y de los tipos con garantías (el eurepo a tres meses y el tipo *swap* del eonia a tres meses) en 2011. Todos los tipos de interés del mercado monetario aumentaron de forma constante en el primer semestre del año. Cuando las tensiones en los mercados de deuda soberana de la zona

del euro se recrudecieron en la segunda mitad de 2011, el diferencial entre los tipos del mercado monetario con garantías y sin garantías volvió a ampliarse significativamente. Es muy probable que esta evolución respondiera al incremento del riesgo de contraparte y al hecho de que la actividad en los plazos más largos de los mercados monetarios continuara siendo limitada.

Gráfico 10 Eurepo, euríbor y swap del eonia a tres meses

(porcentaje; diferencial en puntos básicos; datos diarios)

- Eurepo a tres meses (escala izquierda)
- Euríbor a tres meses (escala izquierda)
- Tipo swap del eonia a tres meses (escala izquierda)
- Diferencial entre el euríbor a tres meses y el eurepo a tres meses (escala derecha)

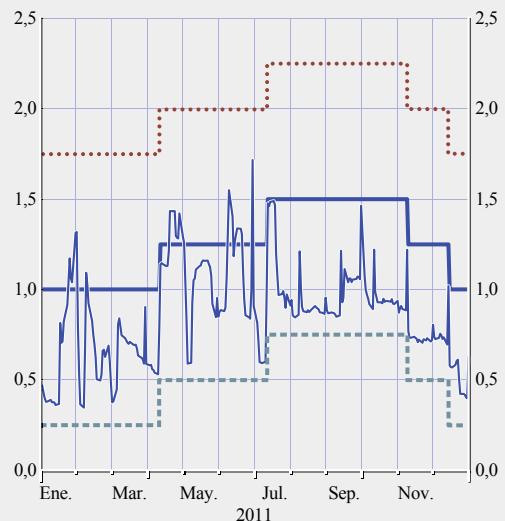


Fuentes: BCE, Bloomberg y Thomson Reuters.

Gráfico 11 Tipos de interés del BCE y tipo de interés a un día

(porcentaje; datos diarios)

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



Fuentes: BCE, Bloomberg y Thomson Reuters.

Si se consideran los tipos de interés a muy corto plazo del mercado monetario, se observa que la evolución del eonia en 2011 reflejó, en gran medida, el hecho de que el Eurosistema continuó proporcionando abundante liquidez a las entidades de crédito de la zona del euro desde octubre de 2008. En abril y julio, el Consejo de Gobierno del BCE aumentó los tipos de interés oficiales del BCE en un total de 50 puntos básicos. En el primer semestre del año, conforme el exceso de liquidez disminuía, el eonia se acercó al tipo de interés de las operaciones principales de financiación, aunque mostró cierta volatilidad (véase gráfico 11). Como ocurrió en el segundo semestre de 2010, al reducirse el exceso de liquidez, el eonia tendió a seguir un patrón más pronunciado durante cada período de mantenimiento, situándose en niveles más elevados al inicio del período, antes de descender gradualmente hacia el final. En general, este patrón es atribuible a la preferencia de las entidades de crédito por cumplir las

exigencias de reservas al comienzo del período de mantenimiento, un comportamiento que se ha observado desde que se iniciaran las turbulencias en agosto de 2007.

En el segundo semestre del año, dado que la reintensificación de la crisis de la deuda soberana de la zona del euro llevó a las entidades de crédito a demandar nuevamente elevados volúmenes de liquidez, el eonia se mantuvo bastante por debajo del tipo de interés fijo de las operaciones principales de financiación y de las operaciones de financiación a plazo más largo del Eurosistema y próximo al tipo de la facilidad de depósito. El Consejo de Gobierno decidió recortar los tipos de interés oficiales del BCE en 25 puntos básicos en noviembre y, de nuevo, en diciembre. Durante 2011 se observaron repuntes ocasionales del eonia al final de los períodos de mantenimiento y de los períodos de gestión de la liquidez (es decir, al final del año).

LOS MERCADOS DE DEUDA PÚBLICA DE LA ZONA DEL EURO TUVIERON QUE HACER FRENTE A CRECIENTES TENSIONES EN 2011

El rendimiento de la deuda pública a largo plazo con calificación AAA registró un descenso generalizado en 2011, tanto en la zona del euro como en Estados Unidos, pasando de aproximadamente un 3,3%, en ambas regiones a principios de enero, al 2% en Estados Unidos y al 2,6% en la zona del euro, a finales de diciembre (véase gráfico 12).

El rendimiento de la deuda pública a diez años de la zona del euro y de Estados Unidos evolucionó de forma paralela en los tres primeros trimestres de 2011, manteniendo la tendencia que se inició hacia mediados de 2010. No obstante, durante el resto del año, siguió por lo general sendas divergentes en las dos regiones, principalmente porque en la zona del euro reflejó las rápidas oscilaciones del clima de los mercados que, a su vez, fueron consecuencia, sobre todo, de la evolución de la crisis de la deuda soberana.

Con respecto a la evolución del rendimiento de la deuda pública en 2011, pueden distinguirse dos fases. En enero y febrero, el rendimiento de la deuda pública a diez años de la zona del euro y de Estados Unidos aumentó, ya que los datos económicos publicados continuaron señalando una recuperación económica sólida. En la zona del euro, el clima de los mercados favoreció, además, esta evolución, en respuesta a la mejora de las condiciones de los mercados de deuda soberana de los países con tensiones presupuestarias, como consecuencia de las expectativas acerca de la ampliación del alcance y de la capacidad de préstamo de la Facilidad Europea de Estabilización Financiera (FEEF). En Estados Unidos, los mercados de deuda pública hallaron un apoyo adicional en los planes fiscales anunciado por la Administración estadounidense en diciembre de 2010.

La segunda fase comenzó en marzo, cuando se detuvo la tendencia al alza de los rendimientos de la deuda pública tanto en la zona del euro como en Estados Unidos, dando paso a un prolongado período de descensos. La

Gráfico 12 Rendimiento de la deuda pública a diez años

(porcentaje; datos diarios: 1 de enero de 2006 a 2 de marzo de 2012)



Fuentes: Thomson Reuters y BCE.

Nota: El rendimiento a diez años en la zona del euro solo incluye a aquellos países a los que Fitch les asigna una calificación de AAA.

inversión de la tendencia fue provocada por las tensiones políticas en el Norte de África y en Oriente Medio, y por el terremoto de Japón, que originaron desplazamientos generalizados de los flujos de inversión hacia activos más seguros, sobre todo activos denominados en dólares estadounidenses y en euros. Una parte de la caída de los rendimientos se debió también a la valoración menos positiva del crecimiento de Estados Unidos, en un entorno de endurecimiento de la política monetaria en China y de disminución de los precios de las materias primas, que los participantes en el mercado tendieron a asociar con signos de desaceleración de la economía mundial. En la zona del euro, el recrudecimiento de las tensiones en los mercados de deuda soberana y la creciente preocupación por la posible reestructuración de la deuda soberana griega propiciaron una reducción de los rendimientos en los países con calificación AAA, en un contexto de elevadas primas de liquidez.

A partir de julio, la crisis de la deuda soberana en la zona del euro traspasó las economías más

pequeñas y comenzó a propagarse también a algunos países grandes, lo que generó un descenso adicional del rendimiento de la deuda pública a diez años con calificación AAA, tras el aumento de las adquisiciones de deuda en búsqueda de activos más seguros. A pesar del aumento de la incertidumbre en los mercados a principios de agosto, provocada por la rebaja de la calificación de la deuda soberana de Estados Unidos por parte de una de las tres agencias de calificación principales y el debate en torno al límite máximo de deuda pública en dicho país, continuó la caída de los rendimientos relacionada con la huída hacia activos más seguros, ya que se disponía de nueva evidencia que apuntaba a un deterioro de las perspectivas económicas, y los mercados reevaluaron la trayectoria futura de los tipos de interés a corto plazo.

En el último trimestre del año, el rendimiento de la deuda pública a diez años con calificación AAA de la zona del euro aumentó moderadamente hasta alcanzar un máximo ligeramente por encima del 3% a finales de noviembre, pero posteriormente cayó hasta situarse en torno al 2,7% al final del año. En cambio, en Estados Unidos, el rendimiento de la deuda correspondiente siguió descendiendo unos 20 puntos básicos, hasta situarse en el 2%, como consecuencia de la persistente y clara preferencia de los inversores internacionales por los activos denominados en dólares estadounidenses y del anuncio realizado por el Comité de Operaciones de Mercado Abierto de la Reserva Federal de que ampliaría el vencimiento medio de sus tenencias de valores del Tesoro. El incremento del rendimiento de los bonos con calificación

AAA de la zona del euro en ese momento del año puede atribuirse a la distinta dinámica observada en los países de la zona con la citada calificación. Aunque el rendimiento de la deuda pública alemana y francesa evolucionó de forma similar en los tres primeros trimestres de 2011, comenzó a divergir en octubre, siendo reflejo de las crecientes diferencias en la percepción del riesgo soberano. Esto fue particularmente evidente en la primera mitad de noviembre, cuando el rendimiento de los bonos alemanes continuó cayendo, en consonancia con la evolución en Estados Unidos, mientras que el de los bonos franceses se elevó considerablemente.

Una característica fundamental de los mercados de deuda pública de la zona del euro en 2011 fue la evolución dispar de los rendimientos en los distintos países como consecuencia bien de sus respectivas calificaciones crediticias, o bien de la percepción de los mercados sobre los fundamentos fiscales de cada uno de ellos. En conjunto, la caída del rendimiento a largo plazo en algunos países de la zona del euro con calificación AAA y el aumento del rendimiento en los países de la zona con calificación más baja podrían indicar que se percibía una ampliación del diferencial de riesgos entre los dos grupos de países. Sin embargo, la correlación positiva de las primas de los seguros de riesgo de crédito (CDS) de la deuda soberana entre los países de la zona del euro pone de manifiesto que se percibía que la deuda soberana conllevaba un riesgo más elevado en la zona euro en su conjunto, aunque de diferente magnitud según los países. (véase el recuadro 5).

Recuadro 5

TURBULENCIAS EN LOS MERCADOS DE DEUDA SOBERANA DE LA ZONA DEL EURO Y CONTAGIOS AL SECTOR FINANCIERO EN 2011

Desde la introducción del euro en 1999, los rendimientos obtenidos en los mercados de deuda pública a largo plazo de la zona del euro evolucionaron a la par en todos los países, y, en general, sus niveles convergieron. El correspondiente y progresivo aumento de las correlaciones

bilaterales entre los rendimientos obedeció a la percepción de los mercados de que los riesgos eran prácticamente similares entre los distintos países y que el riesgo país se movía casi en paralelo. No obstante, las turbulencias financieras que se desataron en el verano de 2007, y se intensificaron con la quiebra de Lehman Brothers aproximadamente un año después, cambiaron significativamente este patrón. De hecho, desde ese verano, las correlaciones entre los rendimientos de la deuda soberana a diez años en la zona del euro divergieron, siendo el factor determinante la percepción de los mercados sobre los fundamentos fiscales de cada país. Al margen de los mercados de deuda soberana, la percepción de incremento del riesgo existente desde el verano de 2007 también afectó al sector financiero, en una medida que variaba considerablemente entre los distintos países de la zona del euro. En este recuadro se analizan brevemente los cambios en las relaciones existentes entre los mercados de deuda soberana de la zona del euro, así como las variaciones que se produjeron en la relación entre los mercados de deuda soberana y el sector financiero.

Hasta mediados de 2007, las divergencias entre los rendimientos de la deuda pública y las primas de los seguros de riesgo de crédito (CDS) de la deuda soberana en la zona del euro eran insignificantes. No obstante, desde entonces han empezado a observarse diferencias que han alcanzado niveles sin precedentes, especialmente en aquellos países que han experimentado problemas presupuestarios graves, como Irlanda, Portugal y Grecia, aunque el fenómeno se ha registrado en un mayor número de países de la zona desde 2010.

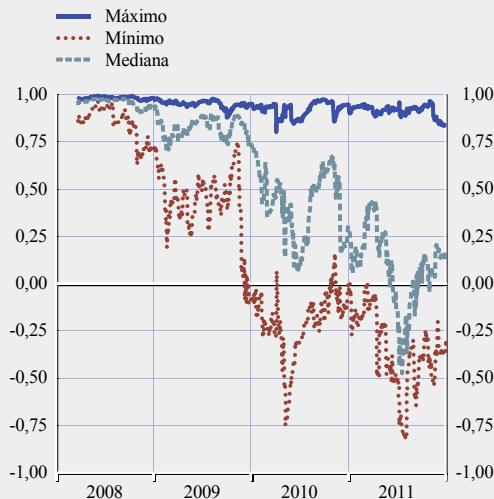
Los cambios en las relaciones entre los rendimientos de la deuda soberana y las primas de los CDS de deuda soberana entre los distintos países pueden ilustrarse utilizando correlaciones que varían en el tiempo basadas en la estimación de un modelo econométrico¹. El gráfico A muestra el rango (calculado como el máximo menos el mínimo) y la mediana de las correlaciones bilaterales entre los rendimientos de la deuda soberana a diez años y el rendimiento de los bonos alemanes al mismo plazo, mientras que el gráfico B presenta el rango y la mediana correspondientes de las correlaciones bilaterales entre las primas de los CDS en el mismo conjunto de países y la prima de los CDS griegos a cinco años². En conjunto, los dos gráficos muestran que, aunque las correlaciones entre los rendimientos pasaron a situarse en territorio negativo a finales de 2009, las correspondientes a los CDS se mantuvieron, en general, en niveles positivos, a pesar de haber registrado oscilaciones notables y un descenso tendencial desde 2010. Un factor clave de la evolución divergente de los dos conjuntos de correlaciones es el hecho de que los CDS son fundamentalmente indicadores del riesgo de impago, mientras que los rendimientos de los bonos también se ven afectados por los cambios en la preferencia por la liquidez mostrada por los participantes en los mercados, que han desempeñado un papel esencial en las recientes tensiones de los mercados financieros. De hecho, a medida que las dificultades presupuestarias se fueron intensificando y generalizando en la zona del euro, los inversores tendieron a invertir su dinero principalmente en aquellos mercados de renta fija que se percibían como relativamente más líquidos y seguros, entre los que destacaba el mercado de bonos alemanes. Por tanto, la

1 Las correlaciones que varían en el tiempo se estiman mediante un modelo Garch multivariante. Aunque, en principio, también podrían utilizarse correlaciones entre las tasas de variación de los rendimientos y los CDS que se calculan en intervalos de tiempo de duración predefinida, se prefiere la estimación basada en modelos, ya que el propio modelo elige de forma óptima el intervalo de tiempo a lo largo del cual se estiman las correlaciones y las correlaciones resultantes pueden interpretarse más como «correlaciones locales» (es decir, referidas a los últimos puntos de la muestra sobre la que se realiza la estimación) que como correlaciones medias en la muestra dada.

2 Con once series temporales, cada matriz de correlación está compuesta por 55 series temporales, que no pueden presentarse en un gráfico sencillo. Para superar esta dificultad, para cada día de la muestra se calculan cuantiles de las 55 correlaciones bilaterales (los cuantiles 5 y 95) así como la mediana. De esta forma, el gran número de series temporales de coeficientes de correlación se sintetiza en solo tres series temporales.

Gráfico A Máximo, mínimo y mediana de las correlaciones bilaterales con el rendimiento de los bonos alemanes a diez años

(datos diarios: 24 de marzo de 2008 a 6 de enero de 2012)

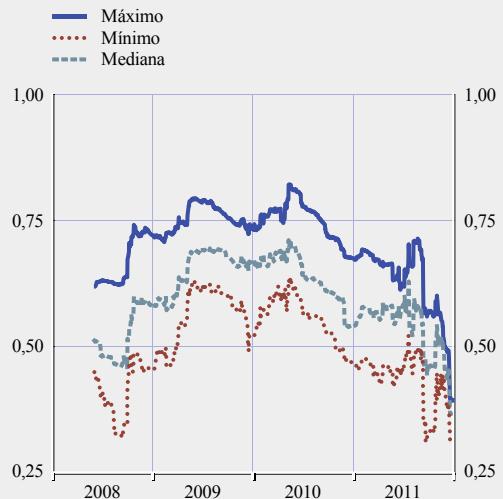


Fuentes: Thomson Reuters y BCE.

Nota: El máximo, el mínimo y la mediana de cada día se calculan en función de las diez correlaciones bilaterales del rendimiento de los bonos alemanes con los rendimientos de la deuda pública a diez años de Bélgica, Irlanda, Grecia, España, Francia, Italia, Países Bajos, Austria, Portugal y Finlandia.

Gráfico B Máximo, mínimo y mediana de las correlaciones bilaterales con la prima de los CDS griegos a cinco años

(datos diarios: 2 de junio de 2008 a 6 de enero de 2012)



Fuentes: Thomson Reuters y BCE.

Notas: El máximo, el mínimo y la mediana de cada día se calculan en función de las diez correlaciones bilaterales entre la prima de los CDS griegos a cinco años y la prima de los CDS a cinco años de Bélgica, Alemania, Irlanda, España, Francia, Italia, Países Bajos, Austria, Portugal y Finlandia.

aparición de correlaciones negativas entre los rendimientos de la deuda pública en la zona del euro no debería interpretarse únicamente como un signo de que el riesgo de crédito disminuyó en algunos países mientras que aumentó en otros. De hecho, las correlaciones bilaterales, cada vez menores pero todavía positivas, entre las primas de los CDS de deuda soberana de la zona del euro y la prima de los CDS pagada por la deuda pública griega desde mediados de 2010 indican que los riesgos soberanos en la zona del euro eran interdependientes, aunque en distinta medida.

Varios canales han contribuido a la interacción de los riesgos entre el sector soberano y el financiero. En primer lugar, la exposición de los sistemas bancarios de la zona del euro al riesgo soberano ha sido una fuente de transmisión directa del riesgo. En segundo, la interconexión de la red de instituciones financieras y la complejidad de sus exposiciones cruzadas pueden haber creado una exposición indirecta de algunas instituciones financieras al riesgo soberano. En tercer lugar se encuentra la percepción de los mercados de que, en caso de una quiebra del sistema bancario, la intervención pública acarrearía costes fiscales y un aumento del riesgo de impago soberano.

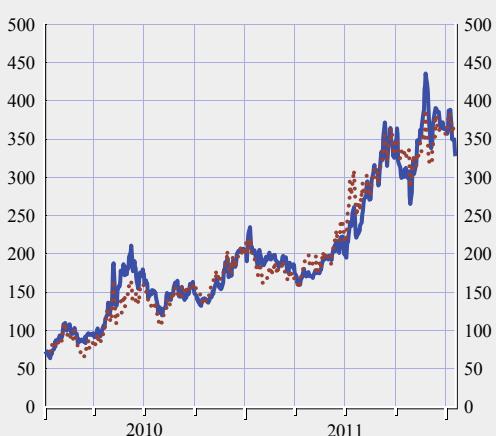
Para ilustrar estas interacciones, el gráfico C muestra la evolución de dos índices iTraxx a cinco años: el iTraxx SovX Western Europe y el iTraxx Senior Financials³. Mientras que el primero es una agregación de los CDS de deuda soberana en la zona del euro, el segundo considera los CDS de 25 importantes instituciones financieras de la zona del euro (tramos preferentes). Aunque se supone que estas instituciones financieras no se han visto afectadas en gran medida por la

³ El iTraxx SovX Western Europe es un índice basado en las primas de los CDS de Europa occidental para un plazo dado. El iTraxx Senior Financials es un índice basado en las primas de los CDS de tramo preferente para un plazo dado de 25 importantes instituciones financieras de la zona del euro. La composición detallada de estos índices puede consultarse en el sitio web de Markit.

Gráfico C Índices iTraxx SovX Western Europe y iTraxx Senior Financials a cinco años

(datos diarios: 1 de enero de 2010 a 18 de enero de 2012)

— iTraxx Senior Financials
····· iTraxx SovX Western Europe

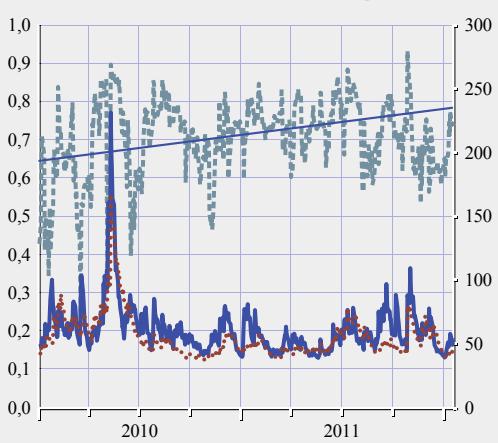


Fuente: Bloomberg.

Gráfico D Correlación y desviaciones típicas variables en el tiempo de algunos índices iTraxx

(datos diarios: 1 de enero de 2010 a 18 de enero de 2012)

— Desviación típica del índice iTraxx Senior Financials
····· Desviación típica del índice iTraxx SovX Western Europe
— Correlación (escala izquierda)
— Tendencia de la correlación (escala izquierda)



Fuentes: Bloomberg y BCE.

Notas: El eje de la derecha está expresado en porcentajes anualizados. La correlación y las desviaciones típicas que varían en el tiempo se estiman utilizando modelos Garch bivariantes para las tasas de variación de los dos índices iTraxx.

evolución del riesgo soberano, debido a que sus carteras están muy diversificadas, su riesgo de impago, medido por los CDS, aumentó junto con el riesgo de impago de la deuda soberana, especialmente entre marzo y octubre de 2011. Las correlaciones variables en el tiempo entre estos dos índices de CDS, así como sus volatilidades respectivas, han tendido a aumentar desde abril de 2011 (véase gráfico D). Desde agosto de 2011, tras la reactivación del programa para los mercados de valores y las conclusiones de la cumbre de la UE del 21 de julio, la correlación tendió a disminuir, aunque en los primeros días de 2012 volvió a repuntar hasta alcanzar los niveles de finales de agosto. La tendencia general al alza de la correlación puso de relieve el aumento del riesgo de crisis provocadas por eventos de crédito en el sector financiero y en el mercado de deuda soberana, al mismo tiempo, por la creciente exposición del sistema financiero a los riesgos soberanos.

Los diferenciales de rendimiento de la deuda pública a diez años frente a Alemania comenzaron a incrementarse en Grecia, Irlanda y Portugal en marzo, como consecuencia de la rebaja de la calificación de la deuda soberana de estos países, y continuaron aumentando en abril y mayo, conforme la necesidad de reestructurar la deuda pública griega acaparó mayor atención (véase gráfico del recuadro 1). A principios de junio de 2011, los diferenciales de Grecia, Irlanda y Portugal se situaron, en promedio, más de

500 puntos básicos por encima de los de mayo de 2010, cuando comenzaron a recrudecerse las tensiones en los mercados de deuda soberana. En junio de 2011, las tensiones asociadas a la deuda empezaron a afectar a países más grandes, en particular a Italia y a España, en un entorno de debates e incertidumbre acerca de la resolución de la crisis de la deuda soberana de la zona del euro. Hacia finales de año, tras haber alcanzado un máximo en la última semana de noviembre, los diferenciales de rendimiento de la deuda

pública a diez años frente a los bonos correspondientes de Alemania se estrecharon significativamente, debido a la mejora del clima de los mercados antes de la reunión de los jefes de Estado y de Gobierno prevista para el 9 de diciembre, así como a la reducción de los tipos de interés oficiales del BCE y a las nuevas medidas de política monetaria no convencionales. Además, las actuaciones emprendidas por algunos bancos centrales de las principales áreas económicas para aumentar su capacidad para respaldar la liquidez del sistema financiero mundial contribuyeron a aliviar las tensiones en los mercados de deuda soberana.

Después de experimentar un aumento moderado en los tres primeros meses de 2011, el rendimiento real comenzó a descender como consecuencia de la intensificación de los riesgos geopolíticos y del empeoramiento de las perspectivas mundiales. A principios de junio, el rendimiento de los bonos indicados a la inflación a cinco años de la zona del euro había caído hasta un bajo nivel, el 0,5%, mientras que el de los bonos a diez años se situó en el 1,2%. Posteriormente, la disminución del rendimiento real se aceleró, como pone de manifiesto el hecho de que el rendimiento real a cinco y diez años fuera del 0,2% y el 0,8%, respectivamente, en diciembre. En conjunto, la contracción del rendimiento real a lo largo del año estuvo en consonancia con la evidencia de un deterioro de las perspectivas económicas y, en general, se produjo en un contexto de expectativas de inflación bastante estable. A finales de 2011, la tasa de inflación implícita a cinco años dentro de cinco años se situó en el 2,4%, 10 puntos básicos por encima del nivel registrado un año antes, con indicaciones similares procedentes de los *swaps* indicados a la inflación.

EN 2011 LOS PRECIOS DE LAS ACCIONES DESCENDIERON DE FORMA ACUSADA EN LA ZONA DEL EURO

En conjunto, los precios de las acciones en la zona del euro cayeron en torno a un 20% en 2011, mientras que en Estados Unidos se mantuvieron estables, en líneas generales, durante el mismo período (véase gráfico 13). Asimismo, los

índices bursátiles amplios descendieron un 7% en el Reino Unido y un 19% en Japón. En 2011, la disminución más acusada del índice de la zona del euro con respecto a su equivalente en Estados Unidos se debió principalmente a los acontecimientos del segundo semestre del año y fue reflejo, en gran medida, del empeoramiento de la crisis de la deuda soberana de la zona del euro, así como del menor crecimiento de los beneficios en la zona.

A finales de 2010 y en los tres primeros meses de 2011, los índices bursátiles de la zona del euro y de Estados Unidos aumentaron a raíz de la publicación de datos económicos favorables, de anuncios de beneficios positivos y de un ligero repunte del apetito por el riesgo. En conjunto, el índice Dow Jones EURO STOXX y el índice Standard & Poor's 500 avanzaron un 9% y un 12%, respectivamente, entre finales de noviembre de 2010 y finales de marzo de 2011. En la zona del euro, las cotizaciones del sector financiero registraron unas ganancias mayores que el índice sintético en este período, registrando una subida de alrededor del 15%. Al mismo tiempo, las cotizaciones de los sectores

Gráfico 13 Principales índices bursátiles

(cambio de base de los índices a 100 el 4 de enero de 2011; datos diarios: 1 de enero de 2006 a 2 de marzo de 2012)

— Eurostoxx
··· S&P 500
--- Nikkei 225



Fuente: Thomson Reuters.

industrial y de extracción de petróleo y gas también se incrementaron significativamente, en un entorno de ritmo de crecimiento económico favorable.

La tendencia positiva de los precios de las acciones se detuvo en abril de 2011, principalmente como resultado de las tensiones políticas en el Norte de África y en Oriente Medio, de las consecuencias reales y previstas del terremoto de Japón y de la agudización de las tensiones en los mercados de deuda soberana de la zona del euro. Posteriormente, durante el segundo trimestre del año, las cotizaciones disminuyeron moderadamente en Estados Unidos y en la zona del euro, ya que los participantes en los mercados comenzaron a descontar las implicaciones de una revisión de las perspectivas de crecimiento mundial.

La caída de los precios de las acciones se aceleró en el tercer trimestre, siendo reflejo de la reacción negativa de los mercados a la rebaja de la calificación de la deuda soberana de Estados Unidos por parte de una de las principales agencias, así como de la creciente incertidumbre sobre el grado de propagación de la crisis de la deuda soberana de la zona del euro. En conjunto, el índice Dow Jones EURO STOXX retrocedió alrededor del 23% en los tres meses transcurridos hasta el final de septiembre, mientras que el índice Standard & Poor's 500 perdió un 14%. Al mismo tiempo, las acciones del sector financiero de la zona del euro descendieron en torno a un 30% con respecto a finales de mayo, y las empresas manufactureras y de agua, gas y electricidad también registraron importantes pérdidas. La evolución en Estados Unidos fue similar, ya que los precios de las acciones de los sectores financiero e industrial cayeron más de un 20% en el mismo período.

Además de verse afectada por los citados factores, la evolución negativa de los precios de las acciones en el tercer trimestre de 2011 también fue consecuencia de la publicación de datos anunciando escasos beneficios empresariales. La tasa de crecimiento interanual de los beneficios reales por acción de las

empresas de la zona del euro incluidas en el índice Dow Jones EURO STOXX cayó del 29% en mayo al 20% en agosto. La tasa de crecimiento de los beneficios esperados por acción a corto plazo también disminuyó, pasando del 12% en mayo al 10% en agosto.

En el último trimestre del año, a pesar del aumento de la volatilidad implícita de los índices bursátiles amplios, de las significativas tensiones en algunos segmentos del mercado y de la incertidumbre en torno al crecimiento económico mundial, los precios de las acciones volvieron a una senda ascendente a ambos lados del Atlántico. En particular, el índice amplio Dow Jones EURO STOXX y el índice Standard & Poor's 500 subieron alrededor del 5% y el 10%, respectivamente, en el citado trimestre. En este período, los cambios en el clima de los mercados relacionados con la crisis de la deuda soberana de la zona del euro siguieron influyendo en los precios de las acciones de la zona. Sin embargo, especialmente en noviembre y en diciembre, las cotizaciones se vieron favorecidas por la publicación de datos económicos mejores de lo esperado en Estados Unidos, por la evolución positiva del clima de los mercados antes de las reuniones de los jefes de Estado y de Gobierno de la zona del euro del 26 de octubre y del 9 de diciembre, por las medidas coordinadas adoptadas por varios bancos centrales de todo el mundo para aumentar su capacidad para proporcionar liquidez al sistema financiero mundial, por las reducciones de los tipos de interés oficiales del BCE, y por la adopción de nuevas medidas de política monetaria no convencionales.

La evolución sectorial de los índices bursátiles de la zona del euro en la última parte del año fue dispar, habiéndose concentrado los descensos en los sectores financiero, de telecomunicaciones y de servicios de agua, gas y electricidad, mientras que las cotizaciones de los demás sectores, especialmente el de extracción de petróleo y gas, subieron. La evolución negativa de los precios de las acciones del sector financiero de la zona del euro fue reflejo de la trayectoria de la crisis de la deuda soberana de la zona y de

sus implicaciones para la solvencia del sector bancario debido a sus tenencias de deuda pública, así como de las revisiones negativas sobre las calificaciones de riesgo y la intensificación de las tensiones en los mercados de financiación de las entidades de crédito.

EL ENDEUDAMIENTO DE LOS HOGARES SE MANTUVO EN NIVELES MODERADOS

En 2011, la tasa de crecimiento interanual del total de préstamos concedidos a los hogares se redujo, y en diciembre se situó en un nivel estimado del 1,5%, frente al 2,5% de diciembre de 2010. Esta evolución fue consecuencia de la menor contribución realizada por los préstamos a los hogares que se mantienen en el balance de las IFM (es decir, sin ajustar de ventas o titulizaciones), que se redujo casi a la mitad con respecto a la de 2010, mientras que la aportación de la tasa de crecimiento interanual de los préstamos de las instituciones distintas de IFM registró un acusado incremento y se tornó positiva (la tasa de crecimiento interanual de estos préstamos se situó en el 2,3% en diciembre de 2011, frente al -2,4% de diciembre de 2010). La evolución dispar de los préstamos de las IFM y de las instituciones distintas de IFM a los hogares obedece, principalmente, a que el grueso de los préstamos concedidos por estas últimas corresponde a flujos de titulizaciones. El volumen de estos flujos fue muy significativo en el segundo semestre de 2011, tras una actividad de titulizaciones muy limitada en 2010.

Los préstamos para adquisición de vivienda continuaron siendo los principales impulsores del crecimiento de los préstamos concedidos por las IFM a los hogares. La tasa de crecimiento interanual de los préstamos para adquisición de vivienda (ajustada de ventas y titulizaciones de préstamos), que era del 3,1% a finales de 2010, se mantuvo sin apenas variación en el primer semestre del año, antes de disminuir gradualmente en el segundo y situarse en el 1,9% en diciembre de 2011. Es probable que el perfil de crecimiento de estos préstamos haya reflejado factores tanto de oferta como

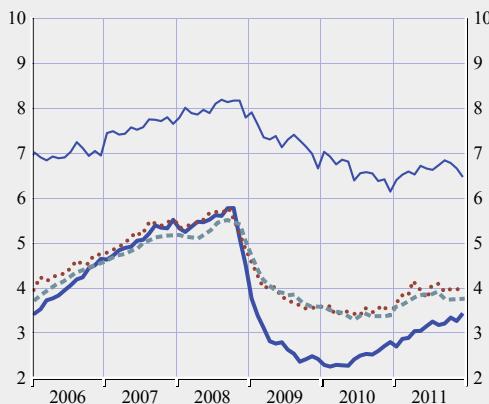
de demanda. En la encuesta sobre préstamos bancarios en la zona del euro se consideró que la debilidad observada en la actividad económica y el deterioro de las perspectivas del mercado de la vivienda fueron los principales determinantes de la sustancial reducción de la demanda neta de préstamos para adquisición de vivienda, especialmente en la segunda mitad del año. Por lo que respecta a la oferta, la encuesta mostró un aumento del porcentaje neto de entidades de crédito que indicaron que habían endurecido sus criterios de concesión de préstamos y créditos, sobre todo hacia finales del año. De hecho, pese a la reducción de los tipos de interés de mercado, los tipos de interés aplicados por las entidades a los préstamos para adquisición de vivienda se incrementaron moderadamente en 2011 (36 puntos básicos en promedio), observándose los mayores aumentos en los préstamos a tipo flexible o hasta un año de fijación del tipo inicial.

La tasa de crecimiento interanual del crédito al consumo se mantuvo negativa en 2011 y descendió ligeramente hasta situarse en el -2% en diciembre, en comparación con el -1,2% de diciembre de 2010. La debilidad del crédito al consumo se debió, en gran medida, a factores de demanda y fue acorde con los resultados de las encuestas de opinión, especialmente en lo que respecta a la limitada predisposición de los consumidores a realizar compras importantes. Es probable que el bajo crecimiento de la renta real disponible de los hogares y el hecho de que los niveles de endeudamiento de este sector sigan siendo muy elevados hayan afectado a la demanda de crédito al consumo. Las entidades de crédito participantes en la encuesta sobre préstamos bancarios indicaron que la demanda había disminuido y que los criterios de aprobación de esta modalidad de crédito se habían endurecido. En 2011, los tipos de interés aplicados por las entidades al crédito al consumo aumentaron 32 puntos básicos, en promedio, invirtiéndose parcialmente la tendencia descendente observada en 2010 (véase gráfico 14).

Gráfico 14 Tipos de interés de los préstamos a hogares y sociedades no financieras

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

- Tipos de interés de los préstamos a corto plazo a sociedades no financieras
- Tipos de interés de los préstamos a largo plazo a sociedades no financieras
- Tipos de interés de los préstamos a hogares para adquisición de vivienda
- Tipos de interés de los préstamos a hogares para crédito al consumo



Fuente: BCE.

Gráfico 15 Endeudamiento y carga por intereses de los hogares

(porcentaje)

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



Fuentes: BCE y Eurostat.

Notas: El endeudamiento de los hogares incluye el total de préstamos a hogares otorgados por todos los sectores institucionales, incluido el resto del mundo. La carga por intereses no incluye los costes de financiación totales pagados por los hogares, pues excluye las comisiones desembolsadas por servicios financieros. Los datos del último trimestre se han estimado parcialmente.

EL ENDEUDAMIENTO DE LOS HOGARES DISMINUYÓ LIGERAMENTE, PERO CONTINUÓ SIENDO ELEVADO

En 2011, el endeudamiento de los hogares de la zona del euro experimentó un aumento moderado (estimado en el 1,5%) en términos nominales. Sin embargo, este aumento fue superado por el incremento de la renta nominal, medida tanto en términos de la renta bruta disponible como del PIB. En consecuencia, se estima que las ratios de endeudamiento de los hogares disminuyeron ligeramente en 2011 en comparación con los niveles observados a finales de 2010 (desde el 100,1% hasta el 99,4% en relación con la renta bruta disponible, y desde el 66,3% hasta el 65,2% en relación con el PIB; véase gráfico 15). La carga por intereses de este sector (es decir, los pagos de intereses en porcentaje de la renta bruta disponible) aumentó ligeramente en 2011, debido principalmente al moderado incremento

de los tipos de interés aplicados por las entidades de crédito a los préstamos.

EL COSTE DE LA FINANCIACIÓN EXTERNA DE LAS SOCIEDADES NO FINANCIERAS MANTUVO SU MODERACIÓN EN 2011

A finales de 2011, el coste real de la financiación externa de las sociedades no financieras se redujo ligeramente con respecto a finales de 2010. Tras disminuir en la primera mitad del año, el coste real total de la financiación externa se mantuvo prácticamente sin cambios en el segundo semestre, en un entorno de agudización de las tensiones en los mercados financieros relacionadas con la crisis de la deuda soberana. La evolución agregada oculta algunas diferencias en las distintas fuentes de financiación. El coste real de la emisión de valores de renta fija y de los préstamos bancarios a corto plazo aumentó

significativamente en la segunda mitad de 2011, mientras que los tipos de interés aplicados por las entidades de crédito a los préstamos a largo plazo apenas experimentaron variaciones a lo largo del año y el coste real de las acciones fluctuó en torno a máximos históricos (véase gráfico 16). En conjunto, el coste real de la financiación externa en 2011 se mantuvo contenido justo por debajo de su media histórica.

Por lo que respecta al coste de la financiación bancaria, los tipos de interés reales aplicados por las IFM a los préstamos a corto plazo se incrementaron desde aproximadamente el 1,4% registrado en diciembre de 2010 hasta el 1,7% a finales de 2011. Los tipos de interés de los préstamos bancarios a corto plazo reflejaron principalmente la evolución de los tipos del mercado monetario. El euríbor a tres meses registró un aumento de unos 40 puntos básicos

Gráfico 16 Coste real de la financiación externa de las sociedades no financieras de la zona del euro

(porcentaje)

- 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 la financiación mediante valores de renta fija
- Coste real de la financiación mediante acciones cotizadas



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

Notas: El coste real de la financiación externa de las sociedades no financieras de la zona del euro se calcula como la media ponderada del coste de los préstamos bancarios, el coste real de la financiación mediante valores de renta fija y 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).

entre finales de 2010 y finales de 2011. Es posible que la evolución de los tipos de interés de los préstamos a corto plazo también se deba al deterioro de la solvencia de las empresas en algunas jurisdicciones y a las tensiones observadas en las condiciones de financiación de las entidades de crédito. En general, el diferencial entre estos tipos de interés y el tipo de interés a tres meses del mercado monetario permaneció prácticamente estable durante los tres primeros trimestres de 2011, antes de elevarse en el último. En el caso de los tipos de interés reales y nominales aplicados por las IFM a los préstamos a largo plazo aumentaron unos 20 puntos básicos en el primer trimestre de 2011, y posteriormente se mantuvieron apenas sin cambios. Los diferenciales entre los tipos de interés aplicados por las entidades a los préstamos a largo plazo y la deuda pública a largo plazo con calificación AAA se redujeron a principios de 2011, antes de ampliarse a lo largo del año, debido principalmente a las fluctuaciones observadas en el rendimiento de la deuda pública, como consecuencia de los flujos hacia los activos refugio de Alemania.

La evolución de los tipos de interés aplicados por las IFM a los préstamos en 2011 puede que no haya reflejado plenamente el recrudecimiento de las tensiones en los mercados financieros durante el segundo semestre del año. Según los resultados de la encuesta sobre préstamos bancarios en la zona del euro, en el citado semestre se produjo un deterioro significativo en el acceso de las entidades de crédito a la financiación en los mercados y en su situación de liquidez, lo que contribuyó a un endurecimiento considerable de los criterios de aprobación de los préstamos y créditos al sector privado.

El coste real de financiarse en los mercados mediante la emisión de valores de renta fija se incrementó unos 70 puntos básicos entre diciembre de 2010 y diciembre de 2011, aunque se mantuvo en niveles bastante favorables en términos históricos. La mayor parte de este aumento se registró en el segundo semestre de 2011, en un contexto de contagio de las

tensiones en los mercados de deuda soberana a otros segmentos de los mercados financieros. Como las preferencias de los inversores se desplazaron hacia activos más líquidos y seguros, los diferenciales de los valores de renta fija privada (medidos como la diferencia entre los rendimientos de estos valores y los de la deuda pública a largo plazo de la zona del euro) se ampliaron ligeramente en todas las categorías de calificación, aunque el aumento fue más pronunciado en el caso de los bonos de alta rentabilidad.

El coste real de emitir acciones cotizadas fluctuó ligeramente durante todo el año, y en diciembre de 2011 se situaba en torno a 50 puntos básicos por debajo del nivel registrado en diciembre de 2010. En promedio, en 2011 el coste real de las acciones se mantuvo próximo a máximos históricos.

RECURSO MODERADO A LA FINANCIACIÓN EXTERNA EN 2011

La tasa de crecimiento interanual de la financiación externa de las sociedades no financieras de la zona del euro se mantuvo prácticamente sin variación, en niveles moderados, en 2011, ya que la continuación del proceso de estabilización en los préstamos concedidos por las IFM quedó contrarrestada, en gran medida, por la reducción registrada en la emisión de valores de renta fija y por la persistente debilidad de la emisión de acciones cotizadas (véase gráfico 17). Este proceso de reintermediación, que comenzó a principios de 2010, pareció interrumpirse en el segundo semestre de 2011, en un entorno en el que el recurso a la financiación externa fue limitado.

Más concretamente, tras la fuerte contracción experimentada entre 2008 y 2010, la normalización de la financiación bancaria del sector empresas se concentró principalmente en los préstamos a corto plazo. En promedio, en 2011, la tasa de crecimiento interanual de estos préstamos (esto es, préstamos con fijación del tipo inicial de hasta un año) se recuperó en unos 10 puntos porcentuales en comparación con el año anterior, mientras que la tasa de crecimiento

interanual de los préstamos a largo plazo (es decir, préstamos con fijación del tipo inicial de más de cinco años) se redujo ligeramente. En cuanto a la financiación en los mercados, en 2011, la tasa de crecimiento interanual de la emisión de valores distintos de acciones se mantuvo, en promedio, en niveles considerablemente por debajo de la tasa registrada en 2010. Al mismo tiempo, la emisión de acciones cotizadas siguió siendo moderada y tendió a seguir disminuyendo en 2011.

La demanda relativamente reducida de financiación externa puede deberse, en cierta medida, a las restrictivas condiciones de concesión del crédito y al debilitamiento de la actividad económica en la segunda mitad del año. Según los resultados de la encuesta sobre préstamos bancarios en la zona de euro, en los dos primeros trimestres de 2011, la demanda de préstamos por parte de empresas se vio estimulada por una mayor necesidad de financiar inversiones y existencias, pero retrocedió de nuevo en el segundo semestre. La disponibilidad de financiación interna puede explicar también la moderada dinámica de la financiación externa, en particular en el caso de grandes y medianas empresas. Ciertamente, basándose en los estados

Gráfico 17 Financiación externa de las sociedades no financieras, por instrumento

(tasas de variación interanual)

- Financiación externa total
- Préstamos de las IFM
- Valores de renta fija
- Acciones cotizadas



Fuente: BCE.

Nota: Las acciones cotizadas están denominadas en euros.

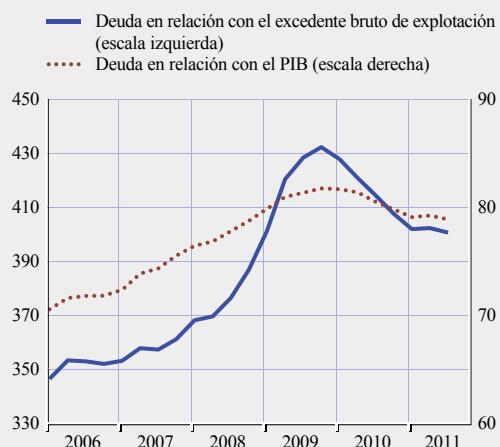
financieros de las sociedades no financieras cotizadas, en los tres primeros trimestres de 2011, la rentabilidad, medida por el resultado neto en relación con las ventas, se mantuvo elevada, en torno a los niveles registrados en 2010. Gracias, en particular, al dinamismo del comercio exterior en el primer semestre de 2011, las ventas netas de las empresas continuaron aumentando, aunque a un ritmo más lento que el año anterior. En cuanto a las pequeñas empresas, las encuestas del BCE sobre el acceso a la financiación de las pequeñas y medianas empresas en la zona del euro transmitieron un panorama más sombrío, con unos beneficios reducidos hasta el tercer trimestre de 2011, que puede que se deterioraran aún más en el último trimestre³.

EL ENDEUDAMIENTO DE LAS EMPRESAS SE ESTABILIZÓ EN 2011

En un entorno de moderación de la actividad económica, y sobre la base de datos agregados, los beneficios empresariales se redujeron ligeramente en el primer semestre de 2011, en comparación con los registrados a finales de 2010. No obstante, en ese mismo período, una política general de dividendos prudente hizo que la ratio de ahorro de las sociedades no financieras de la zona del euro se stabilizara en niveles bastante elevados. En consecuencia, dado que la inversión en capital fijo se financió en gran medida con fondos internos, la brecha de financiación (es decir, la medida en que las sociedades no financieras necesitan recurrir a fuentes externas para financiar sus inversiones) permaneció en niveles moderados en el primer semestre de 2011. En este mismo período, sin embargo, la normalización de la demanda de préstamos por parte de empresas conllevó un ligero aumento del recurso a la financiación externa por parte del sector empresas y, como consecuencia de ello, el citado semestre supuso una pausa en la tendencia decreciente del endeudamiento de este sector registrado en 2010 (véase gráfico 18). Más concretamente, durante los tres primeros trimestres, las ratios de deuda en relación con el PIB y con el excedente bruto de explotación se mantuvieron prácticamente estables, en torno al 79% y el 400%, respectivamente. Aunque las empresas

Gráfico 18 Ratios de endeudamiento de las sociedades no financieras

(porcentaje)



Fuentes: BCE, Eurostat y cálculos del BCE.

Notas: Los datos de endeudamiento proceden de las cuentas trimestrales europeas por sectores, e incluyen préstamos, valores distintos de acciones emitidas y reservas de los fondos de pensiones. La información incluida abarca hasta el segundo trimestre de 2011.

han mejorado su situación financiera y la de sus balances desde finales de 2009, las ratios de endeudamiento siguen siendo elevadas en términos históricos. En consecuencia, el sector empresas de la zona del euro sigue siendo vulnerable al riesgo de aumento de los costes de la financiación externa o de debilidad de la actividad económica.

2.3 EVOLUCIÓN DE LOS PRECIOS Y COSTES

En 2011, la inflación general medida por el IAPC aumentó, en promedio, hasta el 2,7%, desde el 0,3% de 2009 y el 1,6% de 2010. Desde finales de 2010, las tasas de inflación interanual se han mantenido claramente por encima del 2%, impulsadas principalmente por las elevadas tasas de crecimiento interanual de los precios de la energía y de los alimentos registradas como consecuencia de los repuntes de los precios internacionales de las materias primas.

³ Véase, por ejemplo, el informe titulado «Survey on the access to finance of small and medium-sized enterprises in the euro area – April to September 2011», BCE, diciembre de 2011.

En algunas economías de la zona del euro, las subidas de los impuestos indirectos y de los precios administrados también contribuyeron al incremento de las tasas de inflación medidas por el IAPC.

Como sugieren la evolución de los precios industriales y los datos de las encuestas, las presiones externas sobre los precios fueron especialmente intensas en el primer semestre de 2011, debido a la subida de los precios del petróleo y de otras materias primas. Posteriormente, estas presiones parecieron disminuir principalmente como resultado de la moderación de los precios de las materias primas.

Como consecuencia de la mejora de la situación de los mercados de trabajo registrada en el primer semestre del año, los costes laborales se incrementaron paulatinamente en 2011. El crecimiento de los salarios aumentó sustancialmente, pero no alcanzó los niveles observados en 2008. Debido a la considerable ralentización de la actividad a partir del segundo trimestre de 2011, la productividad del trabajo creció a una tasa más baja que

en 2010. Por consiguiente, los costes laborales unitarios experimentaron un repunte, tras haber permanecido en niveles negativos en 2010.

En 2011, en un entorno de mayor inflación, la percepción de los consumidores acerca de la inflación y sus expectativas a corto plazo continuaron aumentando en relación con los muy reducidos niveles de 2009. En cambio, las expectativas de inflación a largo plazo, medidas por las encuestas, fueron muy estables.

LA INFLACIÓN MEDIDA POR EL IAPC SE MANTUVO CLARAMENTE POR ENCIMA DEL 2% EN 2011

Los precios de las materias primas fueron un destacado factor determinante de la inflación en la zona del euro en 2011. Estos precios experimentaron una acusada caída durante la recesión mundial que siguió a la quiebra de Lehman Brothers en 2008, aunque a principios de 2011 habían retornado a los niveles máximos registrados anteriormente. En el recuadro 6 se comparan las subidas de los precios de las materias primas observados en 2011 y 2008, así como su impacto en la inflación medida por el IAPC en la zona del euro.

Recuadro 6

EVOLUCIÓN DE LOS PRECIOS DE LAS MATERIAS PRIMAS E INFLACIÓN MEDIDA POR EL IAPC EN LA ZONA DEL EURO: COMPARACIÓN DE LAS SUBIDAS REGISTRADAS EN 2008 Y 2011

Los precios de las materias primas fueron un destacado factor determinante de la inflación de la zona del euro en 2011. La pronunciada caída de estos precios durante la recesión mundial que siguió a la quiebra de Lehman Brothers revirtió con rapidez y, a principios de 2011, se situaron próximos a los niveles máximos registrados anteriormente. En este contexto, en este recuadro se compara la subida que experimentaron los precios de las materias primas en 2011 con la de 2008 y se considera su impacto en la inflación medida por el IAPC de la zona del euro.

Precios de las materias primas

Los precios de las materias primas con un impacto más directo en la inflación de los precios de consumo son los del petróleo y los de los alimentos¹. Su evolución está determinada,

¹ Los precios de las materias primas industriales no tienen un impacto directo en los precios de consumo, por lo que no se consideran en este recuadro.

en gran medida, por el ciclo económico mundial, y las subidas observadas tanto en 2008 como en 2011 reflejaron, en particular, el auge de la demanda en las economías emergentes que estaban experimentando una fuerte expansión. Al mismo tiempo, los precios del petróleo y de las materias primas alimenticias se vieron influidos, por el lado de la oferta, por factores idiosincrásicos tales como las tensiones geopolíticas o unas condiciones meteorológicas extremas en los países productores de materias primas. Un rasgo común de los dos períodos analizados es que estas perturbaciones en la oferta ocurrieron en unos momentos en los que la demanda ya era muy elevada. En 2008, las tensiones que se produjeron posteriormente en el mercado de petróleo se agudizaron aún más por la preocupación existente en torno a unos niveles de existencias relativamente reducidos.

En el caso de los precios del petróleo, el máximo registrado durante la subida de 2011 fue inferior al observado en 2008 si estos precios se miden en dólares estadounidenses, pero se situó aproximadamente en el mismo nivel (85 euros por barril) si se calcula en euros (véase gráfico A). En cuanto a los precios de las materias primas alimenticias en euros, el nivel máximo alcanzado durante la subida de 2011 fue superior al registrado en 2008. En ambos períodos, los precios se vieron impulsados por la fuerte demanda de alimentos ricos en proteínas, como la carne y los productos lácteos, por parte de las economías emergentes, y de cereales y semillas oleaginosas, por parte de los países industrializados, en un contexto de rápido crecimiento de la producción de biocombustibles. Sin embargo, como las condiciones de la oferta a escala mundial habían tenido cierto tiempo para adaptarse, cabe la posibilidad de que la intensa demanda generada por dichos cambios en los hábitos de consumo o en la política energética haya tenido un impacto limitado en 2011.

Gráfico A Evolución de los precios de las materias primas

(índices de precios de los alimentos: 2005 = 100; precios del petróleo en euros)

- Precios internacionales de las materias primas alimenticias (escala izquierda)
- Precios del petróleo (escala derecha)
- - - Precios de las materias primas alimenticias en la UE (escala derecha)

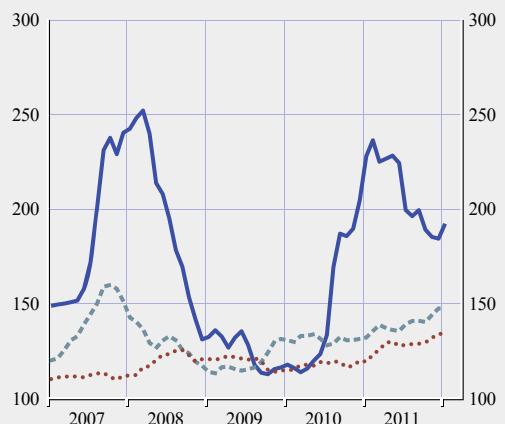


Fuentes: Hamburg Institute of International Economics, Dirección General de Agricultura y Desarrollo Rural de la Comisión Europea y cálculos del BCE.

Gráfico B Evolución de los precios de las materias primas alimenticias en la UE

(índice: 2005 = 100)

- Cereales
- Carne
- - - Productos lácteos



Fuente: Dirección General de Agricultura y Desarrollo Rural de la Comisión Europea.

Al considerar los precios de las materias primas alimenticias conviene tener en cuenta que, en el caso de la zona del euro, la Política Agrícola Común de la UE desempeña un papel destacado en el mecanismo de transmisión de las perturbaciones de los precios de los alimentos. Aunque los precios fijados en el marco de esta política registraron un máximo más elevado en la subida de 2011 que en la de 2008, la diferencia fue menos acusada que la observada en los precios internacionales de las materias primas. Se ha de indicar que el nivel agregado de los precios de las materias primas alimenticias en la UE oculta una evolución muy dispar de determinadas categorías (véase gráfico B). Por ejemplo, en 2011, los precios de los cereales y de los productos lácteos no llegaron a los niveles registrados en 2008, mientras que el agregado en el que se incluyen sí aumentó. Además, los respectivos máximos se alcanzaron en momentos ligeramente diferentes, ya que, por ejemplo, los precios de los productos lácteos ya habían registrado un máximo a finales de 2007, mientras que los de la carne no lo hicieron hasta principios de 2009. Estas diferencias son importantes porque la estructura de transmisión de los precios de las materias primas a los de consumo varía en los distintos alimentos.

Impacto sobre la inflación medida por el IAPC

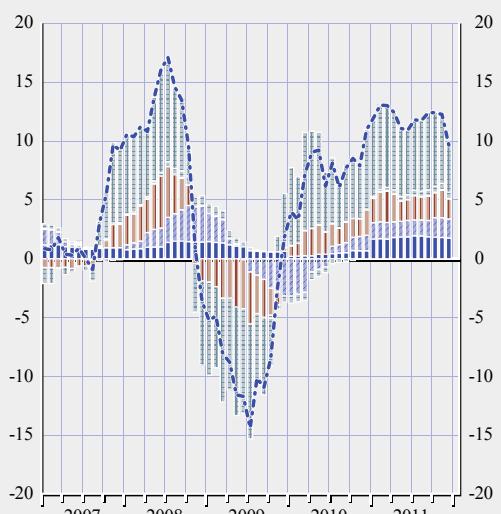
El impacto más rápido y evidente de las subidas de los precios de las materias primas en la inflación medida por el IAPC se produce a través de su efecto directo en los precios de consumo de la energía y de los alimentos. Ciertamente, a mediados de 2008 y principios de 2011, cuando los precios de las materias primas alcanzaron niveles máximos, estos dos componentes representaban aproximadamente el 60% de la inflación medida por el IAPC de la zona del euro.

La inflación de los precios de la energía se situaba en torno al 12% a principios de 2011, ligeramente por debajo de las tasas medias observadas a mediados de 2008 (véase gráfico C). Las variaciones de los precios del petróleo tienen un efecto casi inmediato en los precios de los combustibles del componente energético del IAPC, especialmente en los del transporte en vehículos privados. Así pues, si se tiene en cuenta su ponderación en el IAPC, el nivel y el perfil de la inflación de los precios de la energía en los dos períodos analizados fueron atribuibles, en gran medida, a los precios de los combustibles. Los impuestos tuvieron un impacto al alza más acusado durante la subida registrada en 2011, aunque este efecto quedó contrarrestado por el hecho de que los márgenes de refino fueron menos de la mitad de los observados en 2008. Las variaciones del precio del petróleo no afectan inmediatamente a los precios del gas y de la electricidad, sino que estos tienden a reaccionar con un retardo de un par de meses.

Gráfico C Contribuciones a la inflación de precios de la energía

(puntos porcentuales; tasas de variación interanual)

- Electricidad
- Combustibles líquidos
- Energía calórica
- Gas
- Combustibles sólidos
- Combustibles y lubricantes
- Energía



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Las diferencias entre los niveles máximos de la inflación en 2008 y 2011 están relacionadas, fundamentalmente, con las contribuciones relativas de estos dos componentes de los precios de la energía, ya que la contribución de los precios del gas fue mayor en 2008, mientras que en 2011 fue mayor la de los precios de la electricidad. Una posible razón de la menor aportación de los precios del gas en 2011 es el desarrollo gradual de mercados al contado en los últimos años, que puede haber limitado el impacto de los precios del gas indicados a la inflación. La mayor contribución de los precios de la electricidad en 2011 parece haber estado relacionada, en gran medida, con la subida de los precios de las fuentes de energía renovables y con modificaciones de los impuestos.

A diferencia de la inflación de los precios de la energía, la inflación interanual de los precios de los alimentos registró niveles más bajos en 2011 que en 2008. De hecho, la inflación de los precios de los alimentos en 2011, que se situó en niveles cercanos al 3%, fue aproximadamente la mitad de la observada en 2008 (véase gráfico D). Las variaciones de los precios de las materias primas alimenticias y las condiciones de oferta en las distintas regiones tienen un impacto directo y casi inmediato en los precios de los alimentos no elaborados. La contribución de estos últimos a la inflación general de los precios de los alimentos fue prácticamente similar en 2011 y 2008, aunque hubo diferencias en algunos subcomponentes, como la carne y las legumbres y hortalizas. La mayor parte de la diferencia observada en la inflación de los precios de los alimentos entre los máximos de 2011 y de 2008 tuvo su origen en los precios de los alimentos elaborados (excluidos alcohol y tabaco), en los que el efecto de los precios de las materias primas se deja sentir de manera indirecta a través de los precios industriales.

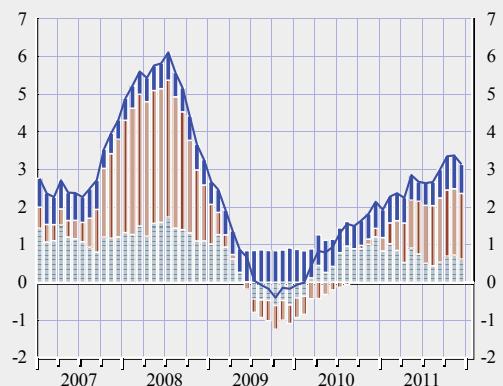
Por lo que se refiere a los precios de los alimentos elaborados, su contribución al máximo que alcanzó la inflación a principios de 2011 representó solo la mitad de la observada en el máximo de 2008. En concreto, la contribución de los productos lácteos y del pan y los cereales fue mucho más destacada en 2008, lo que es acorde con el patrón observado en los precios correspondientes de las materias primas en la UE y con el hecho de que, en el caso de los productos lácteos, la transmisión es mucho más intensa que en el de otros alimentos elaborados². Por lo tanto, en 2011, las aportaciones de los distintos subcomponentes a la inflación de los precios de los alimentos elaborados fueron bastante similares, siendo la contribución de la categoría que incluye café, té y cacao y de la que comprende aceites y grasas casi igual a la de los productos lácteos. Al mismo tiempo, es probable que la menor contribución de los precios de los alimentos elaborados a la inflación general de los precios de los alimentos en 2011 refleje el entorno económico más complejo de los últimos años, que ha moderado la transmisión de las presiones de los precios de las materias primas.

2 Véase G. Ferrucci, R. Jiménez-Rodríguez y L. Onorante, «Food price pass-through in the euro area: the role of asymmetries and non-linearities», *Working Paper Series*, BCE, n.º 1168, abril de 2010.

Gráfico D Contribuciones a la inflación de precios de los alimentos

(puntos porcentuales; tasas variación interanual)

Alcohol y tabaco
Alimentos elaborados (excluidos alcohol y tabaco)
Alimentos no elaborados
Alimentos



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

En conclusión, en este recuadro se muestra que la evolución similar de las subidas de los precios del petróleo y de las materias primas alimenticias en 2008 y 2011 se vio acompañada por patrones diferentes en los componentes correspondientes de la inflación medida por el IAPC de la zona del euro. Por un lado, el máximo alcanzado por la inflación de los precios de la energía en 2011 coincidió básicamente con el de 2008 y con el perfil de la evolución de los precios del petróleo en esos años. Por otro, la inflación de los precios de los alimentos fue mucho menor en 2011 que en 2008, como consecuencia de una transmisión más limitada resultante de una estructura diferente de los precios de las materias primas a nivel desagregado y de un entorno generalmente más complejo para la transmisión durante los últimos años. No obstante, en conjunto, la evolución observada en 2011 es acorde con la idea de que la inflación medida por el IAPC de la zona del euro es muy sensible a la trayectoria de los precios de las materias primas y de que es muy difícil evitar que se produzcan efectos directos en la inflación medida por el IAPC. Por consiguiente, es necesario que el proceso de fijación de precios y salarios se lleve a cabo adecuadamente, con el fin de impedir la materialización de efectos de segunda vuelta y un impacto sostenido sobre la inflación en un horizonte de medio plazo.

Como consecuencia de los elevados precios del petróleo, la tasa de variación interanual del componente energético del IAPC, que representa el 10,4% del IAPC general, se mantuvo en niveles de dos dígitos durante 2011, alcanzando una media interanual del 11,9%. El impacto más acusado se registró en los precios de los componentes directamente relacionados con los precios del petróleo, como los combustibles líquidos y los combustibles y lubricantes para vehículos privados. Además, se observó un pronunciado aumento de los precios de la electricidad, el gas y el gasóleo para calefacción.

Como reflejo de la evolución de los precios internacionales de las materias primas alimenticias, los precios de los alimentos del IAPC aumentaron de nuevo, en particular los de los alimentos elaborados, que se incrementaron de manera constante en 2011. La tasa media de variación interanual de estos últimos se situó en el 3,3% en 2011, muy por encima de las registradas en 2010 (0,9%) y 2009 (1,1%). En comparación, los precios de los alimentos no elaborados mostraron una tendencia a la baja en 2011, en un entorno de cierta volatilidad intermensual. En tasa media interanual, estos precios también se

Cuadro I Evolución de los precios

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

| | 2009 | 2010 | 2011 | 2010 IV | 2011 I | 2011 II | 2011 III | 2011 IV | 2012 Ene. | 2012 Feb. |
|---|-------|------|------|------------|-----------|------------|-------------|------------|--------------|--------------|
| IAPC y sus componentes | | | | | | | | | | |
| Índice general ¹⁾ | 0,3 | 1,6 | 2,7 | 2,0 | 2,5 | 2,8 | 2,7 | 2,9 | 2,6 | 2,7 |
| Energía | -8,1 | 7,4 | 11,9 | 9,2 | 12,7 | 11,5 | 12,0 | 11,5 | 9,2 | - |
| Alimentos no elaborados | 0,2 | 1,3 | 1,8 | 2,7 | 2,3 | 1,9 | 1,3 | 1,8 | 1,6 | - |
| Alimentos elaborados | 1,1 | 0,9 | 3,3 | 1,3 | 2,1 | 3,0 | 3,7 | 4,2 | 4,1 | - |
| Bienes industriales no energéticos | 0,6 | 0,5 | 0,8 | 0,8 | 0,5 | 1,0 | 0,4 | 1,2 | 0,9 | - |
| Servicios | 2,0 | 1,4 | 1,8 | 1,3 | 1,6 | 1,9 | 2,0 | 1,9 | 1,9 | - |
| Otros indicadores de precios y costes | | | | | | | | | | |
| Precios industriales | -5,1 | 2,9 | 5,9 | 4,8 | 6,5 | 6,3 | 5,9 | 5,1 | 3,7 | - |
| Precios del petróleo (euro/barril) | 44,6 | 60,7 | 79,7 | 64,4 | 77,3 | 81,3 | 79,3 | 80,7 | 86,2 | 89,7 |
| Precios de las materias primas no energéticas | -18,5 | 44,6 | 12,2 | 48,6 | 42,9 | 11,6 | 3,8 | -2,5 | -4,6 | - |

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

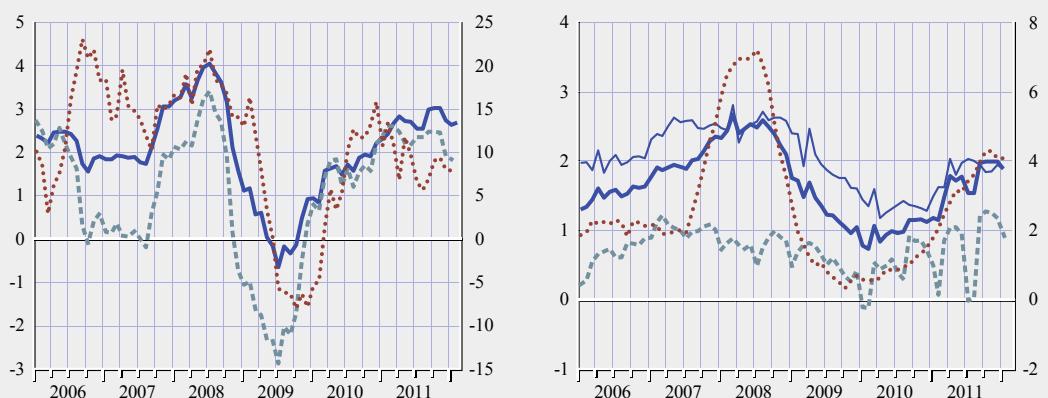
1) La inflación medida por el IAPC de febrero de 2012 corresponde a la estimación preliminar de Eurostat.

Gráfico 19 Principales componentes del IAPC

(tasas de variación interanual; datos mensuales)

- IAPC general (escala izquierda)
- Alimentos no elaborados (escala izquierda)
- Energía (escala derecha)

- IAPC general, excl. energía y alimentos no elaborados (escala izquierda)
- Alimentos elaborados (escala derecha)
- Bienes industriales no energéticos (escala izquierda)
- Servicios (escala izquierda)



Fuente: Eurostat.

incrementaron, pero en menor medida que los de los alimentos elaborados (1,8% en 2011, en comparación con el 1,3% de 2010 y el 0,2% de 2009).

Excluidos la energía y los alimentos, la tasa media de inflación medida por el IAPC fue más elevada en 2011 que en 2010, debido a una serie de factores externos e internos. La inflación de los precios de los bienes industriales no energéticos continuó su tendencia al alza, como resultado de una cierta transmisión de la anterior depreciación del tipo de cambio y de las subidas de los precios de las materias primas, así como de los impuestos indirectos. Además, las tasas de variación interanual de este componente fueron bastante volátiles, como consecuencia del nuevo Reglamento sobre el tratamiento de los productos estacionales en el IAPC, que afectó, en particular, al subcomponente de bienes de consumo semiduradero (prendas de vestir, productos textiles, libros, etc.).

En consonancia con la evolución del crecimiento de los salarios, la inflación de los precios de los servicios aumentó considerablemente en el primer semestre de 2011, antes de estabilizarse

en torno al 2% hacia finales de año. Este patrón se observó en todos los subcomponentes principales de los servicios, salvo en los de comunicación.

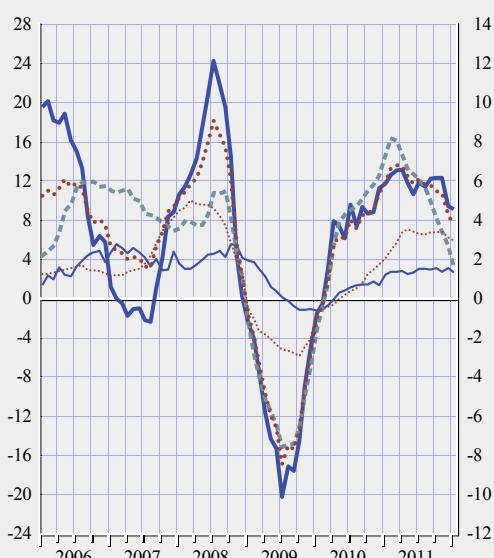
LA INFLACIÓN DE LOS PRECIOS INDUSTRIALES SE REDUJO EN 2011

Debido fundamentalmente al aumento de la demanda de materias primas a escala internacional, las presiones sobre los precios a lo largo de la cadena de producción se intensificaron de forma constante desde el mínimo observado en el verano de 2009 hasta mediados de 2011. En consecuencia, la inflación de los precios industriales se incrementó a finales de 2010 y en el primer semestre de 2011, y se redujo después, principalmente como reflejo del impacto de las fluctuaciones de los precios de las materias primas. En promedio, los precios industriales (excluida la construcción) crecieron un 5,9% en la zona del euro en 2011, en comparación con el 2,9% de 2010 y con una caída del 5,1% en 2009 (véase gráfico 20). La tasa de variación interanual de los precios industriales de la energía se situó en el 11,9%, en comparación con el 6,4% de 2010 y con una disminución del 11,8% en 2009.

Gráfico 20 Detalle de los precios industriales

(tasas de variación interanual; datos mensuales)

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



Fuente: Eurostat.

Si se excluyen la construcción y la energía, la tasa de crecimiento interanual de los precios industriales también fue más elevada que en años anteriores (3,8% en 2011, en comparación con el 1,6% en 2010 y con una reducción del 2,9% en 2009). La disminución de las presiones sobre los precios durante la segunda mitad del año fue más evidente en las primeras etapas del proceso de fijación de precios (los precios de producción de los bienes intermedios) que en

las etapas posteriores (precios industriales de los bienes de consumo).

LOS INDICADORES DE COSTES LABORALES AUMENTARON GRADUALMENTE EN 2011

Como consecuencia de la mejora de la situación de los mercados de trabajo en la primera mitad del año, los costes laborales aumentaron paulatinamente en 2011. La tasa de crecimiento interanual de los salarios negociados se elevó de manera continuada durante el año, alcanzando una media del 2% en el conjunto de 2011, frente al 1,7% de 2010 (véase cuadro 2). La recuperación gradual de este indicador, que recoge el principal componente de los salarios acordados previamente en los convenios colectivos, puede ser reflejo de una respuesta retardada de los acuerdos contractuales a la mejora de la situación de los mercados de trabajo, que reforzó el poder de negociación de los trabajadores, siendo posible que el incremento de la inflación que se produjo a finales de 2010 también desempeñara cierto papel.

La tasa de crecimiento interanual de los costes laborales por hora también se incrementó en 2011, contrariamente a lo observado en 2010. La tasa de crecimiento interanual de la remuneración por asalariado se situó en torno al 2,4% en los tres primeros trimestres de 2011, un aumento considerable con respecto a la tasa media del 1,6% registrada en 2010. Dado que el crecimiento de la productividad del trabajo por asalariado fue sensiblemente menor que el de la remuneración por asalariado, los costes laborales unitarios se elevaron de manera acusada.

Cuadro 2 Indicadores de costes laborales

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

| | 2009 | 2010 | 2011 | 2010 IV | 2011 I | 2011 II | 2011 III | 2011 IV |
|-----------------------------------|------|------|------|------------|-----------|------------|-------------|------------|
| Salarios negociados | 2,6 | 1,7 | 2,0 | 1,6 | 2,0 | 1,9 | 2,1 | 2,0 |
| Costes laborales totales por hora | 2,7 | 1,6 | . | 1,7 | 2,5 | 3,2 | 2,7 | . |
| Remuneración por asalariado | 1,4 | 1,6 | . | 1,6 | 2,4 | 2,5 | 2,4 | . |
| <i>Pro memoria</i> | | | | | | | | |
| Productividad del trabajo | -2,5 | 2,4 | . | 1,9 | 2,2 | 1,3 | 1,0 | . |
| Costes laborales unitarios | 4,0 | 0,8 | . | -0,3 | 0,2 | 1,2 | 1,3 | . |

Fuentes: Eurostat, datos nacionales y cálculos del BCE.

LA INFLACIÓN DE LOS PRECIOS DE LOS INMUEBLES RESIDENCIALES DESCENDIÓ

Los precios de los inmuebles residenciales de la zona del euro, que no se incluyen en el IAPC, aumentaron un 1%, en tasa interanual, en el tercer trimestre de 2011 (1,1%, en promedio, en 2010). Por lo tanto, la tasa de crecimiento se mantuvo muy por debajo de la media del 4,5% observada entre 1999 y 2010 (véase gráfico 21). En el citado trimestre, el índice de precios de los inmuebles residenciales de la zona del euro se situaba un 1,1% por debajo del máximo registrado en el segundo trimestre de 2008.

EVOLUCIÓN DE LAS EXPECTATIVAS DE INFLACIÓN

Los datos procedentes de Consensus Economics, el Barómetro de la Zona del Euro y la encuesta del BCE a expertos en previsión económica (EPE) indican que las expectativas de inflación a largo plazo (a cinco años vista) basadas en las encuestas se situaron en un nivel próximo al 2%. Los indicadores basados en el mercado, como las tasas de inflación implícitas obtenidas de los bonos indicados a la inflación y los tipos de interés comparables de los *swaps* indicados a la inflación, también evolucionaron de

forma plenamente acorde con la definición de estabilidad de precios del Consejo de Gobierno.

2.4 PRODUCTO, DEMANDA Y MERCADO DE TRABAJO

DESCENSO DEL RITMO DE CRECIMIENTO EN 2011

Tras la recuperación experimentada en 2010, el crecimiento del PIB real se ralentizó en 2011. El PIB real creció a una tasa interanual del 1,5% en 2011, frente al 1,9% de 2010 (véase cuadro 3). El patrón de crecimiento del PIB en 2011 se vio afectado fundamentalmente por la inversión y por las exportaciones. Aunque la contracción del crecimiento registrada en el segundo semestre de 2011 fue bastante generalizada en todos los componentes del gasto, la inversión y las exportaciones fueron los componentes que más influyeron a la hora de configurar el perfil de crecimiento, ya que registraron las desaceleraciones más pronunciadas.

En lo que respecta a la evolución intertrimestral, el PIB real de la zona del euro creció un 0,8% en el primer trimestre de 2011, frente al 0,3% del cuarto trimestre de 2010. No obstante, en el primer trimestre, el crecimiento se vio afectado por varios factores especiales, por lo que se esperaba para el segundo trimestre una acusada desaceleración en el ritmo de la recuperación, con un crecimiento intertrimestral del PIB del 0,2%. Aunque el PIB siguió creciendo en el tercer trimestre de 2011 (0,1%), ya se observaban señales de que los riesgos a la baja identificados anteriormente se estaban materializando. Estos riesgos, que incluían una contracción del ritmo de crecimiento de la demanda mundial y los desfavorables efectos sobre las condiciones generales de financiación resultantes de las tensiones en los mercados de deuda soberana de la zona del euro, se reflejaron en el deterioro de los resultados de las encuestas de opinión. La primera estimación de Eurostat para el cuarto trimestre sitúa el crecimiento en el -0,3%, en tasa intertrimestral. No se dispone aún de una desagregación, pero la información disponible apunta a una evolución débil de la actividad industrial (incluida la construcción),

Gráfico 21 Evolución de los precios de los inmuebles residenciales en la zona del euro

(tasas de variación interanual, datos anuales)

Precios de los inmuebles residenciales en términos nominales



Fuente: Cálculos del BCE basados en datos nacionales no armonizados.

Nota: Los datos relativos a 2011 corresponden al periodo hasta el tercer trimestre.

Cuadro 3 Composición del crecimiento del PIB real

(tasas de variación; datos desestacionalizados, salvo indicación en contrario)

| | Tasas interanuales ¹⁾ | | | | | | | | Tasas intertrimestrales ²⁾ | | | | |
|---|----------------------------------|------|------|------------|-----------|------------|-------------|------------|---------------------------------------|-----------|------------|-------------|------------|
| | 2009 | 2010 | 2011 | 2010 IV | 2011 I | 2011 II | 2011 III | 2011 IV | 2010 IV | 2011 I | 2011 II | 2011 III | 2011 IV |
| Producto interior bruto real | -4,3 | 1,9 | 1,5 | 2,0 | 2,4 | 1,6 | 1,3 | 0,7 | 0,3 | 0,8 | 0,2 | 0,1 | -0,3 |
| <i>Del cual:</i> | | | | | | | | | | | | | |
| Demanda interna ³⁾ | -3,7 | 1,1 | . | 1,5 | 1,6 | 0,7 | 0,4 | . | 0,2 | 0,5 | -0,2 | -0,1 | . |
| Consumo privado | -1,2 | 0,9 | . | 1,1 | 0,9 | 0,2 | 0,0 | . | 0,3 | 0,0 | -0,5 | 0,2 | . |
| Consumo público | 2,5 | 0,6 | . | -0,1 | 0,5 | 0,1 | 0,0 | . | 0,0 | 0,2 | -0,1 | -0,1 | . |
| Formación bruta de capital fijo | -12,0 | -0,6 | . | 1,3 | 3,6 | 1,6 | 1,3 | . | -0,4 | 1,8 | -0,1 | -0,1 | . |
| Variación de existencias ^{3),4)} | -0,9 | 0,5 | . | 0,7 | 0,3 | 0,3 | 0,1 | . | 0,1 | 0,0 | 0,2 | -0,1 | . |
| Demanda exterior neta ³⁾ | -0,6 | 0,8 | . | 0,5 | 0,8 | 0,9 | 0,9 | . | 0,1 | 0,3 | 0,3 | 0,2 | . |
| Exportaciones ⁵⁾ | -12,8 | 11,5 | . | 12,0 | 10,4 | 6,8 | 5,8 | . | 1,5 | 1,8 | 1,2 | 1,2 | . |
| Importaciones ⁵⁾ | -11,7 | 9,7 | . | 11,2 | 8,5 | 4,6 | 3,7 | . | 1,3 | 1,1 | 0,5 | 0,8 | . |
| Valor añadido bruto real | | | | | | | | | | | | | |
| <i>Del cual:</i> | | | | | | | | | | | | | |
| Industria, excluida construcción | -13,3 | 6,6 | . | 6,7 | 5,7 | 4,2 | 3,5 | . | 1,3 | 1,2 | 0,6 | 0,3 | . |
| Construcción | -6,8 | -4,4 | . | -2,9 | 0,7 | -0,8 | -0,6 | . | -1,2 | 1,4 | -0,2 | -0,5 | . |
| Services | -1,6 | 1,4 | - | 1,3 | 1,5 | 1,3 | 1,0 | - | 0,2 | 0,5 | 0,2 | 0,1 | - |

Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Notas: Los datos anuales se calculan a partir de cifras sin desestacionalizar. La segunda estimación de las cuentas nacionales realizada por Eurostat para el cuarto trimestre de 2011 (que incluye el detalle del gasto) se llevó a cabo después de la fecha en que se cerró la recepción de datos (2 de marzo de 2012).

1) Tasa de variación respecto al mismo período del año anterior.

2) Tasa de variación respecto al trimestre anterior.

3) Contribución al crecimiento del PIB real; en puntos porcentuales.

4) Incluye las adquisiciones menos las cesiones de objetos valiosos.

5) Las importaciones y las exportaciones corresponden al comercio de bienes y servicios e incluyen también el que se realizan entre los países de la zona del euro.

mientras que el sector servicios parece haber resistido algo mejor.

El crecimiento del consumo privado en 2011 fue menor que en 2010, cuando registró un aumento del 0,9%. Esta desaceleración parece deberse a un crecimiento más contenido del gasto en consumo de bienes y, en menor medida, de servicios. Los datos sobre matriculaciones de automóviles indican que las compras de vehículos disminuyeron en 2011, aunque de forma menos pronunciada que en el año anterior. La debilidad del consumo es coherente con la erosión de la renta real como consecuencia del aumento de la inflación. Por el contrario, el empleo creció en promedio en 2011, proporcionando cierto respaldo al crecimiento de la renta. La débil evolución de la renta en 2011 probablemente hay contribuido al nuevo descenso de la tasa de ahorro, ya que los hogares tuvieron que recurrir a sus ahorros. El indicador de confianza de los consumidores, que permite hacerse una idea razonablemente

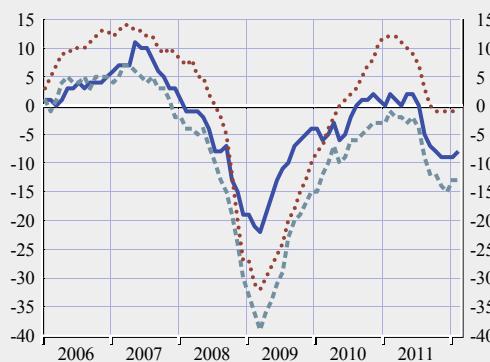
exacta de la evolución tendencial del consumo, experimentó un fuerte deterioro en el segundo semestre de 2011, tras un período de estabilidad en los primeros seis meses del año. En diciembre de 2011, el indicador se situaba en el mismo nivel que en el otoño de 2009 (véase gráfico 22).

El crecimiento de la inversión fija total fue relativamente intenso en 2011 y, por lo tanto, mucho más elevado que en 2010, cuando la inversión se contrajo un 0,6%. No obstante, esta solidez es atribuible, en gran parte, a la enorme fortaleza del primer trimestre, que refleja el auge de la inversión en construcción, especialmente en relación con la vivienda. Ello, a su vez, debe considerarse un repunte tras el bajo nivel de actividad registrado como consecuencia del tiempo inusualmente frío de finales de diciembre de 2010 en algunos países de la zona del euro. El crecimiento de la inversión en construcción y de la inversión, excluida la construcción, sufrió una desaceleración a lo largo de 2011

Gráfico 22 Indicadores de confianza

(saldo neto; datos desestacionalizados)

- Confianza de los consumidores
- Confianza industrial
- Confianza de los servicios



Fuentes: Encuestas de opinión de la Comisión Europea.

Nota: Los datos se calculan como desviaciones respecto a la media del período desde enero de 1985 para los indicadores de confianza industrial y de los consumidores, y desde abril de 1995 para el indicador de confianza de los servicios.

El crecimiento interanual del consumo público fue, con toda probabilidad, ligeramente positivo en 2011 y, por consiguiente, menor que en 2010, cuando alcanzó una tasa del 0,6%. De confirmarse, esta sería la tasa interanual más baja registrada desde 1996. El bajo crecimiento refleja las nuevas medidas de consolidación presupuestaria adoptadas en varios países, medidas que tienen su origen, en particular, en la contención del gasto por retribuciones de empleados públicos, que representan alrededor de la mitad del consumo público total. Otros componentes del consumo público, como el gasto en consumo intermedio, también han aumentado de forma moderada, en vista de la necesidad de proceder a una consolidación.

La contribución de las existencias al crecimiento probablemente ha sido limitada en 2011, lo que representaría una desaceleración de la tasa de acumulación de existencias en comparación con 2010, cuando este componente contribuyó en 0,5 puntos porcentuales al crecimiento del PIB. En consonancia con la caída del crecimiento y el deterioro de las perspectivas de la actividad económica, la contribución de las existencias al

crecimiento total se tornó negativa, en términos intertrimestrales, en el tercer trimestre de 2011.

El comercio de la zona del euro continuó recuperándose en el año transcurrido hasta el tercer trimestre de 2011. No obstante, el ritmo de expansión fue notablemente menor que el indicado por las tasas de crecimiento de dos dígitos registradas durante el mismo período del año anterior. Las exportaciones reales de bienes y servicios aumentaron un 5,8% en el año transcurrido hasta el tercer trimestre de 2011, mientras que las importaciones reales crecieron un 3,7%. Durante este período, las exportaciones sobrepasaron constantemente a las importaciones, en tasa intertrimestral. Como resultado, las contribuciones de la demanda exterior neta al crecimiento intertrimestral del PIB fueron positivas en cada trimestre, lo que favoreció la recuperación en la zona del euro durante el período analizado. En conjunto, la evolución del comercio durante los doce meses transcurridos hasta el tercer trimestre de 2011 fue, prácticamente, un reflejo de la dispar expansión de la economía mundial. El crecimiento tanto del comercio entre los países de la zona del euro como de las importaciones provenientes de terceros países fue bastante débil, debido a que la persistente crisis de la deuda soberana dejó sentir sus efectos sobre la demanda de la zona. Las exportaciones a países no pertenecientes a la zona del euro, especialmente a Asia y a América Latina, fueron elevadas (véase gráfico 23), mientras que las que tuvieron como destino las economías más avanzadas –incluidos Estados Unidos y el Reino Unido– experimentaron un lento crecimiento. El aumento de las exportaciones reales de bienes a países no pertenecientes a la zona del euro en el año transcurrido hasta el tercer trimestre de 2011 fue generalizado en las principales categorías de productos. En cambio, el moderado aumento de las importaciones en términos reales tuvo su origen, en gran medida, en el comportamiento de los bienes intermedios (que también se utilizan en el proceso de producción de los bienes exportados), mientras que las importaciones de bienes de consumo se redujeron, debido a

Gráfico 23 Exportaciones reales de la zona del euro a algunos socios comerciales

(índices: I 2006 = 100; datos desestacionalizados; medias móviles de tres meses)

- Paises no pertenecientes a la zona del euro
- Estados Unidos
- Paises no pertenecientes a la zona del euro
- OPEP
- Asia
- América Latina



Fuente: BCE.

Nota: La última observación corresponde a diciembre de 2011, salvo en el caso de los países no pertenecientes a la zona del euro y de los países de la UE que no pertenecen a la zona (noviembre de 2011).

la debilidad del consumo privado en la zona del euro. La balanza por cuenta corriente de la zona del euro en su conjunto se mantuvo en una posición próxima al equilibrio en 2011.

LA PRODUCCIÓN INDUSTRIAL AUMENTÓ DE NUEVO ANTES DE COMENZAR A REDUCIRSE

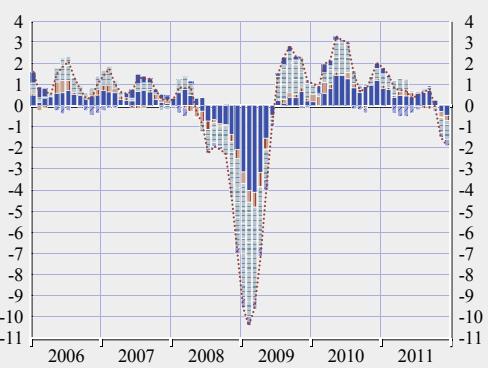
Desde una perspectiva sectorial, el mayor incremento del producto en 2011 se registró en la industria. En promedio, el valor añadido de este sector (excluida la construcción) aumentó en promedio un 4,5%, en tasa interanual, en los tres primeros trimestres del año, frente a un incremento del 6,6% en 2010. No obstante, el crecimiento perdió impulso a lo largo del año, en consonancia con la desaceleración del PIB, lo que también confirma la tasa de variación interanual de la cifra mensual de producción industrial (excluida la construcción), que descendió hasta casi el -1,6% en diciembre de 2011, desde el nivel cercano al 7% registrado en enero.

Entre los componentes de la producción industrial (excluida la construcción), los mayores incrementos

Gráfico 24 Crecimiento de la producción industrial y contribuciones

(tasas 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 se calculan como medias móviles de tres meses frente a la media correspondiente a los tres meses anteriores.

en 2011 se registraron en los bienes intermedios y de equipo, mientras que la producción de bienes de consumo fue más moderada (véase gráfico 24). Al mismo tiempo, la producción de energía se contrajo de forma acusada.

La producción de la construcción se contrajo de nuevo en 2011, tras un período de prolongada desaceleración. Tras registrar una retroceso del 4,4% en 2010, el valor añadido de la construcción se redujo, en promedio, un 0,2% en tasa interanual en los tres primeros trimestres de 2011. Durante el mismo período, la tasa de crecimiento interanual del valor añadido de los servicios se situó, en promedio, en el 1,3%, prácticamente sin variación con respecto a la cifra anual de 2010.

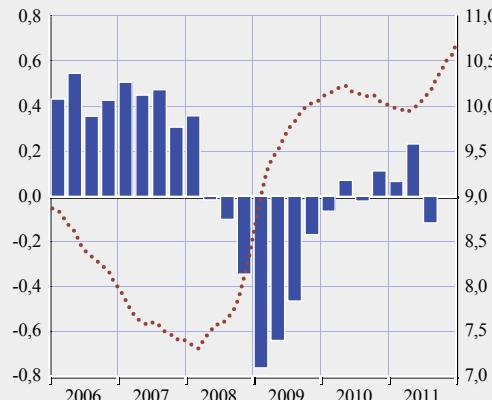
LAS MEJORAS EN EL MERCADO DE TRABAJO LEGARON A SU FIN

El empleo, que había comenzado a recuperarse a finales de 2010, registró un crecimiento positivo, en tasa intertrimestral, en el primer semestre de 2011. Sin embargo, la tasa volvió a ser negativa

Gráfico 25 Evolución del mercado de trabajo

(tasa de crecimiento intertrimestral; porcentaje de la población activa; datos desestacionalizados)

■ Empleo (escala izquierda)
● Desempleo (escala derecha)



Fuente: Eurostat.

en el tercer trimestre, con un descenso del 0,1% (véase gráfico 25). Los datos procedentes de las encuestas de opinión indican que la situación de fragilidad continuó en el cuarto trimestre de 2011. Desde una perspectiva sectorial, la mejora más destacable para el conjunto del año se registró en el sector servicios. El empleo en la industria (excluida la construcción) creció en menor medida. En 2011, el aumento fue mayor en términos de horas trabajadas que en número de personas ocupadas, especialmente a comienzos del año. Esta evolución debería considerarse simplemente como una corrección de la situación observada durante la crisis, ya que una gran parte del ajuste total del factor trabajo se produjo a través de una reducción del número de horas trabajadas y no mediante una reducción del número de personas ocupadas. En el recuadro 7 se analiza la evolución del mercado de trabajo en la zona del euro y en Estados Unidos desde el inicio de la crisis financiera.

Recuadro 7

AJUSTE LABORAL EN LA ZONA DEL EURO Y EN ESTADOS UNIDOS DESDE LA CRISIS

El inicio de la crisis financiera –y la consiguiente contracción de la actividad económica– tuvo un impacto significativo en los mercados de trabajo de la zona del euro y de Estados Unidos, provocando una acusada reducción del empleo y un aumento considerable del desempleo (véase gráfico A). Si bien las cifras recientes muestran que el deterioro general de la actividad fue bastante similar en ambas economías, con caídas del PIB real cercanas al 5%, desde el máximo hasta el mínimo cíclico, los ajustes realizados en los mercados de trabajo parecen haber sido algo más acusados e importantes en Estados Unidos que en la zona del euro¹. Ello se debe, en cierta medida, a la mayor concentración de pérdidas de actividad en los sectores intensivos en trabajo (como la construcción y las finanzas) en Estados Unidos y a un atesoramiento mayor del trabajo en la zona del euro. Este recuadro se centra en el ajuste del factor trabajo en la zona del euro y en Estados Unidos desde el inicio de la crisis, y destaca las principales diferencias observadas en el proceso de ajuste.

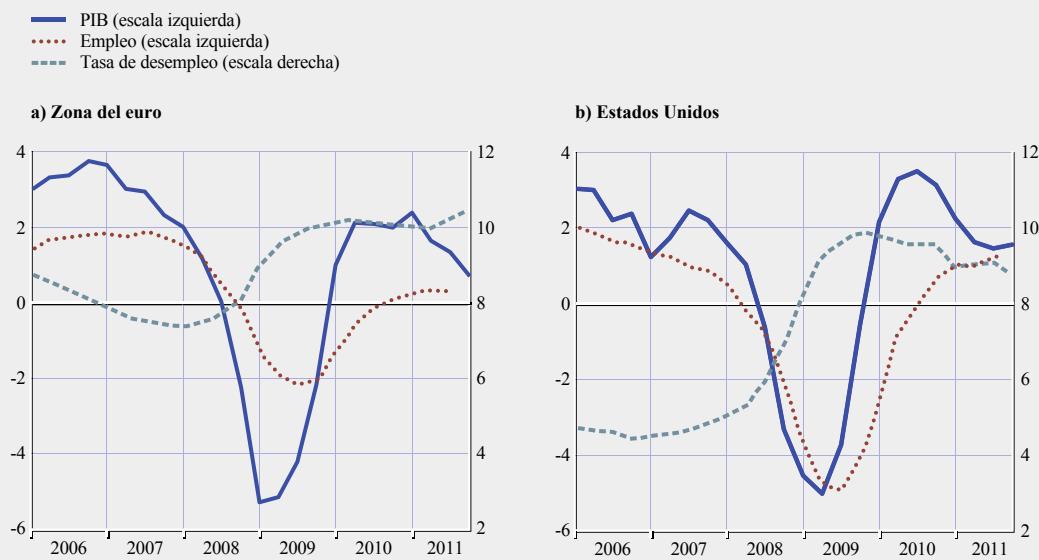
Dinámica del mercado de trabajo desde la crisis

En el gráfico B se sincronizan los ajustes cíclicos observados en las dos economías en relación con la primera contracción intertrimestral del PIB en 2008, para poner de manifiesto las diferencias en las sendas y mecanismos de ajuste utilizados en las dos economías.

¹ Para obtener información sobre las diferencias metodológicas en las cifras de empleo de la zona del euro y de Estados Unidos, véase el artículo titulado «Comparación de las estadísticas de la zona del euro, Estados Unidos y Japón», *Boletín Mensual*, BCE, abril de 2005.

Gráfico A Evolución del PIB, del empleo y del desempleo en la zona del euro y en Estados Unidos

(tasas de variación interanual; tasa de desempleo en porcentaje de la población activa)



Fuentes: Eurostat, US Bureau of Economic Analysis, Bureau of Labor Statistics y cálculos del BCE.

Nota: Las últimas observaciones corresponden al cuarto trimestre de 2011, salvo en el caso del empleo en la zona del euro que corresponde al tercer trimestre de 2011.

El inicio de la recesión (punto «0» en cada componente del gráfico B) provocó un fuerte descenso del total de horas trabajadas en ambas economías, ya que las empresas ajustaron el factor trabajo a tenor de la caída de los pedidos y de la menor demanda agregada. En Estados Unidos, la desaceleración de la actividad dio lugar a un rápido ajuste del empleo y, por consiguiente, a un incremento de la tasa de desempleo, un proceso que continuó hasta principios de 2010. En la zona del euro, por el contrario, el empleo y el desempleo se vieron protegidos, en cierta medida, frente al pleno impacto de la fuerte caída del PIB por un recurso bastante intenso al ajuste de las horas trabajadas por persona ocupada. Si bien es probable que la relativamente elevada protección del empleo en la zona del euro haya contribuido de forma importante a frenar una parte del ajuste en los mercados de trabajo, otra parte de este menor ajuste se debe también, indudablemente, a los planes de reducción de jornada (apoyados con frecuencia por los Gobiernos) que se aplicaron de forma generalizada en muchos países (sobre todo, Alemania, Bélgica e Italia).

Durante la recesión, el empleo registrado de la zona del euro cayó unos 3,8 millones (es decir, un 2,6%), mientras que en Estados Unidos se perdieron más de 8 millones de empleos (aproximadamente un 6%). Las distintas respuestas del empleo y de las horas trabajadas en las dos economías condujeron a un aumento mucho más lento del desempleo registrado en la zona del euro, aunque partiendo de un nivel inicial más elevado y a pesar de la dinámica tan diferente de la oferta de mano de obra². Concretamente, durante el tiempo que duró la crisis la tasa de desempleo de la zona del euro pasó de situarse justo por debajo del 7,4% en el primer trimestre de 2008 al 10,2%, en el segundo trimestre de 2010. Mientras tanto, en

2 En la zona del euro, el crecimiento de la población activa se estancó, en gran medida, tras el inicio de la recesión, lo que puede atribuirse casi por igual a una desaceleración del crecimiento, tanto de la población como de la tasa de actividad. En Estados Unidos, por el contrario, la población activa se contrajo en torno al 0,5%, debido principalmente al fuerte descenso de la tasa de actividad, mientras que el crecimiento de la población solo se redujo ligeramente.

Gráfico B Evolución del empleo, de las horas trabajadas y del desempleo en la zona del euro y en Estados Unidos

(tasas de variación intertrimestral; variación intertrimestral en puntos porcentuales de la tasa de desempleo)

— Zona del euro
···· Estados Unidos

a) Total de horas trabajadas



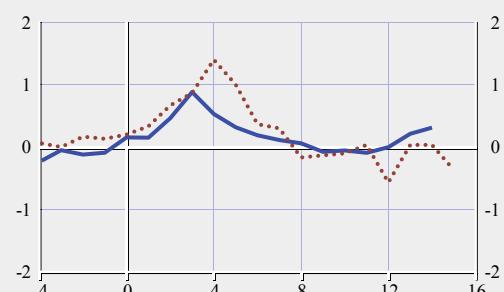
b) Empleo



c) Horas trabajadas por persona ocupada



d) Tasa de desempleo



Fuentes: Eurostat, OCDE, US Bureau of Labor Statistics y cálculos del BCE.

Notas: 0 en el eje de abscisas representa el primer trimestre de contracción del PIB en cada economía (primer trimestre de 2008 en Estados Unidos y segundo trimestre de 2008 en la zona del euro). Las últimas observaciones corresponden al cuarto trimestre de 2011, salvo en el caso del empleo y de las horas trabajadas en la zona del euro que corresponden al tercer trimestre de 2011.

Estados Unidos dicha tasa aumentó desde el 4,4%, en vísperas de la crisis, hasta un máximo del 10% en el último trimestre de 2009.

El mercado de trabajo cobró impulso algo más rápidamente en la zona del euro que en Estados Unidos

Desde la recesión, y a pesar de la moderación de los ajustes registrados durante la crisis, los mercados de trabajo de la zona del euro parecen haber respondido con una rapidez ligeramente mayor a la recuperación de la actividad que el de Estados Unidos, pues tanto las horas trabajadas (sobre todo las horas por persona ocupada) como el empleo retornaron a un crecimiento positivo con una rapidez algo mayor en la zona del euro que en Estados Unidos, pese a que en este país la actividad se recuperó con mayor celeridad. Esto puede deberse, en parte, a que la contracción que se observó en Estados Unidos fue ligeramente más prolongada que en la zona del euro, donde la recesión duró un trimestre más. No obstante, también refleja el uso algo más intensivo de los trabajadores que se incorporaban a la población activa en Estados Unidos tras la recuperación de la actividad, que dio lugar a un fuerte aumento de la productividad del trabajo a raíz de la recesión³.

3 Véase el recuadro titulado «Evolución reciente de la productividad sectorial en la zona del euro y en Estados Unidos», *Boletín Mensual*, BCE, diciembre de 2011.

Hasta mediados de 2011, los mercados de trabajo mostraron señales de mejora en ambas economías, empezando a aumentar las horas de trabajo y el empleo –aunque solo gradualmente– y reduciéndose el desempleo levemente. En general, en la zona del euro se han creado aproximadamente 900.000 empleos (es decir, un 0,6% del total) desde el mínimo ciclico, mientras que en Estados Unidos se han creado en torno a 2 millones de empleos (un 1,5%). En cierta medida, la menor creación de empleo en la zona del euro tras las crisis es consecuencia lógica del mayor grado de atesoramiento del empleo registrado durante la recesión. Por consiguiente, tras la recesión, la tasa de paro de la zona siguió siendo elevada, alcanzando el 10,4% en el cuarto trimestre de 2011. Mientras tanto, en Estados Unidos, la tasa de desempleo se redujo casi un punto porcentual, hasta el 8,7% en el mismo trimestre.

El desempleo de larga duración se incrementó a ambos lados del Atlántico

El aumento de la duración del desempleo desde que se inició la crisis es una característica común a ambos lados del Atlántico. Una mayor duración del paro puede generar un fuerte deterioro tanto del capital humano como de la vinculación al mercado de trabajo, lo que puede tener, a su vez, consecuencias perjudiciales para el crecimiento potencial a largo plazo de una economía. Habitualmente, el porcentaje de paro de larga duración es mucho más bajo en Estados Unidos que en la zona del euro, de tal modo que en Estados Unidos el porcentaje de parados durante más de seis meses suele alcanzar un máximo cercano a 25% después de cualquier recesión, frente al 65% del total, aproximadamente, en la zona del euro. Sin embargo, en Estados Unidos este porcentaje ha crecido considerablemente durante la última recesión y se ha situado en el 40% desde principios de 2010, aunque sigue situándose 20 puntos porcentuales por debajo del de la zona del euro. Este incremento se debe en parte, indudablemente, a la gravedad de la recesión y a la falta de nuevas posibilidades de empleo en un mercado laboral que sigue estando deprimido, pero también podría estar relacionado parcialmente con la ampliación, a partir de junio de 2008, del período con derecho a prestaciones por desempleo, de 26 a 99 semanas⁴. Al mismo tiempo, es posible que la persistente brecha en las tasas de desempleo de larga duración refleje diferencias institucionales más amplias en los mercados de trabajo de la zona del euro y de Estados Unidos.

La reciente recesión se cobró un alto precio en los mercados de trabajo de ambos lados del Atlántico, estando las tasas de utilización del factor trabajo aún muy alejadas de los niveles registrados antes de la crisis. El deterioro de estos mercados fue especialmente importante en Estados Unidos. Es probable que el crecimiento del empleo mantenga su debilidad durante algún tiempo tanto en la zona del euro como en Estados Unidos. Las mejoras a largo plazo en los mercados de trabajo de la zona del euro puede que dependan, en gran medida, de la capacidad de seguir reestructurándose, con el fin de favorecer la innovación y la aplicación de prácticas de trabajo eficientes, potenciando con ello el empleo en el largo plazo. Es posible que se necesiten nuevas reformas en la zona del euro para ayudar a moderar los flujos de entrada y salida del mercado de trabajo, sobre todo para los jóvenes recién incorporados a la población activa, que hasta el momento se han visto afectados por la crisis de manera desproporcionada, así como para el creciente número de parados de larga duración.

4 Está ampliamente aceptada la idea de que la ampliación del período para percibir las prestaciones por desempleo prolonga la duración del período de búsqueda de empleo, aunque las estimaciones varían considerablemente. Si nos centramos en el último episodio, Daly, Hobijn y Valletta llegan a la conclusión de que es probable que el hecho de que se haya ampliado considerablemente la duración máxima de las prestaciones del seguro de desempleo en Estados Unidos haya contribuido solo de forma moderada al aumento de la duración del paro registrado en Estados Unidos desde 2008 (véase M. Daly, B. Hobijn y R. Valletta, «The recent evolution of the natural rate of employment», *Federal Reserve Bank of San Francisco Working Paper*, n.º 2011-05, septiembre de 2011). Para este episodio, las significativas caídas del empleo observadas en algunos sectores y el consiguiente desajuste entre las cualificaciones de los trabajadores y las ofertas de empleo, así como la limitada movilidad geográfica debida al estallido de la burbuja del mercado inmobiliario en Estados Unidos, pueden haber sido factores que han contribuido más.

Dado que la evolución del mercado de trabajo tiende a presentar un desfase con respecto a la evolución cíclica en general, el crecimiento del empleo en 2011 fue más vigoroso que en 2010, lo que, sumado a la desaceleración del crecimiento del PIB, supone que el aumento de la productividad por persona ocupada fue menor en 2011. El crecimiento de la productividad, en tasa interanual, se redujo del 2,2% observado en el primer trimestre de 2011 al 1% del tercer trimestre. Este descenso fue generalizado en todos los sectores. El crecimiento total de la productividad, medido por el número de horas trabajadas, también se redujo, aunque en menor medida.

Tras tocar fondo en abril de 2011, la tasa de paro volvió a aumentar, sobre pasando el máximo anterior registrado en mayo de 2010 (véase gráfico 25). En diciembre de 2011,

esta tasa se situaba en el 10,6%, es decir, 0,7 puntos porcentuales por encima del mínimo observado en abril.

2.5 EVOLUCIÓN DE LAS FINANZAS PÚBLICAS

En la zona del euro, la crisis económica y financiera derivó en una crisis de deuda soberana, con graves repercusiones en la confianza. Como consecuencia de la preocupación de los mercados acerca del sector bancario y del aumento de la incertidumbre en torno a las perspectivas macroeconómicas, la confianza en la sostenibilidad de la deuda pública se deterioró y los rendimientos de la deuda pública se incrementaron considerablemente en muchos países. La crisis también afectó a los activos y pasivos financieros del sector público (para más detalles, véase el recuadro 8).

Recuadro 8

ACTIVOS Y PASIVOS FINANCIEROS DEL SECTOR PÚBLICO DE LA ZONA DEL EURO

La sostenibilidad de la deuda pública se ha convertido en una cuestión fundamental para los mercados financieros y para los responsables de la política económica. Desde el punto de vista de la solvencia, es decir, al valorar la sostenibilidad de la deuda pública, es importante tener en cuenta tanto los pasivos como los activos del sector público. En este recuadro se argumenta que centrar la atención únicamente en la deuda pública bruta puede proporcionar una imagen incompleta, ya que, en cierta medida, los activos constituyen un colchón de seguridad y, en principio, los Gobiernos podrían vender sus activos para amortizar deuda. Además, en algunos casos, el aumento de los pasivos del sector público está asociado a un incremento simultáneo de los activos de este sector, por ejemplo cuando se inyecta capital en una institución financiera del sector privado que ha sido financiado mediante la emisión de deuda.

En este aspecto, los activos financieros representan la contrapartida más importante de los pasivos financieros. El valor de los activos no financieros en poder del sector público suele ser muy superior al de los activos financieros. No obstante, son difíciles de valorar, pueden ser menos líquidos y se dispone de pocos datos comparables. El grado de liquidez, es decir, la facilidad con la que el Gobierno podría vender o liquidar activos financieros o no financieros, constituye un aspecto esencial. Ciertamente, el valor de los activos financieros públicos puede variar con el tiempo en función de las condiciones en los mercados financieros, y la percepción de que hay una necesidad urgente de vender activos puede reducir la rentabilidad. En concreto, con frecuencia resulta difícil determinar el valor de los activos financieros adquiridos en el contexto de una crisis financiera. Además, la privatización de empresas públicas puede llevar tiempo y una parte de los activos públicos puede estar en manos de fondos de

pensiones públicos y se corresponden con los pasivos de estos fondos frente a sus partícipes. Estas reservas sugieren que se ha de proceder con mucha cautela al calcular la posición financiera neta del sector público, ya que los activos y pasivos financieros de este sector suelen tener características diferentes, y es posible que el cálculo de la posición neta total no esté justificado¹. Además, al valorar los riesgos potenciales para la sostenibilidad de las finanzas públicas es necesario tomar debidamente en consideración los activos y pasivos fuera de balance. Debido a los problemas que conlleva calcular el valor de los activos públicos, se ha de ser especialmente prudente al realizar una comparación entre países de la posición presupuestaria neta de las Administraciones Públicas.

Los pasivos financieros del sector público incluyen préstamos recibidos, valores de renta fija emitidos por las Administraciones Públicas y otros instrumentos, como derivados financieros. Los activos financieros públicos incluyen efectivo y depósitos, préstamos otorgados por el sector público, valores distintos de acciones, acciones y otras participaciones, y otras cuentas pendientes de cobro. Dado que en las cuentas nacionales estos instrumentos figuran en el balance de las Administraciones Públicas, se contabilizan a valor de mercado, de conformidad con el SEC 95.

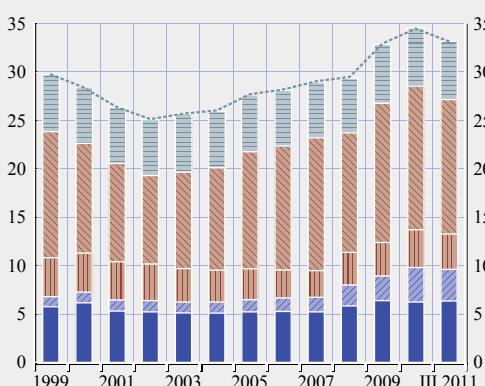
Los Gobiernos de la zona del euro han acumulado activos financieros de forma continuada (véase gráfico A). En el tercer trimestre de 2011, el valor de mercado de los activos financieros totales en poder de los Gobiernos de la zona del euro se situaba, en base consolidada, en

1 Para más detalles, véase D. Hartwig Lojsch, M. Rodríguez-Vives y M. Slavik, «The size and composition of government debt in the euro area», *Occasional Paper Series*, n.º 132, BCE, octubre de 2011.

Gráfico A Composición de los activos financieros del sector público de la zona del euro

(en porcentaje del PIB)

- Efectivo y depósitos
- Préstamos
- Otras cuentas pendientes de cobro
- Valores distintos de acciones
- Acciones y otras participaciones
- Activos financieros totales

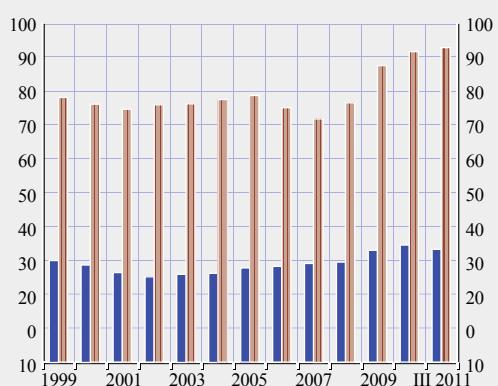


Fuente: Cálculos del BCE (basados en Eurostat y en datos nacionales).

Gráfico B Activos y pasivos financieros del sector público de la zona del euro

(en porcentaje del PIB)

- Activos financieros
- Pasivos financieros



Fuente: Cálculos del BCE (basados en Eurostat y en datos nacionales).

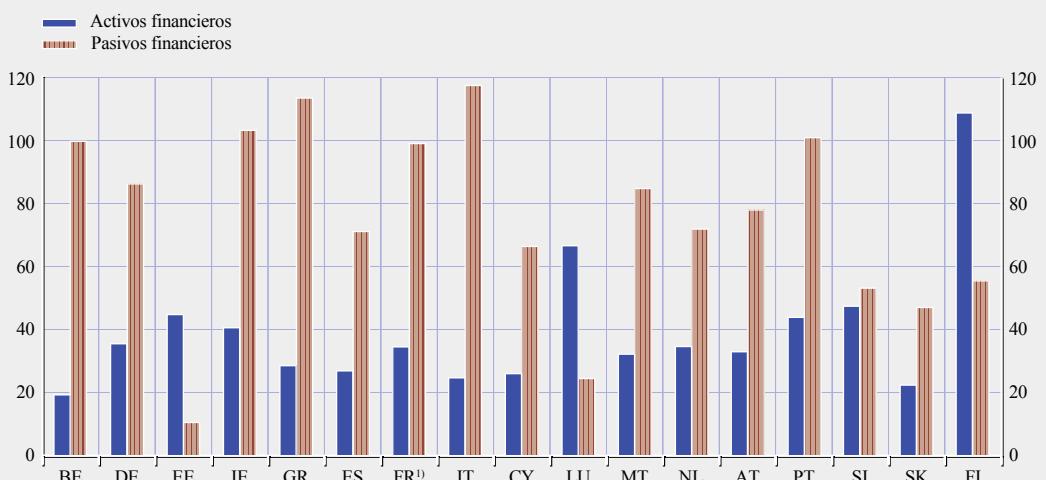
el 33,3% del PIB. Para la zona del euro en su conjunto, el valor de mercado de los activos financieros del sector público representaba más de una tercera parte del valor de mercado de los pasivos del sector, que ascendía al 92,9% del PIB en ese mismo período (véase gráfico B). En el período transcurrido entre el comienzo de la crisis financiera en el otoño de 2008 y el tercer trimestre de 2011, los Gobiernos habían adquirido activos financieros por un importe cercano al 4,2% del PIB. Durante ese período, el aumento de los valores distintos de acciones reflejó las adquisiciones netas de valores emitidos por instituciones financieras por parte de los Gobiernos de la zona del euro y, en el caso de Alemania, principalmente la compra de activos en relación con la creación de FMS Wertmanagement, una sociedad pública de liquidación clasificada en el sector de Administraciones Públicas. El incremento del efectivo y los depósitos es atribuible al fortalecimiento de las reservas de efectivo resultante de los colchones de liquidez que se acumularon durante la crisis financiera, aunque también pueden incluir el efectivo y los depósitos que mantienen las sociedades públicas de liquidación. De igual modo, el crecimiento de las acciones y otras participaciones tiene su origen en las inyecciones de capital que se efectuaron en las instituciones financieras en dificultades en muchos países², o en las inversiones de cartera, especialmente por parte de los fondos ligados a la Seguridad Social caracterizados por importantes tenencias de activos.

Los datos correspondientes al tercer trimestre de 2011 que se presentan en el gráfico C muestran que la mayor parte de los países de la zona del euro acumularon activos financieros con un valor de mercado bastante por encima del 20% del PIB. En particular, Estonia, Irlanda, Portugal y Eslovenia disponían de activos por un valor superior al 40% del PIB a finales del citado trimestre, mientras que Finlandia y Luxemburgo, que tradicionalmente cuentan con muchos activos, tenían

2 En el caso de Irlanda, refleja inyecciones de capital en Anglo Irish Bank, Allied Irish Bank y Bank of Ireland, en el de Países Bajos, la recapitalización de Fortis, ABN AMRO e ING, y en el de Bélgica, la recapitalización de Fortis, Dexia y KBC.

Gráfico C Activos y pasivos financieros del sector público de los países de la zona del euro en el tercer trimestre de 2011

(en porcentaje del PIB)



Fuente: Cálculos del BCE (basados en Eurostat y en datos nacionales).

Nota: Los datos de saldos en el trimestre t se expresan en porcentaje de la suma del PIB en t y en los tres trimestres anteriores.

1) Los datos de Francia corresponden al cuarto trimestre de 2010.

activos equivalentes aproximadamente al 111% y al 68% del PIB, respectivamente. El valor de mercado de los pasivos financieros del sector público oscilaba entre el 11% del PIB en Estonia y el 121% del PIB en Italia en el mismo período.

En resumen, los activos financieros públicos constituyen un indicador complementario de utilidad para analizar la solvencia del sector público. La disponibilidad de activos financieros públicos puede desempeñar, en principio, un destacado papel en la reducción de la deuda pública bruta, pero esto no debe ser, por sí mismo, un motivo que justifique la privatización. Antes bien, la privatización de determinados activos públicos debería guiarse por su contribución a la mejora de la eficiencia económica general y de las perspectivas de crecimiento económico a largo plazo. En algunos casos, esta mejora requerirá que la privatización vaya acompañada de una reforma regulatoria que garantice un entorno competitivo. Además, se ha de tener presente que los ingresos procedentes de privatizaciones podrían ser reducidos en el débil contexto macroeconómico actual, lo que limitaría su impacto favorable sobre la sostenibilidad de las finanzas públicas. Al mismo tiempo, como los activos y pasivos financieros del sector público suelen tener características diferentes, centrar la atención únicamente en la deuda pública neta podría inducir a error. En particular, es necesario efectuar supuestos sobre los precios, la liquidez o la posibilidad de colocar los activos públicos. Como establece el Pacto de Estabilidad y Crecimiento, el concepto de deuda pública bruta contabilizada a su valor nominal sigue siendo el elemento clave a efectos de la vigilancia presupuestaria en la UE.

La crisis ha mostrado que un requisito indispensable para la estabilidad macroeconómica y financiera general, así como para el correcto funcionamiento de la Unión Monetaria, es asegurar la solidez de las finanzas públicas. En respuesta a la crisis de la deuda soberana y a los efectos de contagio negativos, y con el fin de recuperar su credibilidad, varios países, incluidos los más afectados por la crisis, aplicaron medidas de consolidación fiscal y reformas estructurales, y fortalecieron sus marcos presupuestarios nacionales. Asimismo, tras la adopción del marco reforzado de gobernanza económica de la UE, se han tomado distintas medidas a escala europea para seguir mejorando la gobernanza de las finanzas públicas.

CONSOLIDACIÓN FISCAL EN 2011

Según las previsiones económicas de la Comisión Europea de otoño de 2011, el déficit agregado de las Administraciones Públicas de la zona del euro disminuyó significativamente en 2011, hasta el 4,1% del PIB, frente al 6,2% de 2010, (véase cuadro 4). La reducción del déficit presupuestario estuvo impulsada por las medidas de consolidación adoptadas (principalmente, recortes de la inversión y el

empleo públicos, y subidas de los impuestos indirectos), así como por una evolución positiva de los ingresos atribuible a unas condiciones cíclicas más favorables. En 2011, los ingresos totales y el gasto total del sector público se situaron en el 45,3% y en el 49,4% del PIB, respectivamente, tras haber alcanzado el 44,7% y el 50,9% el año anterior.

Según las previsiones económicas de la Comisión Europea de otoño de 2011, la ratio media de deuda bruta de las Administraciones Públicas en relación con el PIB se incrementó de nuevo, desde el 85,6% registrado en 2010 hasta el 88% de 2011, como consecuencia de los elevados déficits. A finales de 2011, las ratios de deuda se situaban por encima del valor de referencia del 60% del PIB en doce de los 17 países de la zona del euro.

En el caso de algunos países, las previsiones presupuestarias de la Comisión Europea de otoño de 2011 fueron más favorables que las presentadas en los programas de estabilidad actualizados de abril de 2011 (véase cuadro 4). Sin embargo, en la mayoría de los países los déficits registrados fueron mayores de lo

Cuadro 4 Situación presupuestaria de la zona del euro y de los países que la integran

(en porcentaje del PIB)

| | Superávit (+)/déficit (-) de las Administraciones Públicas | | | | Deuda bruta de las Administraciones Públicas | | | |
|---------------|--|-------|-------|-------------------------|--|-------|-------|-------------------------|
| | Previsiones de la Comisión Europea | | | Programa de estabilidad | Previsiones de la Comisión Europea | | | Programa de estabilidad |
| | 2009 | 2010 | 2011 | 2011 | 2009 | 2010 | 2011 | 2011 |
| Bélgica | -5,8 | -4,1 | -3,6 | -3,6 | 95,9 | 96,2 | 97,2 | 97,5 |
| Alemania | -3,2 | -4,3 | -1,3 | -2,5 | 74,4 | 83,2 | 81,7 | 82,0 |
| Estonia | -2,0 | 0,2 | 0,8 | -0,4 | 7,2 | 6,7 | 5,8 | 6,0 |
| Irlanda | -14,2 | -31,3 | -10,3 | -10,6 | 65,2 | 94,9 | 108,1 | - |
| Grecia | -15,8 | -10,6 | -8,9 | -7,8 | 129,3 | 144,9 | 162,8 | - |
| España | -11,2 | -9,3 | -6,6 | -6,0 | 53,8 | 61,0 | 69,6 | 67,3 |
| Francia | -7,5 | -7,1 | -5,8 | -5,7 | 79,0 | 82,3 | 85,4 | 84,6 |
| Italia | -5,4 | -4,6 | -4,0 | -3,9 | 115,5 | 118,4 | 120,5 | - |
| Chipre | -6,1 | -5,3 | -6,7 | -4,0 | 58,5 | 61,5 | 64,9 | 61,6 |
| Luxemburgo | -0,9 | -1,1 | -0,6 | -1,0 | 14,8 | 19,1 | 19,5 | 17,5 |
| Malta | -3,7 | -3,6 | -3,0 | -2,8 | 67,8 | 69,0 | 69,6 | 67,8 |
| Países Bajos | -5,6 | -5,1 | -4,3 | -3,7 | 60,8 | 62,9 | 64,2 | 64,5 |
| Austria | -4,1 | -4,4 | -3,4 | -3,9 | 69,5 | 71,8 | 72,2 | 73,6 |
| Portugal | -10,1 | -9,8 | -5,8 | -5,9 | 83,0 | 93,3 | 101,6 | 101,7 |
| Eslovenia | -6,1 | -5,8 | -5,7 | -5,5 | 35,3 | 38,8 | 45,5 | 43,3 |
| Eslovaquia | -8,0 | -7,7 | -5,8 | -4,9 | 35,5 | 41,0 | 44,5 | 44,1 |
| Finlandia | -2,5 | -2,5 | -1,0 | -0,9 | 43,3 | 48,3 | 49,1 | 50,1 |
| Zona del euro | -6,4 | -6,2 | -4,1 | -4,3 | 79,8 | 85,6 | 88,0 | - |

Fuentes: Previsiones económicas de la Comisión Europea de otoño de 2011, actualización de abril de 2011 de los programas de estabilidad y cálculos del BCE.

Notas: Los datos se basan en las definiciones del SEC 95. Se han utilizado las previsiones económicas de la Comisión Europea de otoño de 2011 para poder efectuar una comparación entre los distintos países y porque los resultados presupuestarios para 2011 que elabora Eurostat no estaban disponibles en el momento que se preparó este gráfico. Se presentan los objetivos del programa de asistencia financiera de la UE y el FMI para Irlanda, Grecia y Portugal y, en el caso de Italia, los objetivos revisados en septiembre de 2011.

esperado, como ocurrió, en particular, en Grecia, España, Chipre, Países Bajos y Eslovaquia. Por lo que respecta a los países acogidos a un programa de asistencia financiera de la UE y el FMI, Grecia e Irlanda experimentaron desequilibrios presupuestarios especialmente severos en 2011, mientras que la situación de las finanzas públicas de Portugal mejoró sensiblemente en el mismo período, debido, en cierta medida, a una importante operación de carácter temporal. El breve análisis de la evolución presupuestaria reciente que figura a continuación se limita a los países incluidos en un programa de asistencia financiera de la UE y el FMI.

PAÍSES ACOGIDOS A UN PROGRAMA DE LA UE Y EL FMI

En Grecia, la dificultad en la aplicación de nuevas reformas estructurales, la inestabilidad del Gobierno y una situación económica peor de lo previsto influyeron negativamente en los resultados del programa de asistencia financiera

de la UE y el FMI. Las previsiones económicas de la Comisión Europea de otoño de 2011 sitúan el déficit en el 8,9% del PIB en 2011. Las expectativas de incumplimiento del objetivo de déficit fijado para 2011 (7,8% del PIB) fueron consecuencia de una evolución macroeconómica peor que la esperada, del retraso en la aplicación de las medidas presupuestarias y las reformas estructurales, así como de cambios en el diseño de las medidas acordadas, que mermaron las posibilidades de reducción del déficit y que también pueden haber frenado la demanda interna. La sostenibilidad de las finanzas públicas en Grecia debería restablecerse combinando medidas de consolidación adicionales con la participación voluntaria del sector privado en la reducción de la carga de la deuda pública. En junio y octubre de 2011, el Gobierno griego presentó nuevas medidas de consolidación equivalentes a más del 14% del PIB hasta 2015. Por el lado de los ingresos, estas medidas afectaban a un amplio abanico de impuestos y tenían por objeto ampliar las bases imponibles

(mediante la reducción de las cuantías mínimas exentas y la supresión de exenciones fiscales) y mejorar el cumplimiento de las obligaciones tributarias. En cuanto al gasto, las iniciativas principales consistían en un recorte de los salarios públicos, de las pensiones y de otras prestaciones sociales, así como del consumo público no salarial. El 20 de febrero de 2012, el Eurogrupo aprobó la adopción de un paquete de medidas de política económica que conlleva una financiación adicional del sector oficial por importe de 130 mm de euros hasta finales de 2014, al tiempo que exige nuevos y ambiciosos esfuerzos de las autoridades griegas para reducir el gasto público.

En Irlanda, la aplicación del programa de ajuste económico en 2011 avanzó en consonancia con los objetivos originales. Las previsiones económicas de la Comisión Europea de otoño de 2011 sitúan el déficit en el 10,3% del PIB en 2011. Se pusieron en marcha reformas fiscales estructurales y se creó un consejo consultivo, el Irish Fiscal Advisory Council, con el mandato de analizar las previsiones oficiales y de evaluar la idoneidad de la orientación de las finanzas públicas y la coherencia de los planes presupuestarios con las reglas fiscales. Se llevó a cabo una revisión exhaustiva del gasto público con el objeto de reducirlo y de mejorar la eficiencia del sector público. El Gobierno irlandés mantuvo su compromiso de cumplir los objetivos del programa de estabilidad y su comunicado sobre la estrategia fiscal a medio plazo publicado en noviembre de 2011, en el que se comprometía a continuar con la consolidación fiscal una vez finalizado el programa, con el fin de respetar el plazo, fijado en 2015, para corregir el déficit excesivo.

En Portugal, las previsiones económicas de la Comisión Europea de otoño de 2011 sitúan el déficit en el 5,8% del PIB en 2011, es decir, en la senda correcta para alcanzar el objetivo presupuestario del 5,9% del PIB fijado en el programa de asistencia financiera de la UE y el FMI. En respuesta a las desviaciones presupuestarias del objetivo para 2011 que se detectaron durante la aplicación del programa de

ajuste económico, el nuevo Gobierno introdujo medidas compensatorias adicionales, entre las que se incluía la aplicación de un impuesto extraordinario sobre la paga extra de Navidad y un incremento del IVA sobre el consumo de electricidad y gas. Además, en diciembre de 2011 produjo una transferencia extraordinaria de fondos de pensiones de los bancos privados al sistema de Seguridad Social, por un importe cercano al 3,5% del PIB. Como resultado se prevé que el déficit de 2011 se sitúe en torno al 4% del PIB, lo que está muy por debajo del objetivo.

INDICADORES AJUSTADOS DE CICLO

Como se muestra en el cuadro 5, los tres indicadores presupuestarios, que tienen en cuenta las condiciones cíclicas de la economía (esto es, el saldo y el saldo primario, ambos ajustados de ciclo, y el saldo estructural) confirman un notable esfuerzo de consolidación fiscal en el conjunto de la zona del euro en 2011. Concretamente, tanto el saldo ajustado de ciclo como el saldo primario ajustado de ciclo, que no incluye los efectos de los pagos de intereses, se incrementaron 1,8 y 1,9 puntos porcentuales del PIB, respectivamente, en la zona del euro en dicho año. El saldo estructural de la zona (que excluye las medidas extraordinarias y temporales) aumentó 1 punto porcentual del PIB en ese mismo período. Estas cifras deben interpretarse con cautela porque las estimaciones en tiempo real del impacto cíclico en los saldos presupuestarios se caracterizan por llevar asociadas cierto grado de incertidumbre.

Todos los países de la zona del euro excepto Alemania, Estonia, Luxemburgo, Malta y Finlandia registraron un déficit superior al valor de referencia del 3% del PIB en 2011. Al final de año, catorce países de la zona estaban sujetos a un procedimiento de déficit excesivo, con unos plazos para reducir sus ratios de déficit por debajo del citado valor de referencia que abarcan desde el año 2011 en el caso de Malta hasta 2015 en el de Irlanda (véase cuadro 6). El procedimiento de déficit excesivo de

Cuadro 5 Variaciones del saldo ajustado de ciclo, del saldo primario ajustado de ciclo y del saldo estructural en la zona del euro y en los países que la integran

(en puntos porcentuales del PIB)

| | Variación del saldo presupuestario ajustado de ciclo | | | Variación del saldo presupuestario primario ajustado de ciclo | | | Variación del saldo presupuestario estructural | | |
|---------------|--|-------|------|---|-------|------|--|------|------|
| | 2009 | 2010 | 2011 | 2009 | 2010 | 2011 | 2009 | 2010 | 2011 |
| Bélgica | -2,3 | 1,1 | 0,1 | -2,5 | 0,9 | 0,0 | -1,6 | 0,5 | 0,2 |
| Alemania | -0,1 | -2,3 | 2,2 | -0,2 | -2,5 | 2,1 | -0,6 | -1,0 | 1,1 |
| Estonia | 5,6 | 1,6 | -1,5 | 5,6 | 1,5 | -1,4 | 3,9 | 0,7 | -0,1 |
| Irlanda | -4,6 | -17,4 | 20,2 | -4,0 | -16,3 | 20,7 | -2,6 | 0,1 | 0,6 |
| Grecia | -4,6 | 6,4 | 3,4 | -4,4 | 6,9 | 4,6 | -5,6 | 6,4 | 4,0 |
| España | -4,6 | 2,1 | 2,5 | -4,4 | 2,3 | 2,8 | -4,2 | 1,5 | 2,1 |
| Francia | -2,3 | 0,4 | 1,1 | -2,8 | 0,4 | 1,3 | -2,2 | 0,5 | 1,0 |
| Italia | -0,1 | 0,1 | 0,4 | -0,7 | 0,0 | 0,8 | -0,6 | 0,6 | 0,4 |
| Chipre | -5,6 | 0,8 | -1,1 | -5,9 | 0,5 | -1,0 | -5,9 | 0,6 | -0,2 |
| Luxemburgo | -0,6 | -0,8 | 0,2 | -0,5 | -0,8 | 0,3 | -0,6 | -0,8 | 0,1 |
| Malta | 2,2 | -0,4 | 0,2 | 2,1 | -0,5 | 0,4 | 1,9 | -0,9 | 1,2 |
| Países Bajos | -3,3 | 0,2 | 0,4 | -3,4 | 0,0 | 0,3 | -3,3 | 0,3 | 0,3 |
| Austria | -0,8 | -0,8 | 0,3 | -0,6 | -0,9 | 0,3 | -0,8 | -0,4 | 0,1 |
| Portugal | -5,5 | -0,2 | 4,5 | -5,6 | -0,1 | 5,8 | -4,1 | -0,8 | 2,7 |
| Eslovenia | 0,8 | 0,3 | -0,2 | 1,0 | 0,6 | 0,1 | 0,9 | 0,2 | 0,9 |
| Eslovaquia | -3,4 | 0,1 | 1,9 | -3,2 | 0,0 | 2,1 | -3,4 | 0,4 | 2,6 |
| Finlandia | -1,9 | -1,2 | 0,7 | -2,2 | -1,2 | 0,8 | -1,9 | -1,2 | 0,6 |
| Zona del euro | -1,8 | -0,4 | 1,8 | -2,0 | -0,4 | 1,9 | -1,9 | 0,3 | 1,0 |

Fuente: Previsiones económicas de la Comisión Europea de otoño de 2011.

Notas: Las cifras positivas corresponden a mejoras presupuestarias y las negativas, a deterioros fiscales. En el caso de Irlanda, las variaciones del saldo ajustado de ciclo y del saldo primario ajustado de ciclo incluyen las medidas de apoyo al sector financiero adoptadas en 2009 y 2010, que supusieron el 2,5% y el 19,8% del PIB, respectivamente.

Finlandia fue anulada por el Consejo de la Unión Europea en julio de 2011, ya que los datos definitivos indicaron que el déficit no había superado el valor de referencia del 3% del PIB en 2010, y según las previsiones económicas de la Comisión Europea de primavera de 2011, seguiría cayendo, hasta situarse en el 1% del PIB en 2011.

Cuadro 6 Procedimientos de déficit excesivo en los países de la zona del euro

(en porcentaje del PIB)

| | Saldo presupuestario en 2011 | Inicio | Plazo límite | Ajuste estructural anual medio recomendado |
|--------------|------------------------------|--------|--------------|--|
| Bélgica | -3,6 | 2010 | 2012 | 0,75 |
| Alemania | -1,3 | 2011 | 2013 | ≥ 0,5 |
| Estonia | 0,8 | - | - | - |
| Irlanda | -10,3 | 2010 | 2015 | al menos 9,5 durante 2011-2015 |
| Grecia | -8,9 | 2010 | 2014 | 10 durante 2009-2014 |
| España | -6,6 | 2010 | 2013 | >1,5 |
| Francia | -5,8 | 2010 | 2013 | >1 |
| Italia | -4,0 | 2010 | 2012 | ≥ 0,5 |
| Chipre | -6,7 | 2010 | 2012 | 1,5 |
| Luxemburgo | -0,6 | - | - | - |
| Malta | -3,0 | 2010 | 2011 | 0,75 |
| Países Bajos | -4,3 | 2011 | 2013 | 0,75 |
| Austria | -3,4 | 2011 | 2013 | 0,75 |
| Portugal | -5,8 | 2010 | 2013 | 1,25 |
| Eslovenia | -5,7 | 2010 | 2013 | 0,75 |
| Eslovaquia | -5,8 | 2010 | 2013 | 1,0 |
| Finlandia | -1,0 | 2010 | 2011 | 0,5 |

Fuente: Comisión Europea.

EXPECTATIVAS DE CONSOLIDACIÓN FISCAL ADICIONAL

Se prevé que la situación de las finanzas públicas de la zona del euro seguirá mejorando en 2012, aunque a un ritmo más lento. Según las previsiones económicas de la Comisión Europea de otoño de 2011, la ratio media de déficit de las Administraciones Públicas de la zona descenderá 0,7 puntos porcentuales, hasta situarse en el 3,4% del PIB (véase gráfico 26). Se proyecta que la ratio media de ingresos de la zona aumentará 0,5 puntos porcentuales del PIB y que la ratio de gasto disminuirá 0,2 puntos porcentuales del PIB. Las previsiones señalan que la ratio media de deuda pública de la zona del euro aumentará otros 2,4 puntos porcentuales, hasta el 90,4% del PIB, en 2012, y que esta ratio superará el 100% del PIB en cuatro países, concretamente en Irlanda, Grecia, Italia y Portugal.

LA PRUDENCIA FISCAL ES ESENCIAL PARA RECUPERAR LA CONFIANZA DE LOS MERCADOS

Por lo que se refiere al marco institucional de la política fiscal, la adopción de un nuevo paquete de reformas de la gobernanza tras las

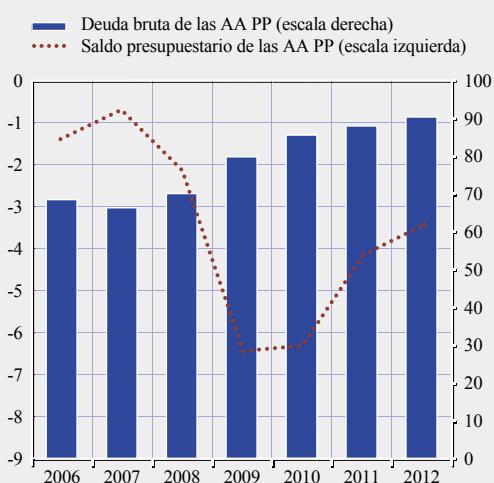
intensas negociaciones sobre la reforma del marco de gobernanza económica de la UE fue un paso en la dirección correcta, pero no el salto cualitativo necesario (véase la sección 1 del capítulo 4). El acuerdo sobre las nuevas normas de gobernanza alcanzado entre el Consejo Europeo, el Parlamento Europeo y la Comisión Europea en septiembre de 2011 se adoptó formalmente en noviembre y entró en vigor en diciembre de 2011. El paquete de reformas está integrado por seis textos legales que tienen por objeto reforzar la gobernanza económica de la UE y, en particular, de la zona del euro. Las medidas legislativas adoptadas incluyen un conjunto de elementos para mejorar la gobernanza presupuestaria de la UE y de la zona del euro, siempre que estas nuevas normas se apliquen con rigurosidad, aunque deben acometerse reformas de mayor calado. Además, el pacto presupuestario (como parte del Tratado de Estabilidad, Coordinación y Gobernanza en la Unión Económica y Monetaria) contribuirá a mejorar la gobernanza presupuestaria en el ámbito nacional.

En general, las estrategias de consolidación fiscal deben ajustarse estrictamente a las disposiciones del Pacto de Estabilidad y Crecimiento, con el fin de recuperar la confianza de los mercados financieros. Los países que están recibiendo asistencia financiera de la UE y del FMI, en particular, deben respetar íntegramente los compromisos de sus programas. Todos los países sujetos a un procedimiento de déficit excesivo han de asegurar el pleno cumplimiento de sus objetivos presupuestarios. Los planes presupuestarios a medio plazo deben contemplar medidas suficientemente creíbles, con estrategias fiscales firmemente centradas en la corrección de los déficits excesivos.

Los riesgos para la sostenibilidad presupuestaria también deben abordarse mediante la aplicación de reformas estructurales que impulsen el crecimiento y potencien la estabilidad del sector bancario, y que tengan en cuenta al mismo tiempo los desequilibrios específicos de cada país. La estrategia adecuada para restablecer e incrementar la solidez de las

Gráfico 26 Evolución de las finanzas públicas en la zona del euro

(en porcentaje del PIB)



Fuente: Previsiones económicas de la Comisión Europea de otoño de 2011.

Nota: Las cifras sobre los saldos presupuestarios excluyen los ingresos procedentes de la venta de licencias UMTS.

finanzas públicas difiere en los distintos países de la zona del euro y depende del origen principal de los desequilibrios presupuestarios. Por lo tanto, cada país debe aplicar su propia estrategia, siguiendo al mismo tiempo las recomendaciones formuladas en el contexto del Semestre Europeo (el ciclo de coordinación de la política económica). Es necesario poner en marcha reformas estructurales a la mayor brevedad posible, con el fin de reforzar la competitividad y aumentar la flexibilidad de las economías y el crecimiento de la productividad, lo que potenciaría el crecimiento a largo plazo.

3 EVOLUCIÓN ECONÓMICA Y MONETARIA EN LOS ESTADOS MIEMBROS DE LA UE NO PERTENECIENTES A LA ZONA DEL EURO

ACTIVIDAD ECONÓMICA

En la mayoría de los Estados miembros de la UE no pertenecientes a la zona del euro, la actividad continuó recuperándose en 2011 (véase cuadro 7). No obstante, se observaron señales crecientes de desaceleración hacia el final del año, al verse estos países adversamente afectados por el deterioro del crecimiento económico y por el aumento de las tensiones financieras en la zona del euro. La volatilidad en el perfil de crecimiento y las diferencias entre países siguieron siendo significativas. Aunque la demanda interna se convirtió en un factor más determinante del crecimiento económico, particularmente en Letonia, Lituania y Polonia, en 2011, la demanda exterior neta siguió contribuyendo a la expansión económica en la mayor parte de los países. En varios de ellos, la frágil situación de los mercados de trabajo, la reducida utilización de la capacidad productiva y los procesos de consolidación fiscal frenaron la recuperación. Además, el empeoramiento del clima económico, el desapalancamiento del sector bancario, factores específicos de cada país y la necesidad de sanear los balances del sector privado fueron convirtiéndose en un lastre más evidente para la demanda interna.

Si se consideran los principales componentes de la demanda interna, se observa que el consumo privado siguió siendo moderado en la mayoría de los países, como reflejo de los factores anteriormente mencionados. Las tasas de desempleo continuaron siendo elevadas en todos los países de la UE no pertenecientes a la zona del euro, y la recuperación económica trajo consigo una mejora del mercado de trabajo solo en algunos de ellos. Pese a la atonía de los mercados laborales y a las restricciones en el sector público, en 2011 el crecimiento de los salarios aumentó en la mayor parte de los países, debido, entre otros factores, a efectos de composición y a desajustes en los mercados de trabajo. El crecimiento del crédito al sector privado continuó siendo débil en la mayoría de los países de la UE no pertenecientes a la zona del euro, lo que fue atribuible tanto a unas condiciones restrictivas por el lado de la oferta, resultantes de las presiones sobre el capital y la financiación, como a la reducida demanda, en consonancia con la moderada actividad económica y con la disminución de los niveles de endeudamiento. En un entorno caracterizado por una elevada capacidad productiva sin utilizar, el crecimiento de la inversión cobró

Cuadro 7 Crecimiento del PIB real en los Estados miembros de la UE no pertenecientes a la zona del euro y en la zona del euro

(tasas de variación interanual)

| | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 ³⁾ | I 2011 | II 2011 | III 2011 | IV 2011 ³⁾ |
|---------------------|------|-------|------|--------------------|--------|---------|----------|-----------------------|
| Bulgaria | 6,2 | -5,5 | 0,2 | . | 1,5 | 2,2 | 2,3 | . |
| República Checa | 3,1 | -4,7 | 2,7 | . | 3,1 | 2,0 | 1,2 | . |
| Dinamarca | -0,8 | -5,8 | 1,3 | 1,1 | 1,9 | 1,7 | 0,1 | 0,6 |
| Letonia | -3,3 | -17,7 | -0,3 | . | 3,5 | 5,6 | 6,6 | . |
| Lituania | 2,9 | -14,8 | 1,4 | 5,9 | 5,9 | 6,5 | 6,7 | 4,4 |
| Hungría | 0,9 | -6,8 | 1,3 | 1,7 | 2,5 | 1,5 | 1,4 | 1,4 |
| Polonia | 5,1 | 1,6 | 3,9 | 4,3 | 4,1 | 4,7 | 4,3 | 4,3 |
| Rumanía | 7,4 | -7,1 | -1,3 | . | 1,7 | 1,4 | 4,4 | . |
| Suecia | -0,6 | -5,0 | 6,1 | 4,0 | 6,1 | 4,4 | 4,5 | 1,1 |
| Reino Unido | -1,1 | -4,4 | 2,1 | . | 1,3 | 1,6 | 0,4 | . |
| UE 7 ¹⁾ | 4,4 | -3,2 | 2,2 | . | 3,3 | 3,3 | 3,5 | . |
| UE 10 ²⁾ | 0,4 | -4,3 | 2,5 | . | 2,4 | 2,4 | 1,6 | . |
| Zona del euro | 0,4 | -4,3 | 1,9 | 1,5 | 2,4 | 1,6 | 1,3 | 0,7 |

Fuente: Eurostat.

Nota: Los datos trimestrales están desestacionalizados y ajustados por días laborables para todos los países, salvo en el caso de Rumanía, en los que los datos solo están desestacionalizados.

1) El agregado UE 7 incluye los siete Estados miembros de la UE no pertenecientes a la zona del euro que se incorporaron a la UE en 2004 o en 2007.

2) El agregado UE 10 incluye los diez Estados miembros de la UE no pertenecientes a la zona del euro a 31 de diciembre de 2011.

3) Las cifras correspondientes a 2011 son estimaciones de avance, es decir, datos preliminares.

fuerza paulatinamente en la mayoría de los países, con frecuencia impulsado por los fondos de la UE.

Entre los Estados miembros de la UE no pertenecientes a la zona del euro, el crecimiento del PIB real en los tres primeros trimestres de 2011 fue especialmente sólido en Letonia, Lituania, Polonia y Suecia, los países con una mayor contribución de la demanda interna. Por otra parte, el crecimiento del PIB se redujo notablemente en el Reino Unido, en consonancia con la contracción que experimentó la demanda interna. El crecimiento del PIB también se desaceleró en la República Checa y aumentó ligeramente en Hungría, mientras que en Rumanía pasó a ser positivo en 2011, tras dos años de contracción, debido a la reposición de existencias y a la contribución positiva de la demanda interna.

EVOLUCIÓN DE LOS PRECIOS

En 2011, la inflación media anual aumentó en la mayoría de los Estados miembros de la UE no pertenecientes a la zona del euro (véase cuadro 8). Este incremento generalizado se debió tanto a factores internos como externos. Las presiones al alza tuvieron su origen en los precios de los alimentos y de la energía, especialmente en la primera mitad del año, así

como en las modificaciones de los impuestos indirectos, los precios administrados y los impuestos especiales, y en la depreciación del tipo de cambio en algunos países. La subida de los precios internacionales de las materias primas tendió a incidir en la inflación en los países de Europa central y oriental en mayor medida que en los demás países de la UE no pertenecientes a la zona del euro, debido al mayor peso de los componentes de energía y alimentos en las cestas de productos que integran los respectivos IAPC. Además, como consecuencia de la recuperación gradual de la demanda interna, las tasas de inflación interanual que excluyen los precios de los alimentos y de la energía también se elevaron en la mayor parte de los países, aunque partiendo de tasas muy reducidas o incluso negativas en algunos de ellos.

La variación de la inflación medida por el IAPC entre los distintos países siguió siendo significativa. La tasa media de inflación más alta se registró en Rumanía (5,8%), donde se había subido el IVA considerablemente en 2010. La inflación se situó entre el 3,4% y el 4,5% en la mayoría de los demás países. En la República Checa y en Dinamarca, la inflación fue del 2,1% y del 2,7%, respectivamente, mientras que la inflación más baja entre los países de la UE no pertenecientes a la zona del euro se registró en Suecia (1,4%).

Cuadro 8 Inflación medida por el IAPC en los Estados miembros de la UE no pertenecientes a la zona del euro y en la zona del euro

(tasas de variación interanual)

| | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2011 | 2011 | 2011 | 2011 |
|---------------------|------|------|------|------|------|------|------|------|
| | | | | | I | II | III | IV |
| Bulgaria | 12,0 | 2,5 | 3,0 | 3,4 | 4,5 | 3,4 | 3,1 | 2,5 |
| República Checa | 6,3 | 0,6 | 1,2 | 2,1 | 1,9 | 1,8 | 2,0 | 2,8 |
| Dinamarca | 3,6 | 1,1 | 2,2 | 2,7 | 2,6 | 2,9 | 2,6 | 2,5 |
| Letonia | 15,3 | 3,3 | -1,2 | 4,2 | 3,8 | 4,6 | 4,4 | 4,1 |
| Lituania | 11,1 | 4,2 | 1,2 | 4,1 | 3,2 | 4,7 | 4,6 | 4,0 |
| Hungría | 6,0 | 4,0 | 4,7 | 3,9 | 4,3 | 3,9 | 3,4 | 4,1 |
| Polonia | 4,2 | 4,0 | 2,7 | 3,9 | 3,6 | 4,0 | 3,7 | 4,2 |
| Rumanía | 7,9 | 5,6 | 6,1 | 5,8 | 7,5 | 8,3 | 4,2 | 3,4 |
| Suecia | 3,3 | 1,9 | 1,9 | 1,4 | 1,3 | 1,7 | 1,6 | 0,9 |
| Reino Unido | 3,6 | 2,2 | 3,3 | 4,5 | 4,1 | 4,4 | 4,7 | 4,7 |
| UE 7 ¹⁾ | 6,5 | 3,7 | 3,2 | 3,9 | 4,1 | 4,4 | 3,5 | 3,7 |
| UE 10 ²⁾ | 4,7 | 2,7 | 3,2 | 4,0 | 3,9 | 4,2 | 4,0 | 4,0 |
| Zona del euro | 3,3 | 0,3 | 1,6 | 2,7 | 2,5 | 2,8 | 2,7 | 2,9 |

Fuente: Eurostat.

1) El agregado UE 7 incluye los siete Estados miembros no pertenecientes a la zona del euro que se incorporaron a la UE en 2004 o en 2007.

2) El agregado UE 10 incluye los diez Estados miembros de la UE no pertenecientes a la zona del euro a 31 de diciembre de 2011.

La evolución a lo largo del año varió de unos países a otros. El efecto desinflacionista de las variaciones de los precios de la energía y de los alimentos en el segundo semestre del año se vio contrarrestado, en cierta medida, por factores específicos de cada país, como aumentos del IVA (por ejemplo, en Letonia, Polonia y el Reino Unido), de los impuestos especiales (en Letonia) y de los precios administrados (en la República Checa), o por depreciaciones del tipo de cambio (por ejemplo, en Hungría y Polonia). La tasa de inflación se redujo sustancialmente en la segunda mitad del año en Rumanía, debido, entre otros factores, al efecto de base estadístico asociado a la desaparición del impacto de la subida del IVA y a una buena cosecha.

POLÍTICAS FISCALES

Con la excepción de Bulgaria, Hungría y Suecia, se estima que todos los Estados miembros de la UE no pertenecientes a la zona del euro registraron déficits presupuestarios superiores al valor de referencia del 3% del

PIB en 2011 (véase cuadro 9). Sin embargo, en Hungría, los ingresos extraordinarios asociados a la nacionalización del componente privado del sistema de pensiones obligatorio influyeron notablemente en el superávit presupuestario del 3,6% del PIB. El Reino Unido siguió contabilizando un déficit muy abultado, estimado en el 9,4% del PIB, debido a que el entorno macroeconómico fue bastante menos favorable de lo esperado anteriormente. En general, en la mayor parte de los países, los resultados presupuestarios de 2011 fueron acordes con los objetivos de los programas de convergencia presentados en abril de 2011. La mejora de los saldos presupuestarios en 2011 fue consecuencia, principalmente, de las medidas de saneamiento presupuestario estructural (incluyendo Letonia y Rumanía, que estaban aplicando programas de la UE y el FMI), y de una evolución cíclica positiva (en Hungría y Suecia). Únicamente Dinamarca registró un deterioro del saldo presupuestario en 2011.

Cuadro 9 Situación de las finanzas públicas

(en porcentaje del PIB)

| | Saldo presupuestario | | | | | Deuda bruta | | | | |
|---------------------|------------------------------------|-------|-------|------|---|------------------------------------|------|------|------|---|
| | Previsiones de la Comisión Europea | | | | Actualizaciones de los programas de convergencia de abril de 2011 | Previsiones de la Comisión Europea | | | | Actualizaciones de los programas de convergencia de abril de 2011 |
| | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | |
| Bulgaria | 1,7 | -4,3 | -3,1 | -2,5 | -2,5 | 13,7 | 14,6 | 16,3 | 17,5 | 16,4 |
| República Checa | -2,2 | -5,8 | -4,8 | -4,1 | -4,2 | 28,7 | 34,4 | 37,6 | 39,9 | 41,4 |
| Dinamarca | 3,2 | -2,7 | -2,6 | -4,0 | -3,8 | 34,5 | 41,8 | 43,7 | 44,1 | 43,0 |
| Letonia | -4,2 | -9,7 | -8,3 | -4,2 | -4,5 | 19,8 | 36,7 | 44,7 | 44,8 | 48,3 |
| Lituania | -3,3 | -9,5 | -7,0 | -5,0 | -5,3 | 15,5 | 29,4 | 38,0 | 37,7 | 38,1 |
| Hungría | -3,7 | -4,6 | -4,2 | 3,6 | 2,0 | 72,9 | 79,7 | 81,3 | 75,9 | 75,5 |
| Polonia | -3,7 | -7,3 | -7,8 | -5,6 | -5,6 | 47,1 | 50,9 | 54,9 | 56,7 | 54,9 |
| Rumanía | -5,7 | -9,0 | -6,9 | -4,9 | -4,9 | 13,4 | 23,6 | 31,0 | 34,0 | 33,3 |
| Suecia | 2,2 | -0,7 | 0,2 | 0,9 | 0,6 | 38,8 | 42,7 | 39,7 | 36,3 | 36,8 |
| Reino Unido | -5,0 | -11,5 | -10,3 | -9,4 | -7,9 | 54,8 | 69,6 | 79,9 | 84,0 | 84,1 |
| UE 7 ¹⁾ | -3,5 | -7,0 | -6,5 | -3,9 | -4,2 | 38,1 | 44,1 | 48,7 | 49,6 | 49,0 |
| UE 10 ²⁾ | -3,3 | -8,5 | -7,5 | -6,3 | -5,6 | 47,3 | 58,0 | 64,5 | 66,2 | 66,1 |
| Zona del euro | -2,1 | -6,4 | -6,2 | -4,1 | -4,3 | 70,1 | 79,8 | 85,6 | 88,0 | - |

Fuentes: Previsiones económicas de la Comisión Europea de otoño de 2011, programas de convergencia actualizados en abril de 2011 y cálculos del BCE.

Nota: Los datos se basan en las definiciones del SEC 95. Las cifras de los programas de convergencia actualizados en abril de 2011 correspondientes a 2011 fueron establecidas por los Gobiernos nacionales y, por lo tanto, podrían diferir de los datos definitivos.

1) El agregado UE 7 incluye los siete Estados miembros no pertenecientes a la zona del euro que se incorporaron a la UE en 2004 o en 2007.

2) El agregado UE 10 incluye los diez Estados miembros de la UE no pertenecientes a la zona del euro a 31 de diciembre de 2011.

A finales de 2011, todos los Estados miembros de la UE no pertenecientes a la zona del euro, excepto Suecia, estaban sujetos a una decisión del Consejo de la UE sobre la existencia de un déficit excesivo. Los plazos para corregir esta situación se fijaron en 2011 en el caso de Bulgaria y Hungría, 2012 para Letonia, Lituania, Polonia y Rumanía, 2013 para la República Checa y Dinamarca y (el ejercicio financiero) 2014-2015 para el Reino Unido.

Se estima que las ratios de deuda bruta de las Administraciones Públicas en relación con el PIB aumentaron en todos los Estados miembros de la UE no pertenecientes a la zona del euro en 2011, salvo en Lituania, Hungría y Suecia. En Hungría, la reducción de la ratio de deuda se debió exclusivamente a la utilización parcial de activos procedentes del componente privado del antiguo sistema de pensiones, mencionado anteriormente, para amortizar deuda pública. La ratio de deuda en relación con el PIB se mantuvo por encima del valor de referencia del 60% del PIB en Hungría y en el Reino Unido.

EVOLUCIÓN DE LA BALANZA DE PAGOS

En 2011, los saldos agregados de la balanza por cuenta corriente y de capital de los Estados

miembros de la UE no pertenecientes a la zona del euro (expresados en porcentaje del PIB) mejoraron o se mantuvieron prácticamente inalterados en la mayoría de los países (véase cuadro 10). Bulgaria registró su primer superávit agregado por cuenta corriente y de capital desde su incorporación a la UE, mientras que en Hungría aumentó el superávit y en Rumanía disminuyó el déficit. Letonia y Lituania siguieron contabilizando superávits, aunque inferiores a los de 2010, pese al dinamismo de las exportaciones. Esta evolución fue reflejo, en gran parte, del aumento de la demanda de importaciones, que estuvo impulsado por el pronunciado crecimiento del PIB, y de un deterioro de la balanza de rentas. En Polonia y en la República Checa, que al inicio de la crisis financiera global registraban déficits más reducidos, el agregado de la balanza por cuenta corriente y de capital no varió de manera significativa. Al mismo tiempo, se redujo el déficit del Reino Unido, mientras que los elevados superávits de Dinamarca y Suecia siguieron incrementándose.

Por lo que respecta a la financiación, las entradas de inversión directa extranjera se moderaron en 2011 en la mayoría de los países no pertenecientes a la zona del euro que se incorporaron a la UE

Cuadro 10 Balanza de pagos de los Estados miembros de la UE no pertenecientes a la zona del euro y de la zona del euro

(en porcentaje del PIB)

| | Cuenta corriente y cuenta de capital | | | | Inversiones directas netas | | | | Otras inversiones netas | | | |
|---------------------|--------------------------------------|------|------|--------------------|----------------------------|------|------|--------------------|-------------------------|-------|------|--------------------|
| | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 ¹⁾ | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 ¹⁾ | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 ¹⁾ |
| Bulgaria | -22,3 | -7,6 | -0,5 | 2,2 | 17,5 | 7,2 | 4,4 | 2,9 | 17,0 | -2,0 | -3,0 | -4,6 |
| República Checa | -1,4 | -1,0 | -2,2 | -2,2 | 0,9 | 1,0 | 2,6 | 0,8 | 1,7 | -1,4 | -1,8 | 2,1 |
| Dinamarca | 2,9 | 3,3 | 5,6 | 6,9 | -3,3 | -0,8 | -3,5 | -2,3 | 2,1 | 3,8 | 4,1 | -11,2 |
| Letonia | -11,6 | 11,1 | 4,9 | 1,3 | 3,0 | 0,6 | 1,5 | 5,1 | 7,6 | -9,8 | -1,1 | -3,6 |
| Lituania | -11,1 | 7,8 | 4,2 | 3,2 | 3,4 | -0,4 | 1,8 | 2,9 | 5,8 | -10,7 | -9,0 | -2,5 |
| Hungría | -6,3 | 1,0 | 2,9 | 3,0 | 2,7 | -0,2 | 0,4 | -0,3 | 16,9 | 9,2 | 0,4 | -2,7 |
| Polonia | -5,4 | -2,2 | -2,8 | -2,7 | 2,0 | 1,9 | 0,7 | 1,2 | 6,0 | 3,1 | 2,0 | 0,8 |
| Rumanía | -11,1 | -3,6 | -4,3 | -4,2 | 6,7 | 3,0 | 1,8 | 0,7 | 6,5 | 2,3 | 4,9 | 1,9 |
| Suecia | 8,6 | 6,9 | 6,5 | 7,4 | 1,2 | -3,9 | -5,6 | -4,9 | 9,4 | -9,9 | -9,0 | -7,1 |
| Reino Unido | -1,3 | -1,5 | -3,1 | -2,7 | -2,6 | 1,2 | 0,9 | -1,5 | -9,8 | -3,0 | 0,0 | 10,0 |
| UE7 ²⁾ | -6,8 | -1,4 | -1,7 | -1,6 | 3,4 | 1,8 | 1,4 | 1,1 | 7,1 | 1,8 | 0,9 | 0,2 |
| UE 10 ³⁾ | -1,4 | -0,2 | -1,0 | -0,5 | -0,7 | 0,7 | 0,0 | -1,3 | -2,5 | -1,9 | -0,5 | 3,8 |
| Zona del euro | -0,2 | -0,4 | -0,2 | -0,5 | -1,2 | -0,6 | -0,8 | 0,3 | -1,9 | -0,6 | -2,8 | -3,1 |

Fuente: BCE.

1) Los datos correspondientes a 2011 se refieren a la media de cuatro trimestres hasta el tercer trimestre de 2011.

2) El agregado UE 7 incluye los siete Estados miembros no pertenecientes a la zona del euro que se incorporaron a la UE en 2004 o en 2007.

3) El agregado UE 10 incluye los diez Estados miembros de la UE no pertenecientes a la zona del euro a 31 de diciembre de 2011.

en 2004 o posteriormente. El Reino Unido pasó a ser exportador neto de inversiones directas, mientras que Dinamarca y Suecia continuaron registrando salidas netas. Dinamarca y Hungría contabilizaron fuertes entradas de inversiones de cartera, mientras que Letonia y el Reino Unido registraron importantes flujos de salida. En cuanto a la partida de otras inversiones, en muchos países siguieron produciéndose salidas netas o menores entradas netas en 2011, lo que probablemente estuvo relacionado con los procesos de desapalancamiento actualmente en curso. Las entradas de capital privado en Letonia y Rumanía continuaron viéndose complementadas con el apoyo financiero proporcionado por organismos internacionales.

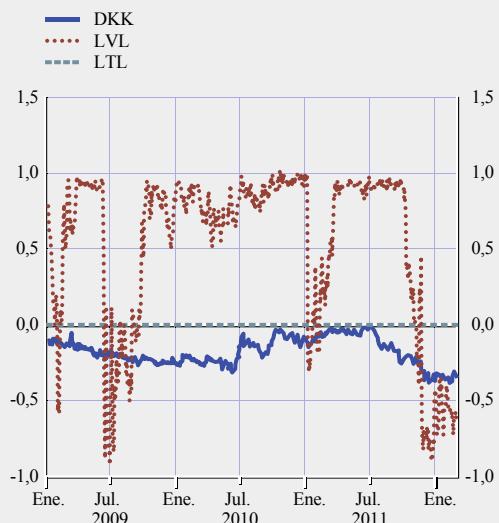
EVOLUCIÓN DE LOS TIPOS DE CAMBIO

En 2011, la evolución de los tipos de cambio en los Estados miembros de la UE no pertenecientes a la zona del euro estuvo muy influenciada por los regímenes cambiarios vigentes en cada país. Las monedas de Dinamarca, Letonia y Lituania participaron en el mecanismo de tipos de cambio II (MTC II). El lats letón y la litas lituana estuvieron sujetos a una banda de fluctuación estándar de $\pm 15\%$ en torno a sus paridades centrales frente al euro, y la corona danesa a una banda de fluctuación más estrecha de $\pm 2,25\%$ (véase gráfico 27). En algunos casos, la participación en el MTC II estuvo acompañada de un compromiso unilateral, por parte de los países en cuestión, de mantener una banda de fluctuación más estrecha o un régimen de *currency board*, sin que ello suponga ninguna obligación adicional para el BCE. Concretamente, la litas lituana se incorporó al MTC II con el régimen de *currency board* vigente, mientras que las autoridades letonas decidieron mantener el tipo de cambio del lats en su paridad central frente al euro con una banda de fluctuación de $\pm 1\%$. Durante 2011, la litas lituana se mantuvo en su paridad central, mientras que el lats letón fluctuó dentro de la banda de $\pm 1\%$ establecida unilateralmente frente al euro.

Por lo que respecta a las monedas de los Estados miembros de la UE no pertenecientes a la zona del euro que no participaron en el MTC II en 2011,

Gráfico 27 Evolución de las monedas de la UE que participan en el MTC II

(datos diarios, desviación de la paridad central en puntos porcentuales)



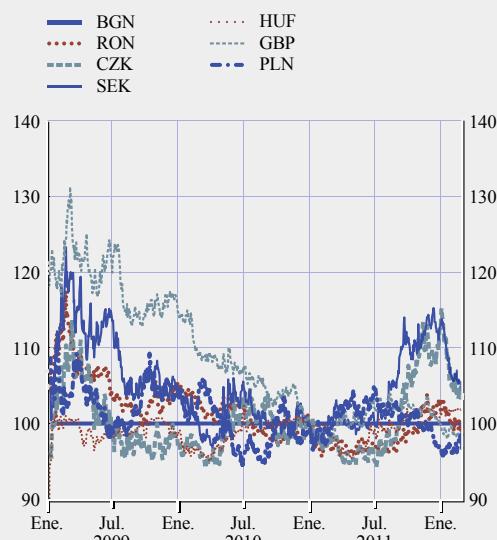
Fuente: BCE.

Nota: Una desviación positiva (negativa) de la paridad central frente al euro significa que la moneda se sitúa en la parte débil (fuerte) de la banda. Para la corona danesa, la banda de fluctuación es de $\pm 2,25\%$; para las demás monedas, la banda de fluctuación estándar es de $\pm 15\%$. La última observación corresponde al 2 de marzo de 2012.

pueden distinguirse dos fases en la evolución de los tipos de cambio. En el primer semestre del año, la corona checa, el forint húngaro y el leu rumano se apreciaron moderadamente y el zloty polaco se mantuvo prácticamente estable frente al euro (véase gráfico 28). Esta evolución se debió principalmente a unas perspectivas económicas favorables para los países en cuestión y a una mejora de la confianza en la zona del euro, el principal socio comercial de estos países. No obstante, en el segundo semestre de 2011, el aumento de la aversión al riesgo a escala mundial contribuyó a la depreciación de esas monedas frente a la moneda única. En Hungría, la depreciación del forint se produjo en un contexto de renovada preocupación respecto a la independencia del banco central y de interrupción de las negociaciones entre el Gobierno húngaro, el FMI y la UE sobre un nuevo acuerdo de préstamo de carácter precautorio (véase también el recuadro 9). En el caso de la libra esterlina se observó un

Gráfico 28 Evolución de las monedas de la UE que no participan en el MTC II frente al euro

(datos diarios; índice: 3 de enero de 2011 = 100)



Fuente: BCE.

Notas: Un aumento (disminución) indica una depreciación (apreciación) de la moneda. La última observación corresponde al 2 de marzo de 2012.

patrón opuesto en las fluctuaciones de su tipo de cambio frente al euro, que se depreció en la primera mitad del año, antes de apreciarse con fuerza en los últimos meses de 2011. Tras la pronunciada apreciación de la corona sueca frente al euro en 2009 y 2010, favorecida por la sólida recuperación de la economía sueca, la corona se mantuvo prácticamente estable en 2011. El lev búlgaro también permaneció invariable frente al euro, como consecuencia de su régimen de *currency board* ligado a la moneda única.

EVOLUCIÓN FINANCIERA

La situación en los mercados financieros empeoró, en general, en los Estados miembros de la UE no pertenecientes a la zona del euro a lo largo de 2011. Aunque los tipos de interés a largo plazo, medidos por el rendimiento de la deuda pública a diez años, se redujeron o se mantuvieron prácticamente sin cambios en todos los países excepto en Hungría y Lituania, las primas de riesgo de crédito, medidas

por los seguros de riesgo de crédito (CDS), aumentaron en todos los países. Los mayores aumentos se observaron en Hungría. Además de factores específicos de los respectivos países, el incremento generalizado de las primas de riesgo soberano se debió a una mayor aversión al riesgo entre los inversores, relacionada con la reintensificación de las turbulencias financieras en la zona del euro. Por lo que respecta a los mercados monetarios, los tipos de interés experimentaron un incremento en todos los Estados miembros de la UE no pertenecientes a la zona excepto en Bulgaria, la República Checa, Dinamarca y Rumanía, debido, en parte, a las subidas de los tipos de interés oficiales.

En 2011, los mercados de renta variable registraron, en promedio, caídas significativas en los Estados miembros de la UE no pertenecientes a la zona del euro, en una medida comparable a la de la zona del euro (un descenso del 20%, aproximadamente). Los descensos menos acusados de las cotizaciones bursátiles se observaron en el Reino Unido, seguido de Dinamarca, mientras que el mercado más afectado fue el de la República Checa, seguido del de Bulgaria.

POLÍTICA MONETARIA

El objetivo principal de la política monetaria en todos los Estados miembros de la UE no pertenecientes a la zona del euro es la estabilidad de precios. No obstante, las estrategias de política monetaria siguieron variando considerablemente de un país a otro (véase cuadro 11).

Hasta julio de 2011, muchos bancos centrales de la UE no pertenecientes a la zona del euro, incluidos el Danmarks Nationalbank, el Magyar Nemzeti Bank, el Narodowy Bank Polski y el Sveriges Riksbank, incrementaron sus tipos de interés oficiales en varias etapas para contrarrestar las presiones inflacionistas esperadas o, en el caso de Dinamarca, para acompañar su política de tipos de interés a la del BCE. Al deteriorarse las perspectivas económicas en la segunda mitad del año, el Danmarks Nationalbank recortó el tipo de interés oficial en noviembre y diciembre

Cuadro II Estrategias oficiales de política monetaria de los Estados miembros de la UE no pertenecientes a la zona del euro

| | Estrategia de política monetaria | Moneda | Características |
|-----------------|----------------------------------|-----------------|---|
| Bulgaria | Objetivo de tipo de cambio | Lev búlgaro | Objetivo de tipo de cambio: vinculación al euro con una paridad central de 1,95583 lev por euro con un sistema de <i>currency board</i> . |
| República Checa | Objetivo de inflación | Corona checa | Objetivo de inflación: $2\% \pm 1$ punto porcentual. Tipo de cambio de flotación controlada. |
| Dinamarca | Objetivo de tipo de cambio | Corona danesa | Participa en el MTC II con una banda de fluctuación de $\pm 2,25\%$ en torno a una paridad central de 7,46038 coronas danesas por euro. |
| Letonia | Objetivo de tipo de cambio | Lats letón | Participa en el MTC II con una banda de fluctuación de $\pm 15\%$ en torno a una paridad central de 0,702804 lats letones por euro. Letonia mantiene una banda de fluctuación de $\pm 1\%$ como compromiso unilateral. |
| Lituania | Objetivo de tipo de cambio | Litas lituana | Participa en el MTC II con una banda de fluctuación de $\pm 15\%$ en torno a una paridad central de 3,45280 litas lituanas por euro. Lituania mantiene su sistema de <i>currency board</i> como compromiso unilateral. |
| Hungría | Objetivo de inflación | Forint húngaro | Objetivo de inflación: $3\%, \pm 1$ punto porcentual, objetivo a medio plazo desde el 2007. Régimen cambiario de flotación libre. |
| Polonia | Objetivo de inflación | Zloty polaco | Objetivo de inflación: $2,5\%, \pm 1$ punto porcentual (incremento interanual del IPC). Régimen cambiario de flotación libre. |
| Rumanía | Objetivo de inflación | Leu rumano | Objetivo de inflación: $3\% \pm 1$ punto porcentual para el final de 2011 y de 2012, y $2,5\% \pm 1$ punto porcentual para el final de 2013. Régimen cambiario de flotación controlada. |
| Suecia | Objetivo de inflación | Corona sueca | Objetivo de inflación: Incremento del IPC del 2%. Régimen cambiario de flotación libre. |
| Reino Unido | Objetivo de inflación | Libra esterlina | Objetivo de inflación: 2% medido por el incremento interanual del IPC. En caso de desviación de más de un punto porcentual, el Gobernador del Bank of England deberá dirigir una carta abierta, en nombre del Comité de Política Monetaria, al ministro de Hacienda. Régimen cambiario de flotación libre. |

Fuente: SEBC.

Nota: En el caso del Reino Unido, el IPC es idéntico al IAPC.

en línea con la reducción de los tipos de interés oficiales acordada por el BCE. La Banca Națională a României también redujo su tipo de interés oficial en noviembre de 2011 y en enero y febrero de 2012, como consecuencia de una evolución más favorable de la inflación. En cambio, el Magyar Nemzeti Bank elevó el tipo de interés oficial en noviembre y diciembre de 2011, con el fin de frenar la depreciación del forint, que amenazaba con provocar que se rebasara el objetivo de inflación y estaba aumentando la vulnerabilidad del sistema financiero.

Por lo que respecta a otras medidas de política monetaria, el Danmarks Nationalbank intervino en el mercado de divisas y recortó el tipo de interés de las cuentas corrientes y el de los certificados de depósito en varias fases, con el fin de que el tipo de cambio frente al euro se

mantuviera estable después de que las entradas de capital se intensificaran durante el verano. La Banca Națională a României rebajó el coeficiente de reservas mínimas de los pasivos denominados en moneda extranjera con vencimiento residual igual o inferior a dos años, del 25% al 20%, con el fin de seguir alineándolo gradualmente con los estándares del BCE. En enero de 2012, el Latvijas Banka redujo el coeficiente de reservas de los pasivos con vencimiento a más de dos años, del 3% al 2%, y para otros pasivos, del 5% al 4%, lo que creó unas condiciones más favorables para la concesión de crédito. En octubre, el Bank of England incrementó en 75 mm de libras esterlinas el importe de su programa de adquisición de activos, hasta un total de 275 mm de libras, como consecuencia del deterioro de las perspectivas económicas y del mayor riesgo de que la inflación quedara por debajo del objetivo del 2% a medio plazo.



El Grossmarkthalle, antiguo mercado mayorista de frutas y verduras de Fráncfort del Meno, es un edificio catalogado que se construyó entre 1926 y 1928 según el proyecto del profesor Martin Elsaesser, entonces director del Departamento de Urbanismo de la ciudad. Los trabajos de restauración del Grossmarkthalle comprenden la sustitución del mortero en todas las juntas de las fachadas de ladrillo de los edificios laterales.

El ensamblaje de las fachadas de ladrillo era uno de los rasgos característicos del Grossmarkthalle. Conforme al proyecto original, la horizontalidad de las cadenas de ladrillos debía realizarse cambiando no solo la anchura, sino también la coloración de las juntas. Por lo tanto, las juntas horizontales eran más anchas y se cubrieron con un mortero de tono pálido, mientras que las juntas verticales de asentamiento eran más estrechas y se cubrieron con un mortero más oscuro. El objetivo de la cuidadosa restauración de las juntas es reproducir el aspecto original de las fachadas.

Los trabajos de restauración del edificio del ala este concluyeron en 2011, mientras que los del edificio del ala oeste se iniciaron en la primavera de ese año. Todas las labores de restauración se emprendieron con el visto bueno de las autoridades encargadas de la conservación del patrimonio histórico.