

CAPÍTULO I

EVOLUCIÓN ECONÓMICA Y POLÍTICA MONETARIA

I DECISIONES DE POLÍTICA MONETARIA

UN ENTORNO MUY DIFÍCIL PARA LA POLÍTICA MONETARIA

En 2012, el Eurosistema siguió llevando a cabo su política monetaria en un entorno muy difícil. La persistencia de la crisis de deuda soberana en varios países de la zona del euro y la percepción de una falta de determinación por parte de los Gobiernos para abordar las causas determinantes de esta crisis continuaron teniendo un impacto negativo sobre la confianza económica, el clima de los mercados financieros y las condiciones de financiación. El nivel de tensión en los mercados financieros varió a lo largo de 2012, y algunos mercados de deuda pública se vieron especialmente afectados por las elevadas primas de riesgo, que llegaron a ser excesivas hacia mediados de año, como consecuencia, entre otros factores, de temores infundados sobre la reversibilidad del euro. Estas tensiones se sumaron a los problemas de financiación que ya experimentaba el sector bancario, con algunas entidades de crédito sin acceso al mercado interbancario ni a otros mercados financieros. Esta situación ejerció presiones sobre los bancos para que endurecieran sus criterios de concesión de crédito y siguieran desapalancándose, lo que conllevaba el riesgo de que se redujera la provisión de crédito a la economía real. En general, los mercados financieros continuaron estando muy segmentados por países y la situación financiera de los distintos países de la zona mostró una heterogeneidad significativa.

La frágil confianza económica, el aumento de los precios de las materias primas y el proceso de ajuste de los balances en curso en los sectores financiero y no financiero, sumados a un desempleo elevado, a una orientación fiscal más restrictiva y a una demanda exterior retraída, frenaron la actividad económica en la zona del euro en 2012. Como resultado, el PIB registró un descenso del 0,5% en el conjunto del año, tras dos años de crecimiento moderado. Debido a la evolución particularmente negativa de la demanda interna, el PIB real de la zona del euro se contrajo a partir del segundo trimestre de 2012, tras el estancamiento del primer trimestre.

La inflación medida por el IAPC se situó en niveles elevados, superiores al 2%, durante todo el año 2012, pasando del 2,7% observado a principios de año al 2,2% de noviembre y diciembre. La tasa media para el año en su conjunto fue del 2,5%, solo algo más baja que la tasa del 2,7% registrada en 2011. La persistencia de una elevada inflación en 2012 obedeció principalmente a la subida de los precios de la energía y al aumento de los impuestos indirectos derivado de la necesidad de llevar a cabo una consolidación fiscal. Las expectativas de inflación a medio y largo plazo se mantuvieron firmemente ancladas en niveles compatibles con el objetivo del Consejo de Gobierno de mantener la inflación en tasas inferiores al 2%, aunque próximas a este valor, en el medio plazo.

En general, el crecimiento de M3 se fortaleció moderadamente a lo largo de 2012, a una tasa media interanual del 3,1%, en comparación con la reducida tasa de crecimiento del 1,5% registrada en 2011. Por el contrario, la tasa de crecimiento interanual del crédito al sector privado se tornó negativa durante 2012, debido, especialmente, a las amortizaciones netas de los préstamos concedidos a las sociedades no financieras. En gran medida, la debilidad de la dinámica de los préstamos reflejó la fragilidad de la situación y de las perspectivas económicas, el aumento de la aversión al riesgo y el ajuste en curso de los balances de hogares y empresas, todo lo cual afectó a la demanda de crédito. Además, en varios países de la zona del euro, las restricciones de capital, la percepción del riesgo y la segmentación de los mercados financieros restringieron la oferta de crédito.

En el contexto de las medidas de política monetaria adoptadas, el Consejo de Gobierno consideró durante todo el año que la evolución de los precios se mantenía en línea con la estabilidad de precios a lo largo del horizonte relevante para la política monetaria en un entorno de débil crecimiento económico, de expectativas de inflación a medio plazo firmemente ancladas y de moderación de la dinámica monetaria. Se valoró que los riesgos para las perspectivas de la estabilidad de precios estaban ampliamente equilibrados.

LA REDUCCIÓN DE LAS PRESIONES INFLACIONISTAS INTERNAS RELACIONADA CON LA DEBILIDAD DE LA ACTIVIDAD SE TRADUJO EN UN RECORTE ADICIONAL DE LOS TIPOS DE INTERÉS OFICIALES DEL BCE

A fin de atenuar el impacto adverso de las tensiones observadas en los mercados financieros sobre la evolución económica y monetaria, en julio de 2012 el Consejo de Gobierno recortó los tipos de interés oficiales en 25 puntos básicos.

Para tomar esta decisión se tuvo en cuenta el hecho de que las presiones inflacionistas se habían seguido moderando, al materializarse algunos de los riesgos a la baja para la actividad económica identificados previamente. Los tipos de interés oficiales se mantuvieron en niveles históricamente reducidos en el segundo semestre de 2012: 0,75% en el caso del tipo principal de financiación; 0,00%, en el de la facilidad de depósitos, y 1,50%, en el de la facilidad de marginal de crédito (véase gráfico 1).

EL DETERIORO OBSERVADO EN LA TRANSMISIÓN DE LA POLÍTICA MONETARIA DIFICULTÓ EL TRASLADO EFECTIVO DE LOS RECORTES DE LOS TIPOS DE INTERÉS OFICIALES DEL BCE

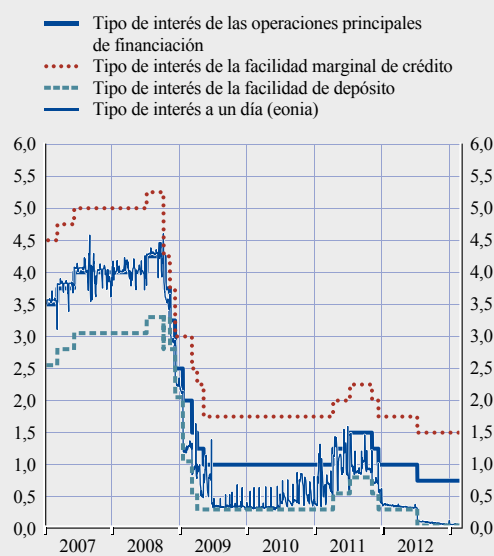
La reducción de los tipos de interés oficiales del BCE en julio de 2012, tras dos recortes de 25 puntos básicos a finales de 2011, se tradujo en un descenso adicional de los tipos de interés del mercado monetario. Aunque en 2012 los tipos de interés aplicados por las entidades de crédito a los préstamos a hogares y sociedades no financieras disminuyeron, en general, en la zona del euro, como consecuencia de la transmisión de los recortes de los tipos de interés oficiales del BCE desde noviembre de 2011, este proceso no fue homogéneo en los distintos países de la zona del euro, como había ocurrido en el pasado. En particular, la fragmentación de los mercados financieros por países dificultó la transmisión fluida de la política monetaria en la zona del euro. Como resultado, en algunos países las rebajas de los tipos de interés oficiales se trasladaron en gran medida a los tipos de interés de los préstamos bancarios, pero en otros países estos últimos se mantuvieron prácticamente sin cambios o incluso aumentaron.

EL EUROSISTEMA ADOPTÓ NUEVAS MEDIDAS DE POLÍTICA MONETARIA NO CONVENCIONALES EN 2012

Para contribuir a una transmisión más eficaz de la orientación acomodaticia de la política monetaria del BCE a la economía real, apoyar la financiación de la economía real y, por tanto, asegurar el mantenimiento de la estabilidad de precios en el medio plazo, el Consejo de Gobierno adoptó nuevas medidas de política monetaria no convencionales durante 2012. Las medidas relativas a

Gráfico 1 Tipos de interés del BCE y tipo de interés a un día

(porcentaje; datos diarios)



Fuentes: BCE y Thomson Reuters.

las operaciones de financiación se adoptaron para dar apoyo al crédito bancario y a la liquidez en los mercados, mientras que otras medidas abordaron el mal funcionamiento de determinados segmentos de los mercados financieros y su objetivo era, concretamente, evitar que las primas de riesgo llegaran a ser excesivas y que se materializaran escenarios indeseables.

MEDIDAS NO CONVENCIONALES RELACIONADAS CON LAS OPERACIONES DE FINANCIACIÓN

Para aliviar las restricciones de financiación experimentadas por las entidades de crédito y ayudar a evitar el desapalancamiento desordenado de activos bancarios, el BCE continuó proporcionando apoyo financiero mediante operaciones de financiación a plazo más largo con plazos de vencimiento excepcionales y ejecutando todas las operaciones de financiación mediante subastas a tipo de interés fijo con adjudicación plena, y tomó medidas para aumentar la disponibilidad de activos de garantía. En particular, las dos operaciones de financiación a plazo más largo con vencimiento a tres años que se habían anunciado el 8 de diciembre de 2011 tuvieron un impacto significativo en 2012¹. La primera de ellas, llevada a cabo el 21 de diciembre de 2011, proporcionó 489,2 mm de euros a las entidades de crédito, mientras que la segunda, ejecutada el 29 de febrero de 2012, aportó 529,5 mm de euros. Si se tienen en cuenta otras operaciones de financiación, las dos operaciones de financiación a plazo más largo con vencimiento a tres años resultaron en una inyección neta de liquidez de 500 mm de euros aproximadamente. Estas operaciones, sumadas a los esfuerzos de reforma realizados en varios países de la zona del euro y a los avances hacia un marco de gobernanza económica de la zona del euro más fuerte, contribuyeron a una mejora del entorno financiero en los primeros meses de 2012 y a una relajación de las tensiones en los mercados monetarios a lo largo del año (véase también recuadro 2).

El Consejo de Gobierno también anunció que el Eurosistema seguiría proporcionando liquidez a los bancos mediante procedimientos de subasta a tipo de interés fijo con adjudicación plena, al menos hasta mediados de 2013. Además, el Consejo de Gobierno acordó varios cambios en los criterios de selección de los activos de garantía y en las medidas de control de riesgos en febrero, junio y septiembre de 2012, con el objetivo de ampliar la gama de activos admitidos en las operaciones de crédito del Eurosistema. Por último, en diciembre de 2012 el BCE anunció la prolongación de los acuerdos de provisión de liquidez en moneda extranjera (líneas *swap*) existentes con otros bancos centrales hasta el 1 de febrero de 2014.

MEDIDAS ESPECÍFICAS PARA HACER FRENTE AL MAL FUNCIONAMIENTO DE LOS MERCADOS DE DEUDA PÚBLICA

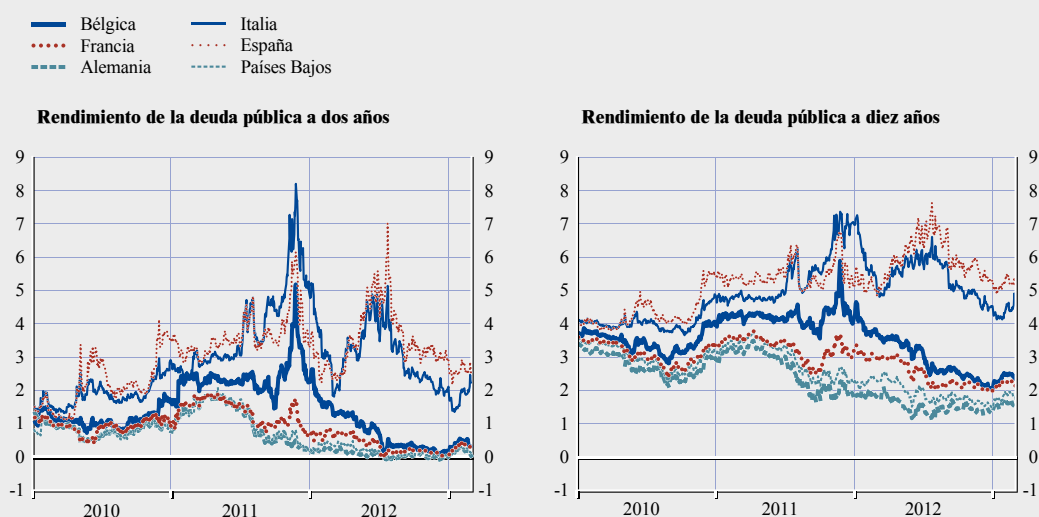
Tras un período de cierta calma en los primeros meses de 2012, la situación de los mercados de deuda soberana empeoró de nuevo hacia mediados del año, reflejando, principalmente, la percepción de una falta de determinación por parte de los Gobiernos para adoptar las medidas necesarias con el fin de resolver la crisis y llevar a la práctica los acuerdos pactados a escala europea. Los mercados se centraron especialmente en las posibles repercusiones de la incertidumbre respecto a Grecia y en la evolución de España e Italia, en un clima de temor acerca de la sostenibilidad de la deuda pública y de acceso limitado al mercado de financiación. Este clima de temor se tradujo en unas primas de riesgo excepcionalmente elevadas, relacionadas, en particular, con las dudas infundadas de los inversores sobre la reversibilidad del euro. Las diferencias se ampliaron especialmente en los precios de la deuda soberana hasta julio de 2012 (véase gráfico 2).

Para hacer frente a estas distorsiones en los precios de la deuda soberana en algunos países de la zona del euro, el Consejo de Gobierno anunció su disposición a realizar Operaciones Monetarias

¹ Para una descripción detallada de las medidas adoptadas en diciembre de 2011, véase el recuadro titulado «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.

Gráfico 2 Rendimiento de la deuda pública a dos y diez años en algunos países de la zona del euro

(porcentaje)



Fuente: Thomson Reuters.

de Compraventa (OMC) en los mercados secundarios en lo que se refiere a la deuda soberana de los países de la zona del euro. Estas operaciones se anunciaron por primera vez en agosto de 2012 y en septiembre se proporcionaron más detalles sobre sus modalidades². Al mismo tiempo, el BCE anunció que daría por concluido el programa para los mercados de valores introducido en mayo de 2010.

Las OMC no se han activado aún, pero el Eurosistema está dispuesto a llevarlas a cabo bajo determinadas condiciones (como se expone de forma más detallada en la sección 1.1 del capítulo 2). El Consejo de Gobierno considerará, de forma independiente, llevar a cabo estas operaciones en la medida en que estén justificadas desde una perspectiva de política monetaria, en caso de que se observe una fragmentación de los mercados. Las OMC tienen por objeto apoyar el mecanismo de transmisión en todos los países de la zona del euro y el carácter único de la política monetaria. Constituyen una medida de respaldo plenamente eficaz para evitar escenarios indeseables que podrían plantear problemas potencialmente graves para la estabilidad de precios en la zona del euro.

Los anuncios efectuados acerca de las OMC ayudaron a aliviar las tensiones en los mercados financieros y redujeron los riesgos de cola y la incertidumbre en el segundo semestre de 2012. Contribuyeron a la mejora general de las condiciones de financiación, lo que se puso de manifiesto, por ejemplo, en la caída de los rendimientos de la deuda pública de los países sometidos a tensiones (véase gráfico 2) y en la emisión de deuda nueva por parte de entidades de crédito, empresas y países que, durante algún tiempo, no habían tenido acceso a los mercados.

No obstante, la situación seguirá siendo frágil en tanto que no se aborden plenamente las causas que han originado la crisis actual, y esto solo lo pueden hacer los Gobiernos, que necesitan asegurar

² Para una descripción detallada de las medidas acordadas en septiembre de 2012, véase el recuadro titulado «Medidas de política monetaria decididas por el Consejo de Gobierno el 6 de septiembre de 2012», *Boletín Mensual*, BCE, septiembre de 2012.

la sostenibilidad de la deuda pública, hacer que sus economías sean más competitivas, reforzar la capacidad de resistencia de sus bancos y seguir mejorando el marco institucional de la UEM.

2 EVOLUCIÓN MONETARIA, FINANCIERA Y ECONÓMICA

2.1 ENTORNO MACROECONÓMICO MUNDIAL

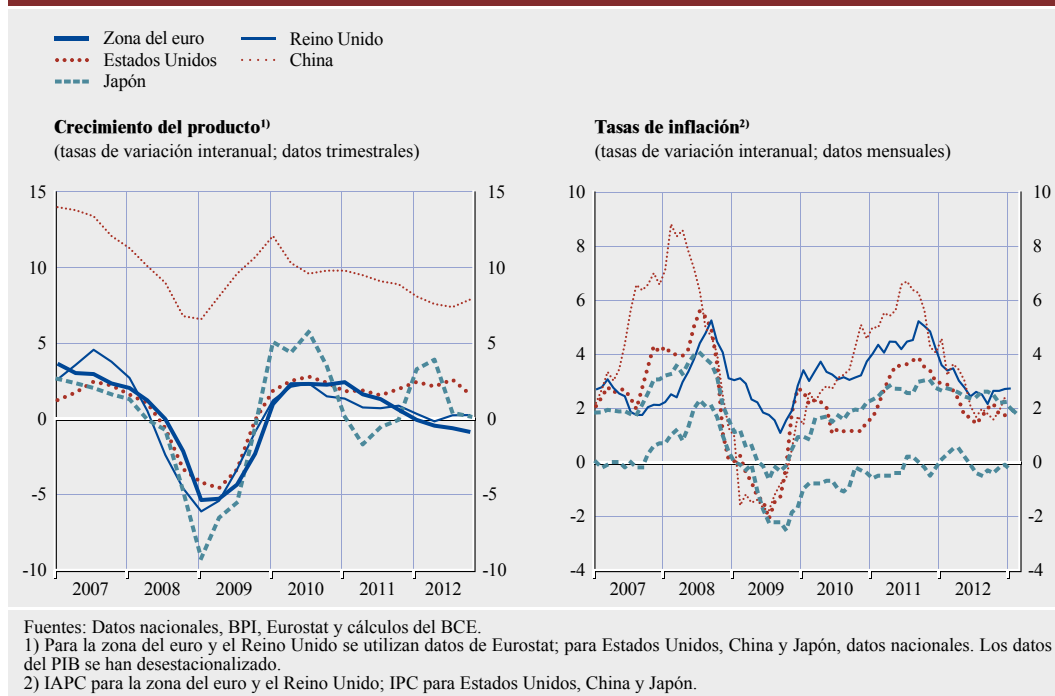
EL RITMO DE CRECIMIENTO MUNDIAL SE RALENTIZÓ EN 2012

A comienzos de 2012, los indicadores de opinión señalaban que el afianzamiento del ritmo de crecimiento económico mundial del último trimestre de 2011 continuaría en el primer trimestre de 2012, situándose el índice PMI global de producción de manufacturas y servicios en 54,5 en febrero, frente al promedio de 52,1 del último trimestre de 2011. No obstante, esta mejora del clima económico fue breve y la confianza comenzó a deteriorarse una vez más, siguiendo un patrón similar al observado en 2011. La actividad se desaceleró en las economías avanzadas en la medida en que se intensificaron las tensiones en los mercados financieros y la crisis de la deuda soberana que afectaban a algunos países de la zona del euro, y la incertidumbre se mantuvo en niveles persistentemente elevados. El saneamiento en curso de los balances tanto del sector público como del sector privado y la debilidad de los mercados de trabajo y de la vivienda continuaron limitando el crecimiento. En varias economías emergentes también se desaceleró el crecimiento, aunque siguió siendo robusto en comparación con la evolución observada en las economías avanzadas. La desaceleración se debió, en parte, a los mayores niveles de incertidumbre y, en parte, al previo endurecimiento de las políticas económicas en varios países. La agitación social y las tensiones geopolíticas que afectaron a varios países de Oriente Medio y Norte de África también frenaron el crecimiento.

Para mediados de año, las decisiones adoptadas por los líderes europeos, incluida la aprobación de la política de supervisión común del sector bancario, habían contribuido a reducir la incertidumbre en algunos ámbitos y el clima económico mundial comenzaba a mostrar señales de estabilización, aunque en niveles muy bajos. No obstante, los precios más altos de la energía, impulsados por las distorsiones en la oferta de petróleo, la preocupación respecto a la resolución de los problemas de la deuda soberana y de la gobernanza en la zona del euro, así como la incertidumbre en torno al endurecimiento de la política fiscal y la ampliación del techo de deuda en Estados Unidos, frenaron la actividad en el segundo semestre del año. En general, el dinamismo subyacente del crecimiento de la economía mundial siguió siendo débil y la recuperación lenta. A finales de año, tanto los datos publicados como los indicadores de opinión mostraban ya señales incipientes de mejora.

La desaceleración del comercio mundial que se inició en 2010, se intensificó en el transcurso de 2012 y, según datos procedentes del CPB Netherlands Bureau of Economic Policy Analysis, el crecimiento total del comercio en términos reales se redujo hasta el 2,2% en 2012, desde el 5,8% de 2011. Durante 2012, el crecimiento mundial de las importaciones experimentó una ralentización mucho más pronunciada que la actividad global. La elevada incertidumbre, especialmente en Europa, y la escasa confianza parecen haber frenado la demanda de bienes de inversión y de consumo duradero, lo que afectó a los flujos del comercio mundial, en los que también podrían haber incidido negativamente algunos factores estructurales (véase también recuadro1). Esto podría sugerir que hay un riesgo de que la debilidad del crecimiento del comercio se mantenga en

Gráfico 3 Evolución del producto y la inflación en algunas economías



el tiempo. Hacia finales de 2012, los indicadores de opinión de corto plazo seguían sugiriendo un entorno comercial poco dinámico, en el que el índice PMI global de nuevos pedidos exteriores se mantuvo por debajo del umbral de expansión durante los últimos nueve meses del año.

Las tasas de desempleo siguieron siendo altas en los países de la OCDE a lo largo de 2012. Las cifras de paro ocultan divergencias en la evolución de las principales economías avanzadas, habiéndose observado tasas en descenso en Estados Unidos, Canadá y Japón, mientras que en la zona del euro han seguido aumentando.

Por lo que respecta a la evolución de los precios, la tasa de variación interanual de los precios de consumo descendió gradualmente a lo largo de 2012 en las economías avanzadas, salvo un ligero incremento en agosto y octubre, determinado, en gran parte, por los precios de la energía (véase gráfico 3). En general, la abundante capacidad excedente de producción y la lenta recuperación de las economías avanzadas permitieron que las presiones inflacionistas subyacentes se mantuvieran contenidas. En los países de la OCDE, la tasa media de variación de los precios de consumo se situó en el 2,2% en 2012, frente al 2,9% de 2011. Excluidos la energía y los alimentos, la inflación medida por los precios de consumo ascendió al 1,8% en 2012, frente al 1,6% de 2011. Las tasas de inflación interanuales experimentaron una fuerte caída en China y un descenso algo más moderado en otras economías emergentes a lo largo de 2012, ya que la debilidad del entorno mundial atenuó las presiones inflacionistas.

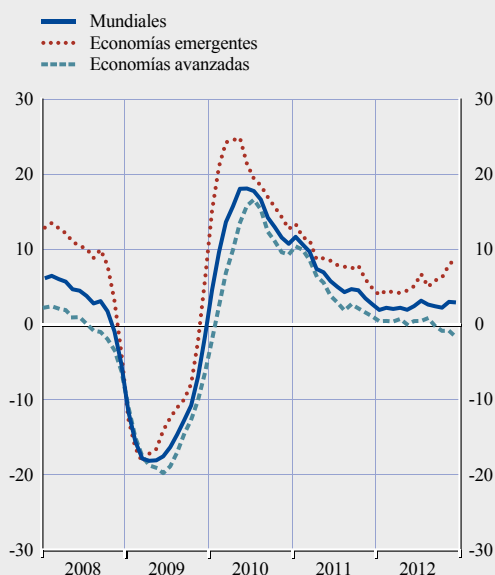
Recuadro I

¿A QUÉ OBEDECE LA RECIENTE DESACELERACIÓN DEL COMERCIO MUNDIAL?

En los dos últimos años, el crecimiento del comercio mundial ha experimentado una desaceleración generalizada en un entorno de perturbaciones en la economía mundial: disminución de la confianza empresarial y de los consumidores como consecuencia de la crisis de la deuda soberana en la zona del euro, desapalancamiento de los balances y, a nivel regional, distorsiones provocadas por el terremoto que sacudió Japón y por la Primavera árabe. Se ha observado una ralentización en el crecimiento interanual de las importaciones mundiales tanto en las economías avanzadas como en las economías emergentes (véase gráfico A). El crecimiento del comercio internacional no solo ha disminuido en términos absolutos, sino que también se ha debilitado en relación con la actividad económica mundial. Entre 1982 y 2007, la ratio de crecimiento de las importaciones mundiales con respecto al crecimiento del PIB fue de 1,8, en promedio, mientras que, en el segundo semestre de 2011 y en el primer semestre de 2012, la ratio se redujo a 1 (véase cuadro).

Gráfico A Importaciones mundiales de mercancías

(tasas de variación interanual; datos desestacionalizados y ajustados por días laborables)



Fuente: CPB Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis.
Notas: Los datos se calculan como medias móviles de tres meses.
La última observación corresponde a diciembre de 2012.

¿Por qué la reciente desaceleración ha sido más fuerte de lo que sugería la relación a largo plazo entre el crecimiento del comercio y el crecimiento del PIB? En primer lugar, la disminución del crecimiento del comercio en relación con el crecimiento del PIB ha sido especialmente acusada en las economías avanzadas, debido, en gran medida, a la situación de la zona del euro. En segundo lugar, en algunas regiones, la caída del PIB tuvo su origen en aquellos componentes de la demanda con un contenido de importaciones relativamente elevado, específicamente la inversión en capital fijo y las existencias. Por último, hay cierta evidencia que indica que los menores flujos de financiación comercial también podrían haber tenido un efecto moderador sobre el comercio mundial.

Evolución regional del comercio

La desaceleración del comercio, pese a ser generalizada, ha mostrado una divergencia considerable entre las distintas regiones. La ratio entre el crecimiento de las importaciones mundiales y el crecimiento del PIB mundial cayó de 1,7 en el primer semestre de 2011 a 1 en los doce meses siguientes. La caída del crecimiento relativo del comercio fue más acusada en las economías avanzadas que en las economías emergentes (véase gráfico A). Una razón importante que explica esta diferencia es la significativa reducción del crecimiento de las importaciones de la zona del euro desde mediados de 2011, así como el elevado porcentaje (alrededor del 50%)

Ratio entre el crecimiento de las importaciones y el crecimiento del PIB

	1982-2007	S1 2011	S2 2011	S1 2012
Mundial	1,8	1,7	1,0	1,0
Economías avanzadas	2,9	4,9	1,2	1,1
Economías avanzadas, excluidas la zona del euro y Japón	1,9	2,1	1,7	1,6
Economías emergentes	1,5	1,5	1,0	1,1

Fuentes: Haver Analytics, FMI y cálculos del BCE.

que estas representan con respecto a las importaciones de los países avanzados. Desde el segundo semestre de 2011, el crecimiento del PIB de la zona del euro ha registrado un descenso menor que el crecimiento de las importaciones y el porcentaje que representa la zona del euro en el PIB de los países avanzados se ha reducido hasta situarse en torno al 30%. Excluidos la zona del euro y Japón (país este último en el que el PIB y el comercio exterior se han visto afectados por el desastre natural de 2011), la caída del crecimiento relativo del comercio en las economías avanzadas es mucho menos pronunciada. En muchas economías emergentes, particularmente en Europa Central y Oriental, el crecimiento de las importaciones también se ha debilitado significativamente en relación con el crecimiento del producto.

El papel de una débil inversión

Una explicación de la caída de la ratio entre el crecimiento de las importaciones y el crecimiento del PIB en 2012 es el descenso de la contribución al crecimiento de los componentes de la demanda con un contenido de importaciones relativamente elevado, específicamente la inversión en capital fijo y el consumo de bienes duraderos¹. Según las estimaciones de Bussière et al., en promedio, el contenido de importaciones en la inversión en las economías de la OCDE en 2005 era del 32% y en las exportaciones del 28%, seguidas del consumo privado, con un 25%, y del gasto público, con un 10%. El contenido de importaciones en las exportaciones es particularmente elevado en las pequeñas economías abiertas y en países, como muchos de Asia Oriental, estrechamente integrados con redes de producción vertical.

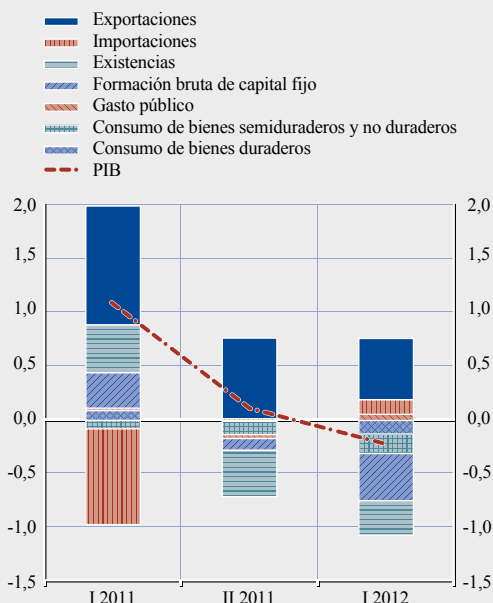
Desde la segunda mitad de 2011, la inversión en capital fijo y las existencias han contribuido negativamente al crecimiento del producto en la zona del euro, lo que ayuda a explicar el significativo descenso observado en la ratio de crecimiento de las importaciones en relación con el crecimiento del PIB. Mientras que la reposición de existencias sumó casi medio punto porcentual al crecimiento del PIB en el primer semestre de 2011, estas disminuyeron en el segundo semestre de ese año y en la primera mitad de 2012, reduciéndose también la inversión en capital fijo en el mismo período (véase gráfico B). El consumo de bienes duraderos, que poseen un elevado contenido de importaciones en comparación con los bienes no duraderos, cayó junto con la inversión, aunque a un ritmo menor.

En las economías emergentes se observó una cierta desacumulación de existencias en la segunda mitad de 2011, seguida de una ligera recuperación en el primer semestre de 2012 (véase gráfico C).

1 Véanse G. Alessandria, J. Kaboski y V. Midrigan, «The great trade collapse of 2008-09: An inventory adjustment?», *IMF Economic Review*, vol. 58, n.º 2, pp. 254-294, 2010; G. Alessandria, J. Kaboski y V. Midrigan, «US trade and inventory dynamics», *American Economic Review*, vol. 101, n.º 3, pp. 303-307, 2011; R. Anderton y T. Tewolde, «The global financial crisis: trying to understand the global trade downturn and recovery», *Working Paper Series*, n.º 1370, BCE, agosto de 2011; y M. Bussière, G. Callegari, F. Ghironi, G. Sestieri y N. Yamano, «Estimating trade elasticities: Demand composition and the trade collapse of 2008-09», *NBER Working Paper Series*, n.º 17712, National Bureau of Economic Research, 2011.

Gráfico B Contribuciones al crecimiento del PIB en la zona del euro

(tasas de variación intersemestral; puntos porcentuales)

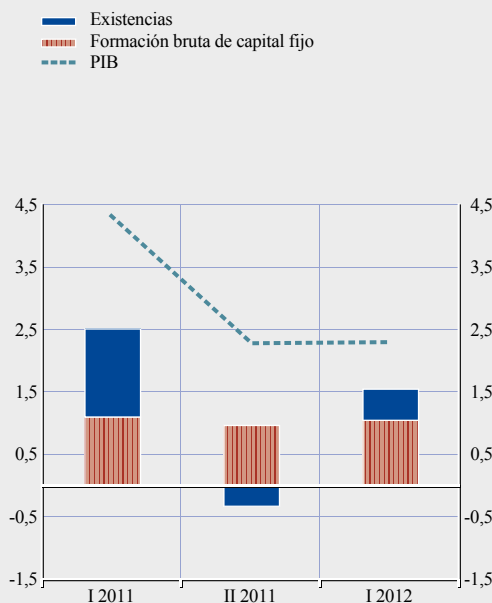


Fuente: Eurostat.

Nota: Cálculos del BCE basados en los datos correspondientes a Alemania, España, Finlandia, Francia, Italia y Países Bajos.

Gráfico C Contribución de la inversión en capital fijo y de las existencias al crecimiento en algunas economías emergentes

(tasas de variación intersemestral; puntos porcentuales)



Fuente: Haver Analytics.

Nota: Cálculos del BCE basados en los datos correspondientes a Argentina, Brasil, Corea del Sur, Hungría, India, Indonesia, Malasia, México, Polonia, RAE de Hong Kong, República Checa, Rumanía, Rusia, Singapur, Tailandia, Taiwán y Turquía.

Esta evolución coincidió a grandes rasgos con el descenso de la ratio de crecimiento de las importaciones en relación con el crecimiento del PIB. En los Estados miembros de la UE de Europa Central y Oriental, la contribución negativa de las existencias al crecimiento fue algo más pronunciada que en el resto de los mercados emergentes y continuó en la primera mitad de 2012. El hecho de que la ratio entre el crecimiento del comercio y el crecimiento del PIB sea más baja en las economías emergentes también puede deberse, en parte, a la reducción de las exportaciones a las economías avanzadas, como la zona del euro, ya que estas son también un componente de la demanda relativamente intensivo en importaciones.

Evidencia dispar sobre el impacto de la financiación del comercio y el proteccionismo comercial

Existen dos factores adicionales que se citan con frecuencia como posibles motivos del reciente descenso del crecimiento del comercio mundial. El primero se refiere a la disponibilidad de financiación para el comercio. Según estimaciones del Instituto de Finanzas Internacionales², el valor de los flujos de financiación comercial se ha reducido significativamente desde finales de 2011, concentrándose la caída en las entidades de crédito de la zona del euro. Aunque la disminución de los citados flujos coincide con un menor crecimiento del comercio mundial, la contracción relativamente mayor de la financiación comercial entre los bancos de la zona del euro puede reflejar, en parte, el desapalancamiento de estas entidades y su retirada del negocio de préstamos transfronterizos.

2 *Capital Markets Monitor*, Institute of International Finance, septiembre de 2012.

La evidencia acerca de qué proporción de la reducción de la financiación del comercio se debe a una disminución de la demanda o a un descenso de la oferta es dispar. En la encuesta prospectiva realizada conjuntamente por la CCI y el FMI en enero de 2012 (ICC-IMF Market Snapshot) se llegó a la conclusión de que se esperaba que tanto la oferta como la demanda tuvieran un impacto negativo en la financiación del comercio en 2012. Un número significativo de encuestados indicó que, previsiblemente, la contracción del crédito o de la liquidez disponibles en su propia entidad de crédito (73%) o en los bancos con los que opera (89%) afectaría a sus actividades de financiación del comercio, al menos en alguna medida. El 78% de los encuestados también opinaba que una caída de la demanda de financiación para el comercio contribuiría a reducir dicha financiación. Por regiones, los resultados de la encuesta mostraron que había menos crédito disponible para financiar el comercio en el África subsahariana, en Europa Central y Oriental y en América Latina.

Por otra parte, es poco probable que el proteccionismo, que tiende a ser mayor durante las desaceleraciones económicas mundiales, haya tenido un impacto significativo en el comercio mundial en los dos últimos años. Según los cálculos de los expertos del BCE³, la crisis fue testigo de un aumento del proteccionismo comercial pero, desde 2009, casi todos los Gobiernos han reducido el ritmo de adopción de este tipo de medidas. La ratio entre las nuevas medidas de restricción del comercio y las de liberalización se redujo desde más de 8 a comienzos de 2009 hasta alrededor de 2 en el primer trimestre de 2012. Los expertos del BCE también estiman que, tras un repunte en 2008-2009, el número total de barreras temporales al comercio en las economías del G-20 volvió a situarse en 2010-2011 en su tendencia a largo plazo⁴.

3 Basado en datos de Global Trade Alert, ajustados por los desfases de información.

4 Basado en datos de la Temporary Trade Barriers Database del Banco Mundial.

ESTADOS UNIDOS

La economía estadounidense continuó recuperándose en 2012, creciendo a un ritmo más rápido que en el año anterior. El crecimiento del PIB real se situó en el 2,2%, frente al 1,8% de 2011. En el primer semestre de 2012, el crecimiento económico fue lento y se vio afectado por la preocupación acerca las perspectivas de la economía mundial, por la contracción del gasto público y la desaceleración observada en la mayoría de los otros componentes de la demanda interna. En la segunda mitad del año, el crecimiento del PIB cobró cierto impulso como consecuencia del crecimiento sostenido del gasto en consumo privado, que se vio respaldado principalmente por los efectos riqueza derivados de la continua subida de los precios de las acciones y de las mejoras en el mercado de la vivienda, así como por los elevados niveles de confianza de los consumidores. Una fuerte expansión de la inversión residencial privada, atribuible a un aumento sostenido en el mercado de la vivienda, también contribuyó a la aceleración del crecimiento del PIB. Pese a la situación de bloqueo político en torno a las medidas de ajuste fiscal programadas para comienzos de 2013, la inversión privada no residencial y la acumulación de existencias contribuyeron positivamente al crecimiento. Por el contrario, el gasto público fue un lastre para el crecimiento en 2012, debido especialmente a la fuerte contracción del gasto en defensa en el cuarto trimestre del año, mientras que la demanda exterior neta fue neutral. El déficit por cuenta corriente se situó en el 3,1% del PIB en los tres primeros trimestres de 2012, el mismo nivel que en 2011. En cuanto al mercado de trabajo, el ritmo de crecimiento del empleo fue ligeramente más dinámico que en el año anterior, lo que permitió que la tasa de paro se redujera desde el 8,9% de 2011 hasta el 8,1% en 2012.

Tras registrar una tasa media de inflación interanual del 3,2% en 2011, la inflación medida por el IPC descendió hasta el 2,1% en 2012. En el primer semestre de 2012, la inflación se moderó significativamente, debido a la caída de los precios de la energía y de los alimentos. No obstante, en agosto de 2012 los precios de la energía revirtieron su anterior tendencia a la baja, dando lugar a un incremento de la inflación medida por el IPC hasta octubre, antes de reiniciar su descenso hasta finales del año. Excluidos la energía y los alimentos, la inflación medida por el IPC se situó, en promedio, en el 2,1%, frente al 1,7% del año anterior, como consecuencia de aumentos sostenidos en el coste de la vivienda, la asistencia médica y las prendas de vestir.

El Comité de Operaciones de Mercado Abierto de la Reserva Federal mantuvo sin variación, dentro de una banda del 0% al 0,25%, el tipo de interés de referencia de los fondos federales durante todo 2012, en un contexto de crecimiento económico y del empleo moderado, de elevado desempleo y de unas perspectivas de inflación contenidas a medio plazo. En junio de 2012, el Comité decidió mantener hasta finales de 2012 (en lugar de hasta finales de junio de 2012) su programa para ampliar el vencimiento medio de sus tenencias de valores (denominado con frecuencia «Operación Twist») y su política de reinvertir los pagos de principal de sus tenencias de deuda y bonos de titulización hipotecaria de agencias. En septiembre de 2012, decidió asimismo iniciar una tercera ronda de medidas de relajación cuantitativa (las llamadas «QE3») para estimular aún más la economía. El Comité tenía previsto realizar compras adicionales de bonos de titulización hipotecaria de agencias a un ritmo de 40 mm de dólares al mes. Con estas medidas, el Comité esperaba presionar a la baja sobre los tipos de interés a largo plazo, apoyar a los mercados hipotecarios y ayudar a que las condiciones financieras fueran, en general, más acomodaticias. El Comité anticipó, además, que probablemente se justificaría mantener el tipo de interés de los fondos federales en niveles excepcionalmente bajos «como mínimo hasta mediados de 2015», tras haber afirmado anteriormente, en enero de 2012, que la medida se mantendría «como mínimo hasta finales de 2014». En diciembre de 2012, el Comité decidió seguir comprando bonos del Tesoro a más largo plazo a un ritmo de 45 mm de dólares al mes, una vez concluido, a finales de año, el programa conocido como «Operación Twist», con lo que incrementaría el balance de la Reserva Federal. El Comité anunció también un cambio de orientación de su política de tipos de interés basada en un calendario a una política basada en resultados, anticipando que sería apropiado mantener los tipos de interés excepcionalmente bajos de los fondos federales al menos mientras que la tasa de desempleo se sitúe por encima del 6,5%, que no se prevea que la tasa de inflación a uno y dos años vista supere el 2,5% y que las expectativas de inflación continúen estando bien ancladas.

Por lo que respecta a la política fiscal, el déficit presupuestario del Gobierno federal se redujo hasta el 7% del PIB en 2012 desde el 8,7% registrado el año anterior. Ello dio lugar a un nuevo incremento de la deuda federal en manos del público, hasta el 73% del PIB a finales de 2012, frente al 68% observado a finales de 2011. A lo largo de 2012, la falta de consenso para evitar el endurecimiento del tono de la política fiscal previsto para comienzos de 2013, que suponía subidas de impuestos y recortes automáticos del gasto —el denominado «abismo fiscal»—, contribuyó a un grado inusualmente elevado de incertidumbre. A principios de enero de 2013 se alcanzó un acuerdo político sobre reformas tributarias y del gasto con la aprobación en el Congreso de la llamada American Taxpayer Relief Act, evitándose en parte un considerable endurecimiento del tono de la política fiscal. El acuerdo, no obstante, se centró en los ingresos, retrasando en dos meses las decisiones relativas a la reforma del gasto. En este contexto, se dejó sin abordar el problema de los desequilibrios presupuestarios a largo plazo y, por consiguiente, las perspectivas a corto plazo quedaron sujetas a una considerable incertidumbre.

JAPÓN

El crecimiento económico en Japón fue sumamente volátil en 2012, debido a la considerable incertidumbre respecto a la evolución mundial y a las políticas nacionales. En el primer trimestre se registró un crecimiento sólido, impulsado principalmente por la fuerte demanda interna. La demanda del sector público, derivada de los trabajos de reconstrucción tras el terremoto y el tsunami de 2011, así como la demanda de consumo privado, estimulada en parte por las subvenciones a las compras de vehículos respetuosos con el medio ambiente, contribuyeron positivamente al crecimiento. A partir del segundo trimestre, la economía se contrajo en un contexto de debilitamiento de la demanda mundial. Debido, en parte, a la fortaleza del yen, la balanza por cuenta corriente registró un saldo negativo por primera vez desde el inicio de la serie estadística en 1985. La moderación de la demanda interna, sumada a la desaceleración de la demanda externa, dio lugar a una notable contracción del crecimiento en el tercer trimestre. A finales del año, la situación de la economía seguía siendo frágil, aunque el consumo privado volvió a repuntar en un contexto de depreciación del yen. La inflación interanual fue positiva en la primera mitad del año, pero se tornó negativa en el segundo semestre. La inflación subyacente (excluidos los alimentos, las bebidas y la energía) registró tasas negativas durante todo 2012.

Debido a la falta de dinamismo de la evolución económica y a la deflación, el Banco de Japón mantuvo el tipo de interés oficial de los préstamos a un día sin garantía entre el 0,0% y el 0,1%. A lo largo del año, el banco central anunció aumentos de los recursos comprometidos dentro de su Programa de Compra de Activos por un total de 46 billones de yenes japoneses, y amplió su duración hasta el final de 2013. Además, modificó su Facilidad de Financiación de Apoyo al Crecimiento con la introducción de la Facilidad de Estímulo al Préstamo Bancario. En el marco de esta facilidad, con un volumen de recursos ilimitado, se concederán préstamos a las entidades de crédito por un importe equivalente al aumento de sus préstamos netos. En enero de 2013, el Banco de Japón anunció también la introducción de un objetivo de estabilidad de precios del 2%, en sustitución del objetivo de inflación del 1% establecido en febrero de 2012. Asimismo, introdujo el método de compras de activos sin fecha de finalización definida en el marco del Programa de Compra de Activos, que entrará en vigor en enero de 2014. Pese a la aprobación de un incremento gradual del IVA (del 5% al 10%) a partir de 2014, el esfuerzo de consolidación fiscal en Japón fue reducido. El bloqueo entre la cámara alta y la cámara baja de la Dieta o Parlamento japonés respecto a una ley de financiación de la deuda se resolvió con la convocatoria de nuevas elecciones en diciembre, cuyo resultado fue un cambio de gobierno y la aprobación de la ley.

ECONOMÍAS EMERGENTES DE ASIA

El crecimiento económico en las economías emergentes de Asia experimentó una nueva desaceleración en 2012, con un descenso del crecimiento interanual del PIB hasta alrededor del 5,9%, cifra ligeramente inferior a la media de largo plazo. El crecimiento de las exportaciones se redujo significativamente, dado que la desaceleración en Europa y otras economías avanzadas contribuyó a una caída generalizada del comercio. Aunque el endurecimiento de las políticas monetarias y crediticias en 2011 y comienzos de 2012 moderó ligeramente la demanda interna, en general el gasto mantuvo su solidez en un contexto de fuerte crecimiento del crédito y de aumento de los precios de los inmuebles residenciales en varios países. La inflación en las economías emergentes de Asia se moderó en 2012. El descenso de los precios mundiales de los alimentos ayudó a reducir las tasas de inflación, mientras que el debilitamiento de la actividad también atenuó las presiones inflacionistas. En vista del deterioro de la actividad y del comercio y de la moderación de la inflación, algunos bancos centrales interrumpieron, o incluso revirtieron, el ciclo de endurecimiento de la política monetaria iniciado a comienzos del segundo semestre de 2010, lo que contribuyó a un renovado impulso del crecimiento hacia finales del año.

En China, el crecimiento del PIB real descendió hasta el 7,8% en 2012, desde el 9,3% de 2011. El crecimiento había sido débil a comienzos del año, pero se recuperó con fuerza en el segundo semestre, impulsado por la demanda interna. El consumo y la inversión contribuyeron casi en igual medida, mientras que la contribución de la demanda exterior neta fue ligeramente negativa. La demanda interna se vio respaldada por la inversión en infraestructura pública y por las condiciones de financiación acomodaticias. La actividad en la construcción repuntó hacia finales del año, al recuperarse el mercado de la vivienda de la ligera desaceleración registrada en el primer semestre. La inflación se moderó a lo largo del año, debido al descenso de los precios de los alimentos, situándose, para el conjunto de 2012, en el 2,6%, frente al 5,4% observado en 2011. En vista de las desfavorables perspectivas observadas en los meses anteriores, las autoridades redujeron el coeficiente de reservas obligatorias de las entidades de crédito en medio punto porcentual, tanto en febrero como en mayo. También se redujeron en junio y julio, por un total acumulado de 56 y 50 puntos básicos, respectivamente, los tipos de referencia de los préstamos y los depósitos a un año. Como parte del proceso de reforma del sector financiero actualmente en curso, se permitió a las entidades de crédito un mayor margen de maniobra para fijar los tipos de interés de los depósitos y los préstamos. En el segundo semestre de 2012, al tornarse negativos los flujos netos de capital y estabilizarse las reservas exteriores, el Banco Central de la República Popular China comenzó a recurrir en mucha mayor medida a las operaciones de mercado abierto para controlar las condiciones de liquidez. Debido a la debilidad del entorno mundial, el crecimiento de las exportaciones, principalmente a la zona del euro aunque también a Japón, experimentó una desaceleración durante la mayor parte de 2012. Como la desaceleración del crecimiento fue mayor en el caso de las importaciones que en el de las exportaciones, el superávit comercial aumentó hasta 232,8 mm de dólares estadounidenses, desde los 157,9 mm de dólares registrados en 2011. El renminbi se apreció un 1,7% en términos efectivos nominales y un 2,2% en términos efectivos reales entre finales de 2011 y finales de 2012, a pesar de la depreciación transitoria experimentada durante el verano. A finales de 2012, las reservas exteriores de China alcanzaban ya la cifra de 3,3 billones de dólares estadounidenses, frente a los 3,2 billones de dólares de diciembre de 2011.

AMÉRICA LATINA

La actividad económica en América Latina registró una desaceleración generalizada en 2012, en un contexto de caída de la demanda externa y de algunas señales de debilidad de la demanda interna en varios países. Además, el debilitamiento de las perspectivas de la economía mundial dio lugar a un descenso de los precios de las materias primas y a un deterioro de la relación real de intercambio para los exportadores de estas materias, que representan aproximadamente las tres cuartas partes del producto de la región. Para el conjunto de la región, la tasa de crecimiento interanual del PIB real se situó en el 3,1% en el primer semestre de 2012, frente al crecimiento medio del 4,5% observado en 2011. El consumo privado siguió siendo el principal motor del crecimiento, pese a haber experimentado una ligera desaceleración. Aunque en menor medida, el consumo público también contribuyó positivamente al crecimiento. Por el contrario, la demanda exterior neta fue un lastre para el crecimiento, debido a la desaceleración de la economía mundial; la contribución de la inversión también fue negativa, como consecuencia del anterior endurecimiento de la política monetaria. Concretamente Brasil, la mayor economía latinoamericana, registró una notable ralentización, como resultado de un deterioro mayor de lo previsto de la demanda externa y de una recuperación de la demanda interna más débil de lo esperado. El crecimiento interanual del PIB real se situó en el 0,6% en el primer semestre de 2012, frente a una tasa media de crecimiento del 2,7% en 2011. En cuanto a la inflación, la moderación del crecimiento económico, sumada al descenso de los precios de la energía y de los alimentos, hizo que se atenuaran ligeramente las presiones inflacionistas en 2012. La tasa media de inflación interanual de los precios de consumo se desaceleró y pasó del 6,9% en 2011 al 6,2% en 2012.

En los últimos meses de 2012, la economía latinoamericana cobró cierto impulso, como consecuencia de una mejora gradual de las perspectivas mundiales y del impacto de las medidas de relajación de la política monetaria adoptadas en algunos países. En Brasil, el deterioro del entorno exterior, unido a un descenso de la inflación, impulsó al banco central a recortar significativamente los tipos de interés oficiales entre septiembre de 2011 y octubre de 2012, revirtiendo así las subidas de tipos anteriores. En 2012, el Banco Central de Brasil redujo los tipos de interés en 375 puntos básicos. Tras haberse comportado bastante bien en el primer semestre de 2012, el mercado de trabajo mejoró aún más en la segunda mitad del año, registrándose una moderada creación de empleo y un nivel de desempleo relativamente reducido. Los mercados financieros de la región se mostraron, en general, resistentes, y los sectores bancarios de las economías con sectores financieros más desarrollados (Brasil, México y Chile) siguieron siendo sólidos, rentables y líquidos.

VOLATILIDAD DE LOS PRECIOS DE LAS MATERIAS PRIMAS EN 2012

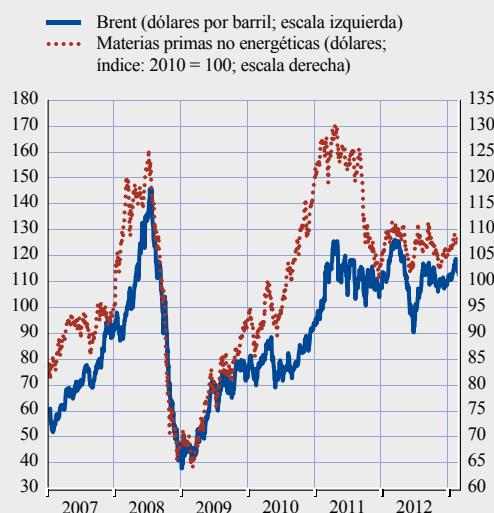
El precio del Brent se mantuvo estable en el conjunto de 2012, aunque ocultando altos niveles de volatilidad. Desde el máximo alcanzado a mediados de marzo y el mínimo registrado a finales de junio de 2012, los precios bajaron casi 40 dólares el barril y, posteriormente, volvieron a subir para estabilizarse en torno a 110 dólares el barril hacia finales de año (véase gráfico 4). Además, 2012 fue el segundo año consecutivo en el que el precio medio del barril de Brent se situó por encima de 110 dólares.

Al igual que en 2011, las acusadas fluctuaciones de los precios del petróleo tienen su origen en una combinación de factores de oferta y de demanda. Por el lado de la oferta, la escalada de las tensiones con Irán, que culminó con el anuncio de un embargo de las importaciones de petróleo iraní por parte de Estados Unidos y Europa, impulsó los precios marcadamente al alza en el primer trimestre de 2012, mucho antes de la fecha del 1 de julio de 2012 en que comenzó realmente el embargo. Los precios se mantuvieron en niveles elevados, a pesar de que el mercado llegó a estar cada vez mejor abastecido gracias a los aumentos de la producción en los países de la OPEP, debido, en particular, a una recuperación más rápida de lo esperado de la producción de Libia. Sin embargo, en última instancia, el aumento de los suministros de petróleo y la acumulación de señales que apuntaban a una desaceleración de la demanda mundial, intensificada por la reaparición de tensiones en algunos mercados de deuda soberana de la zona del euro, dieron lugar a una corrección de los precios del crudo en el segundo trimestre del año. Pese a la debilidad de la demanda de petróleo durante la mayor parte del segundo semestre del año, las interrupciones imprevistas de la oferta de los países no pertenecientes a la OPEP, sumadas a las tensiones geopolíticas, favorecieron una recuperación de los precios del crudo.

Los precios de las materias primas no energéticas aumentaron ligeramente en cifras agregadas en 2012 (véase gráfico 4), en un contexto de cierta volatilidad, aunque se mantuvieron

Gráfico 4 Evolución de los precios de las materias primas

(datos diarios)



Fuentes: Bloomberg y Hamburg Institute of International Economics.

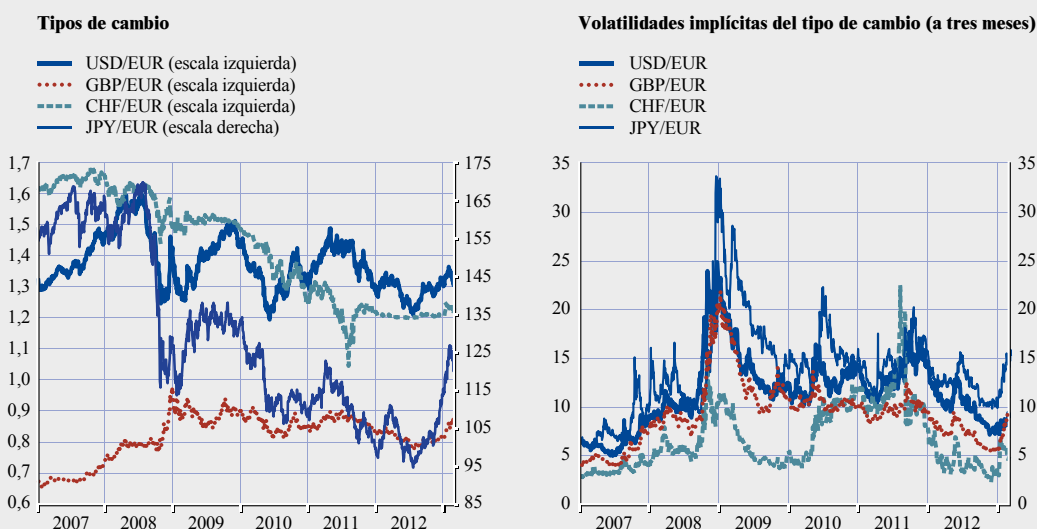
durante todo el año muy por debajo de los máximos diarios registrados en 2008 y 2011. Los precios de los metales se vieron afectados, principalmente, por la incertidumbre respecto al crecimiento mundial, mientras que los precios de algunas materias primas alimenticias, en particular la soja y los cereales, sufrieron intensamente las consecuencias de las distorsiones de oferta asociadas a la meteorología. En cifras agregadas, los precios de las materias primas no energéticas (denominados en dólares) se situaban a finales de 2012 un 1,2% por encima de los niveles observados a comienzos del año.

EL TIPO DE CAMBIO EFECTIVO DEL EURO SE MANTUVO PRÁCTICAMENTE ESTABLE DURANTE EL AÑO

La evolución del tipo de cambio del euro en 2012 reflejó, en gran medida, el cambio en las percepciones de los mercados respecto a las perspectivas económicas de la zona del euro y la evolución las primas de riesgo en relación con la crisis de la deuda soberana de la zona. En el período transcurrido hasta abril de 2012, el euro se apreció ligeramente en términos efectivos nominales y también en términos bilaterales frente al dólar estadounidense. A partir de abril, la intensificación de las tensiones relacionadas con la resolución de la crisis de la deuda soberana de la zona del euro provocó una caída de la cotización de la moneda única. Concretamente, entre abril y julio de 2012, el euro se depreció en torno al 5% en términos efectivos nominales y alrededor de un 8% frente al dólar. Esta tendencia se frenó y revirtió a partir de finales de julio, cuando el BCE reafirmó la irreversibilidad del euro y anunció las Operaciones Monetarias de Compraventa (OMT) del Eurosistema. Entre finales de julio y finales de septiembre el euro se apreció de forma acusada, recuperando en gran medida las pérdidas anteriores, en un contexto de notable descenso de la volatilidad. Los movimientos del tipo de cambio del euro en la última parte de 2012 se caracterizaron por un entorno de estabilidad, en el que los indicadores de volatilidad de los mercados de divisas registraron niveles próximos a los observados antes de la crisis financiera (véase gráfico 5).

Gráfico 5 Evolución de los tipos de cambio y volatilidades implícitas

(datos diarios)



Fuentes: Bloomberg y BCE.

Nota: La última observación corresponde al 1 de marzo de 2013.

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, prácticamente no experimentó variación durante el año (véase gráfico 6). A finales de 2012, el euro cotizaba, en términos efectivos nominales, un 0,4% por debajo del nivel observado a finales de 2011 y un 1% por debajo de la media histórica registrada desde 1999. Frente al dólar estadounidense, el euro cotizaba el 31 de diciembre de 2012 a 1,32 dólares, es decir, alrededor de un 2% por encima del nivel de finales de 2011 y un 5% por debajo de la media de ese año.

Por lo que respecta a las otras principales monedas, el euro se apreció sustancialmente frente al yen japonés, en particular en el segundo semestre de 2012, ya que las incertidumbres existentes en Japón afectaron negativamente al valor de la moneda japonesa. El 31 de diciembre de 2012, el euro cotizaba a 114 yenes, un 13% por encima del nivel de comienzos del año y un 2% por encima de la media de 2011. En cambio, el euro se depreció ligeramente frente a la libra esterlina, cotizando a finales de 2012 a 0,82 libras, lo que representa un nivel de alrededor de un 2% por debajo del observado a comienzos del año y un 6% por debajo de la media de 2011.

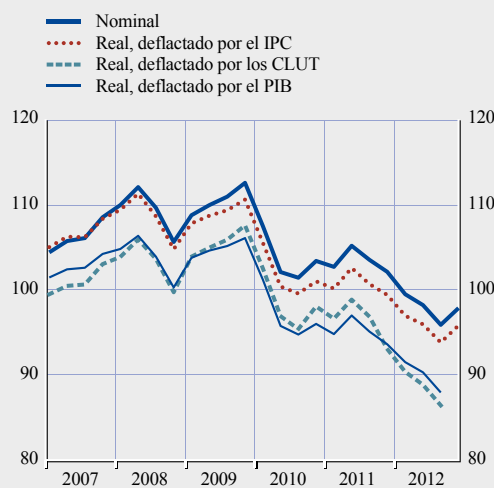
El euro no experimentó variación en 2012 frente al dólar australiano, pero se depreció frente al dólar canadiense (un 1%), la corona noruega (un 5%) y el won coreano (un 6%). Por el contrario, se apreció frente a las monedas asiáticas vinculadas al dólar estadounidense, incluidos el renminbi chino (un 1%) y el dólar de Hong Kong (un 2%).

El euro siguió cotizando frente al franco suizo en un nivel próximo al tipo de cambio mínimo de 1,20 francos suizos, anunciado unilateralmente por el Banco Nacional de Suiza en septiembre de 2011 y defendido mediante intervenciones del banco central en el mercado de divisas a lo largo de 2012. El 30 de diciembre de 2012, el euro cotizaba a 1,21 francos suizos, prácticamente sin variación con respecto al nivel registrado a comienzos del año.

Los tipos de cambio efectivos reales del euro basados en diferentes indicadores de costes y precios se depreciaron en los tres primeros trimestres de 2012. A finales de 2012 se situaban en niveles ligeramente inferiores a los observados a finales de 2011 (véase gráfico 6).

Gráfico 6 Tipos de cambio efectivos nominal y real del euro (TCE-20)1)

(datos trimestrales; índice: I 1999 = 100)



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 2012 para el tipo de cambio «nominal» y el tipo «real, deflactado por el IPC», y al segundo trimestre de 2012 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 SE RECUPERÓ MODERADAMENTE

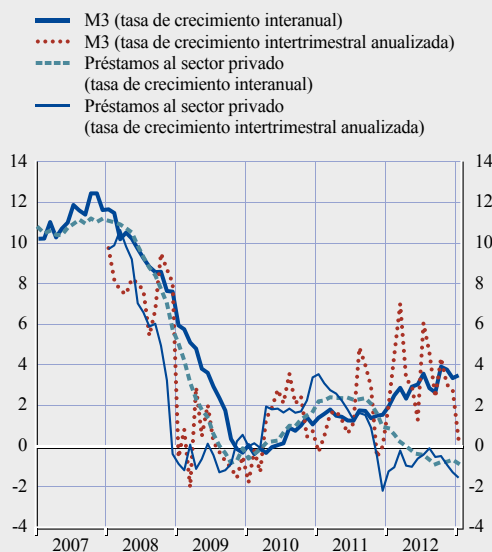
El crecimiento del agregado monetario amplio comenzó a recuperarse a lo largo de 2012, aunque se mantuvo en niveles moderados. La tasa de crecimiento interanual de M3, que fue del 1,5%

en diciembre de 2011, se incrementó hasta situarse en torno al 3,6% en julio de 2012, y posteriormente volvió a reducirse hasta septiembre. Sin embargo, en diciembre de 2012 esta tasa fue del 3,4%. La considerable volatilidad mensual de este agregado en la zona del euro se debió, principalmente, a la preferencia del sector tenedor de dinero por la liquidez, en un entorno de bajos tipos de interés y, en particular hasta agosto, de elevada incertidumbre. Desde esta perspectiva, la evolución monetaria siguió reflejando la influencia de la crisis de la deuda soberana, que propició desplazamientos de cartera con entradas y salidas de activos monetarios, especialmente por parte de los inversores institucionales.

Por el contrario, la tasa de crecimiento interanual de los préstamos al sector privado (ajustados por el impacto de las ventas y titulizaciones) registró una reducción continuada, situándose en el -0,2% en diciembre de 2012, en comparación con el 1,2% de diciembre de 2011. Así pues, la divergencia observada desde principios de 2012 en las tasas de crecimiento interanual del dinero y del crédito al sector privado siguió aumentando a lo largo de 2012 (véase gráfico 7). Al mismo tiempo, el impacto de las medidas no convencionales adoptadas por el Consejo de Gobierno del BCE, en particular de las operaciones de financiación a plazo más largo (OFPML) a tres años llevadas a cabo en diciembre de 2011 y en febrero de 2012 –pese a que se materializaron con cierto desfase– y del anuncio de las Operaciones Monetarias de Compraventa (OMC), atenuó parcialmente las tensiones de financiación de las IFM. El incremento de la volatilidad de los datos mensuales relativos al dinero y al crédito también se vio respaldado por la evolución de las operaciones interbancarias realizadas a través de entidades de contrapartida central (ECC), que tradicionalmente formaban parte del sector tenedor de dinero, lo que llevó al BCE a modificar la medida estadística del agregado monetario amplio y del crédito al sector privado para ajustarlo por las operaciones de cesión temporal llevadas a cabo a través de ECC, con efectos a partir de los datos monetarios de finales de agosto³. Además, los cambios en la regulación y la incertidumbre acerca de la introducción de modificaciones adicionales en el marco regulatorio repercutieron en el conjunto del sistema financiero, y no solo afectaron a los préstamos de las IFM, sino que también estimularon los esfuerzos del sistema bancario para reforzar su base de depósitos. En general, aislando el efecto de la volatilidad a corto plazo, la evolución del agregado monetario amplio y del crédito indica que el ritmo subyacente de expansión monetaria se aceleró moderadamente en 2012, aunque siguió siendo débil.

Gráfico 7 M3 y préstamos al sector privado

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



Fuente: BCE.

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

En cuanto a la evolución de los principales componentes de M3, la elevada incertidumbre reinante en los mercados financieros y la consiguiente preferencia por los depósitos altamente líquidos,

³ Véase el recuadro titulado «El ajuste de las estadísticas monetarias sobre cesiones temporales con entidades de contrapartida central», *Boletín Mensual*, BCE, septiembre de 2012.

en un entorno de tipos de interés oficiales y del mercado monetario muy bajos, se tradujeron, principalmente, en un fuerte incremento de la tasa de crecimiento interanual de M1, que se situó en el 6,3% en diciembre de 2012 (véase gráfico 8). Los desplazamientos de cartera en detrimento de los activos de mayor riesgo también se vieron acompañados por un descenso de la remuneración de casi todos los activos incluidos en M3, con la consiguiente disminución de los costes de oportunidad de mantener instrumentos altamente líquidos (véanse gráfico 9). Esta preferencia por los depósitos líquidos como consecuencia de los niveles tan reducidos de los tipos de interés oficiales y de mercado apunta al establecimiento de colchones de liquidez por parte del sector tenedor de dinero, posiblemente como paso intermedio en el proceso de reestructuración de sus carteras.

La tasa de crecimiento interanual de los instrumentos negociables cayó durante 2012, y se situó en el -7,5% en diciembre de 2012, frente al -1,2% de diciembre de 2011, debido a la significativa reducción de las cesiones temporales en el activo del sector tenedor de dinero (que parece que los inversores utilizaron en el pasado para mantener liquidez temporalmente). Al mismo tiempo, la tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones con vencimiento inicial hasta dos años se mantuvo en niveles de dos dígitos, antes de registrar una acusada disminución en noviembre y, sobre todo, en diciembre de 2012. El fuerte crecimiento que se observó hasta el otoño podría reflejar, en parte, el desplazamiento de las emisiones de valores distintos de acciones a largo plazo de las IFM hacia emisiones a corto plazo, ya que la confianza de los inversores en la capacidad del sector bancario de la zona del euro para amortizar bonos con un vencimiento inferior a dos años pudo haber aumentado lo suficiente como para reactivar el mercado a corto plazo tras las dos OFPML a tres años. Además, la nueva definición de fondos del mercado monetario que introdujo el BCE en agosto de 2011, ahora más estricta, se tradujo en que un número creciente de fondos del mercado monetario se reclasificaron como fondos de inversión o cambiaron su estrategia de inversión hacia este tipo de fondos. Dado que los fondos de inversión, a diferencia de los fondos del

Gráfico 8 Principales componentes de M3

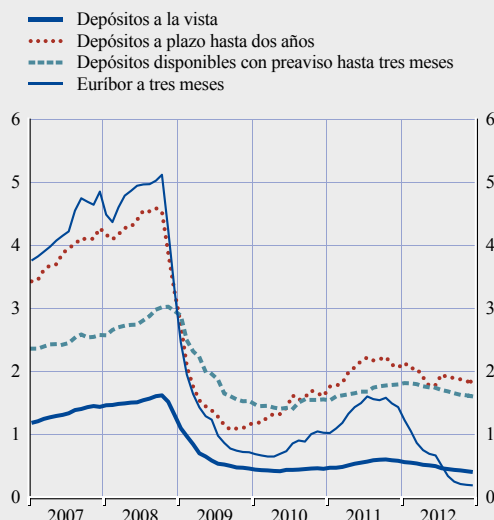
(tasas de variación interanual; datos desestacionalizados y ajustados de efecto calendario)



Fuente: BCE.

Gráfico 9 Tipos de interés aplicados por las IFM a los depósitos a corto plazo y euríbor a tres meses

(porcentaje)



Fuente: BCE.

mercado monetario, pertenecen al sector tenedor de dinero, el citado cambio de definición supuso que la deuda a corto plazo emitida por las IFM y adquirida por entidades clasificadas previamente como fondos del mercado monetario pasó a registrarse como valores distintos de acciones de las IFM en poder del sector tenedor de dinero.

Las participaciones en fondos del mercado monetario tuvieron un comportamiento bastante volátil a lo largo de 2012. En un entorno de tipos de interés a corto plazo muy bajos, a los fondos del mercado monetario les resultaba cada vez más difícil generar rentabilidades significativas para los inversores y, por tanto, no pudieron beneficiarse de los flujos de entrada de fondos en activos financieros a más corto plazo.

En cambio, el aumento de la demanda de cesiones temporales en el primer semestre de 2012 fue consecuencia, sobre todo, del mayor recurso a las operaciones interbancarias con garantías llevadas a cabo a través de ECC, las cuales, para las entidades de crédito, tienen la ventaja de reducir significativamente el riesgo de contraparte. Dada la volatilidad inherente a las operaciones interbancarias, el hecho de que estas operaciones con garantías se hayan incrementado durante la crisis financiera, especialmente desde la quiebra de Lehman Brothers, se ha traducido, inevitablemente, en niveles más elevados de volatilidad en las correspondientes series monetarias. Por tanto, para garantizar la coherencia entre el análisis a efectos de política monetaria y el marco estadístico, el BCE decidió ajustar la medida de M3 y de sus contrapartidas por las cesiones y las adquisiciones temporales realizadas a través de ECC, con efectos a partir de la publicación de las cifras monetarias correspondientes a finales de agosto.

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, pasó del 1,2% en diciembre de 2011 al 4,4% en diciembre de 2012.

La evolución de los depósitos de M3 también reflejó la contribución de los intermediarios financieros no monetarios distintos de las empresas de seguros y fondos de pensiones (denominados «otros intermediarios financieros» u «OIF»). La tasa de crecimiento interanual de los depósitos de M3 de los OIF aumentó desde el 1,4% registrado en diciembre de 2011 hasta el 3,9% de octubre de 2012, antes de volver a descender hasta el 0,9% en diciembre de dicho año, aunque sus fluctuaciones fueron considerables. Desde una perspectiva económica, las condiciones de los mercados financieros y los movimientos de los rendimientos relativos de una amplia variedad de activos financieros influyen significativamente en la demanda de dinero por parte de los OIF. Dada la volatilidad inherente de estos factores determinantes, las tenencias de dinero de los OIF pueden presentar en ocasiones un comportamiento bastante errático, por lo que conviene interpretar con prudencia su dinámica a corto plazo. Al mismo tiempo, la agilidad de estos inversores dota a sus tenencias de dinero de propiedades de indicador adelantado de las tendencias incipientes en la asignación de carteras, que se manifiestan con cierto retardo en las tenencias monetarias de otros sectores menos activos, como el de los hogares. Los depósitos de las Administraciones Públicas distintas de la Administración Central también tuvieron un comportamiento dinámico, incrementándose desde el 4,8% en diciembre de 2011 hasta el 9% en diciembre de 2012.

La tasa de crecimiento interanual de los depósitos de M3 de los hogares continuó aumentando en 2012, del 1,4% en diciembre de 2011 al 4,4% en diciembre de 2012, debido, en parte, a los esfuerzos de las entidades de crédito por incrementar su financiación mediante depósitos, además de

responder a razones regulatorias. Los depósitos de los hogares representan la mayor parte de los depósitos de M3. La tasa de crecimiento interanual de los depósitos de M3 de las sociedades no financieras registró un ascenso similar y se situó en el 4,7% en diciembre de 2012, frente al -0,9% de diciembre de 2011, lo que puede ser indicativo de una acumulación de colchones de liquidez para hacer frente a futuras necesidades de financiación interna.

MENOR CRECIMIENTO DEL CRÉDITO AL SECTOR PRIVADO

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 0,5% en diciembre de 2012, frente al 0,9% de diciembre de 2011 (véase gráfico 10). Esta evolución ocultó dos movimientos opuestos, a saber, un aumento de la tasa de crecimiento interanual del crédito a las Administraciones Públicas y una contracción de la tasa del crédito al sector privado. El incremento de la primera tasa, que se situó en el 5,8% en diciembre de 2012, reflejó tanto un avance de la tasa de crecimiento interanual de los préstamos a las Administraciones Públicas

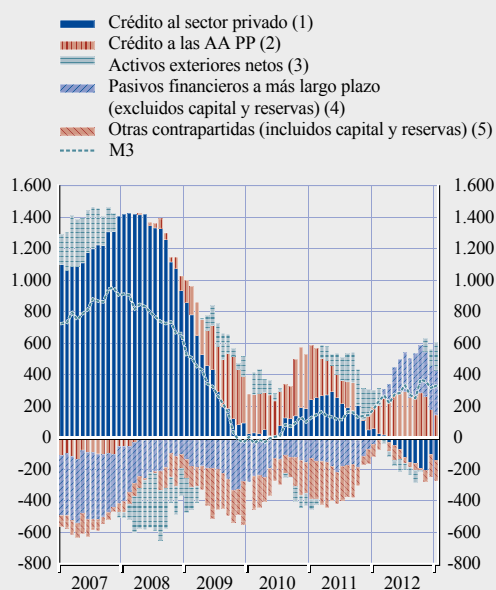
en la segunda mitad de 2012, como una fuerte demanda de valores de deuda pública, en especial en el primer semestre de 2012, lo que se tradujo en tasas de crecimiento interanual de dos dígitos en el período comprendido entre enero y noviembre de 2012. La intensa demanda de los primeros meses del año pudo estar relacionada con la abundante liquidez proporcionada en las OFPML a tres años, mientras que, desde el pasado verano, las tenencias de deuda pública de las IFM se han beneficiado de la estabilización de los mercados de deuda soberana de la zona del euro a raíz del anuncio de las OMC.

El perfil de crecimiento del crédito al sector privado refleja, en general, el de los préstamos, que son el principal componente de este agregado. En línea con la evolución de los préstamos, el crédito al sector privado pasó a territorio negativo, con un crecimiento del -0,8% en diciembre de 2012. La tasa de crecimiento interanual de los préstamos concedidos por las IFM al sector privado (ajustados de ventas y titulizaciones) también registró un descenso en 2012 y se situó en el -0,2% a finales de diciembre de 2012, frente al 1,2% de diciembre de 2011. Este perfil está en consonancia con la actividad económica y con la evolución de los mercados financieros en 2012. La evolución de los préstamos al sector privado reflejó la dinámica de sus principales componentes. Las tasas de crecimiento interanual de los préstamos a las sociedades no financieras y de los préstamos a hogares (ajustados de ventas y titulizaciones) disminuyeron durante la mayor parte de 2012. Los préstamos a OIF también se contrajeron, aunque registraron una volatilidad considerable.

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 2% en diciembre de 2011,

Gráfico 10 Contrapartidas de M3

(flujos interanuales; mm de euros; datos desestacionalizados y ajustados de efecto calendario)



Fuente: BCE.

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

continuó descendiendo progresivamente y acabó situándose en el 0,7% en diciembre de 2012, en línea con el debilitamiento de la actividad económica, el aumento de la incertidumbre y de la aversión al riesgo, la caída de la confianza de los consumidores, el deterioro de las perspectivas del mercado de la vivienda y la necesidad de desapalancamiento después de los excesos del pasado (para más información sobre los préstamos a hogares, véase la sección sobre los préstamos y créditos a los hogares que figura más adelante en este capítulo). Por el contrario, la tasa de crecimiento interanual de los préstamos a las sociedades no financieras (ajustados de ventas y titulizaciones) fue del -1,3% en diciembre de 2012, principalmente como consecuencia del debilitamiento del entorno económico, del deterioro de las expectativas de las empresas, de la mayor percepción de riesgo de las entidades de crédito y las empresas, y de la necesidad de desapalancamiento. Con carácter más general, desde una perspectiva de series temporales, parece que la tasa de crecimiento de los préstamos a las sociedades no financieras está siguiendo un patrón procíclico y con retardos. En resumen, la tasa de crecimiento de los préstamos a hogares se mantuvo en cifras moderadamente positivas a finales de 2012, mientras que los préstamos a las sociedades no financieras registraron un crecimiento interanual negativo.

Al mismo tiempo, la evolución del endeudamiento empresarial parece haber estado determinada por la interacción de factores adicionales relacionados tanto con la oferta como con la demanda, aunque con una cierta heterogeneidad entre países. Por lo que respecta a la demanda, en algunos países las fuentes de financiación interna y fuentes alternativas de financiación externa no bancaria ofrecen oportunidades de obtención de fondos bastante favorables, lo que frena la demanda de préstamos a las IFM, mientras que en otros países, el endeudamiento de las empresas crea una necesidad de desapalancamiento.

Por el lado de la oferta, en varios países de la zona del euro, las restricciones de capital y de financiación en los mercados, aunque disminuyeron hacia finales del año, siguieron limitando la oferta de crédito de las IFM a la economía. La segmentación de los mercados financieros agravó la evolución del crecimiento del crédito, aunque hubo señales de una menor segmentación a partir de septiembre. De hecho, es probable que las medidas de política monetaria no convencionales adoptadas por el Consejo de Gobierno del BCE, en particular las OFPML a tres años y el anuncio de las OMC en agosto y de sus características técnicas en septiembre, hayan ayudado a evitar el desapalancamiento desordenado del sector bancario, al atenuar las presiones de financiación de las entidades de crédito de la zona del euro.

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 en 2012 y se situó en el -5,1% en diciembre de 2012, frente al 1,4% de diciembre de 2011, favoreciendo así el avance de M3. Esta evolución estuvo determinada por la considerable disminución del crecimiento de los depósitos a largo plazo y de las emisiones de valores distintos de acciones a largo plazo, en este último caso como consecuencia de los programas de recompra de las IFM, dirigidos a mejorar su nivel de capital, y, en el caso de otras IFM, de la sustitución de la financiación en los mercados por las OFPML a tres años. Las salidas de los depósitos a largo plazo reflejaron, en gran medida, la reversión de anteriores operaciones de titulización.

Por último, la posición acreedora neta frente al exterior de las IFM de la zona del euro, que refleja los flujos de capital del sector tenedor de dinero canalizados a través de las IFM y la transferencia de activos emitidos por el sector tenedor de dinero, se incrementó en 101 mm de euros en los doce meses transcurridos hasta diciembre de 2012. Mientras que a principios de 2012 se registraron principalmente salidas netas, en la segunda mitad del año se contabilizaron entradas netas.

LAS CONDICIONES DEL MERCADO MONETARIO CONTINUARON VIÉNDOSE AFECTADAS POR LA CRISIS DE LA DEUDA SOBERANA

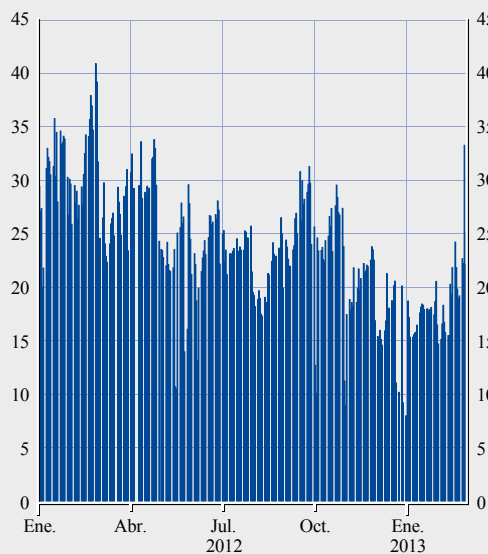
Las condiciones de los mercados monetarios de la zona del euro continuaron viéndose afectadas por la crisis de la deuda soberana en 2012. Las decisiones de política monetaria del BCE que tuvieron mayor impacto en los mercados monetarios de la zona del euro fueron la adjudicación de las dos OFPML a tres años (el 21 de diciembre de 2011 y el 29 de febrero de 2012) y la reducción del tipo de interés de la facilidad de depósito a cero en julio de 2012 (véase también el recuadro 2).

La fuerte demanda de las entidades de contrapartida en las dos OFPML a tres años se tradujo en un aumento significativo del exceso de liquidez, que alcanzó su nivel máximo, con una media de 773,9 mm de euros, durante el sexto período de mantenimiento de 2012. En parte como consecuencia de este incremento del exceso de liquidez, la actividad de negociación en los mercados monetarios de la zona del euro registró un descenso adicional (véase gráfico 11, en el que se muestra la disminución a lo largo del año de los volúmenes del eonia, es decir, los volúmenes comunicados por los bancos que participan en el cómputo de este índice). Sin embargo, la razón que subyace a la persistente caída de esta actividad fue la elevada y continua segmentación de los mercados provocada por la crisis de la deuda soberana. El anuncio de las OMC en agosto de 2012 resultó en una mejora general de las condiciones de los mercados financieros y en una reducción del exceso de liquidez, que se situó en 622,7 mm de euros, en promedio, durante el último período de mantenimiento de 2012. Debido al abundante exceso de liquidez existente en 2012, los tipos de interés a corto plazo del mercado monetario se mantuvieron próximos al tipo de la facilidad de depósito, mostrando una ligera volatilidad.

En el gráfico 12 se presenta la evolución de los tipos de interés sin garantías a tres meses (el euríbor a tres meses) y de los tipos con garantías al mismo plazo (el eurepo a tres meses

Gráfico 11 Volúmenes del eonia

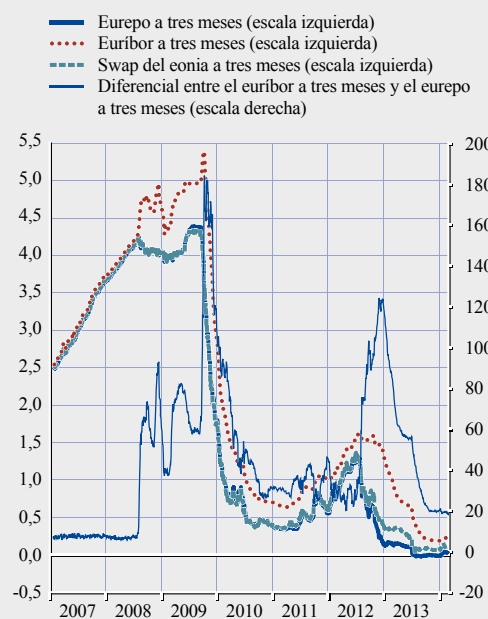
(mm de euros; datos diarios)



Fuentes: BCE y Thomson Reuters.

Gráfico 12 Eurepo, euríbor y swap del eonia a tres meses

(porcentaje; diferencial en puntos básicos; datos diarios)



Fuentes: BCE y Thomson Reuters.

y el *swap* del eonia a tres meses). Todos estos tipos de interés del mercado monetario disminuyeron durante 2012. El euríbor y el *swap* del eonia se vieron especialmente afectados por el aumento del exceso de liquidez y por la mayor duración esperada del exceso de liquidez tras las dos OFPML a tres años. Ambos tipos experimentaron un descenso significativo en la primera mitad del año. Durante el segundo semestre de 2012, el *swap* del eonia se mantuvo prácticamente estable, mientras que el euríbor a tres meses siguió cayendo.

En julio de 2012, el Consejo de Gobierno redujo los tipos de interés oficiales del BCE en 25 puntos básicos. La bajada del tipo de interés de la facilidad de depósito a cero estuvo relacionada con que los tipos a corto plazo del mercado monetario se situaran próximos a cero, y que algunas operaciones, especialmente en el segmento con garantías, se realizaran a tipos negativos. El eonia siguió situándose en niveles superiores a cero. El recurso a la facilidad de depósito disminuyó como consecuencia de la rebaja de su tipo de remuneración a cero, ya que muchas entidades de contrapartida decidieron mantener en sus cuentas corrientes los fondos que excedían de sus exigencias de reservas. Durante el último período de mantenimiento de 2012, por ejemplo, el recurso medio a la facilidad de depósito se situó en 239,1 mm de euros, mientras que los saldos medios en cuentas corrientes por encima de las exigencias de reservas ascendieron a 383,6 mm de euros.

Recuadro 2

EL IMPACTO DE LAS MEDIDAS NO CONVENCIONALES ADOPTADAS EL 8 DE DICIEMBRE DE 2011

El 8 de diciembre de 2011, el Consejo de Gobierno del BCE decidió adoptar nuevas medidas de política monetaria no convencionales¹, a saber:

- realizar dos operaciones de financiación a plazo más largo (OFPML) con vencimiento a tres años y la opción de reembolso anticipado al cabo de un año;
- interrumpir por el momento las operaciones de ajuste llevadas a cabo el último día de cada período de mantenimiento de reservas, a partir del período de mantenimiento que comenzó el 14 de diciembre de 2011;
- reducir el coeficiente de reservas mínimas desde el 2% hasta el 1%, a partir del período de mantenimiento de reservas que comenzó el 18 de enero de 2012;
- aumentar la disponibilidad de activos de garantía i) reduciendo el umbral de calificación crediticia requerido para determinados bonos de titulización de activos (ABS) y ii) permitiendo, como solución temporal, que los BCN acepten como activos de garantía préstamos al corriente de pago adicionales que satisfagan criterios de selección específicos.

En este recuadro se examina la evolución tanto del balance del Eurosistema tras la introducción de estas nuevas medidas no convencionales como de los tipos del mercado monetario. También se abordan cuestiones relacionadas con la exposición del Eurosistema al riesgo y se analiza si estas medidas implican riesgos para la estabilidad de precios en la zona del euro.

1 Véase la nota de prensa del BCE de 8 de diciembre de 2011, titulada «El BCE anuncia medidas para apoyar el crédito bancario y la actividad en el mercado monetario».

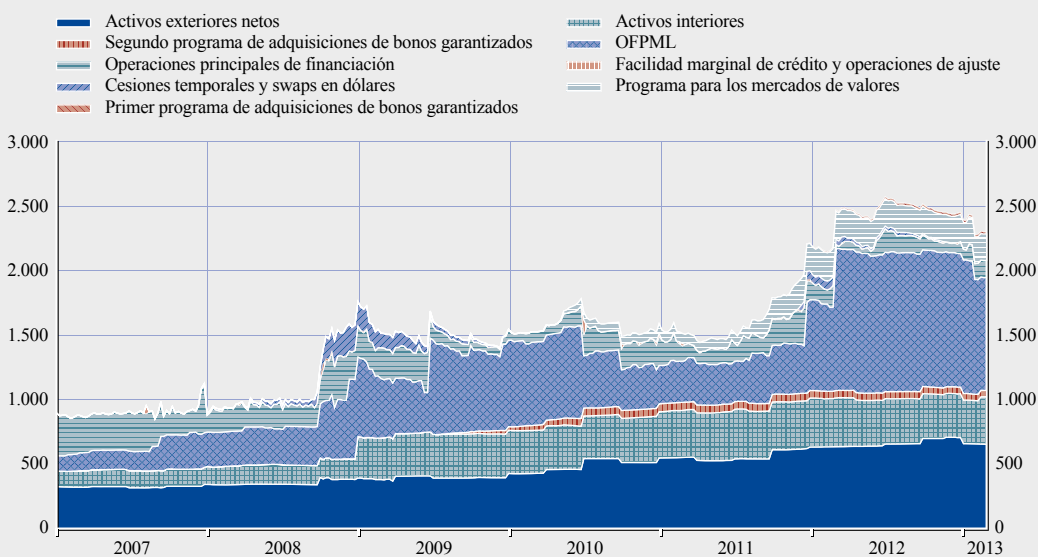
Evolución del balance del Eurosistema

El balance de un banco central proporciona información detallada sobre cómo utiliza sus instrumentos de política monetaria, por lo que ayuda también a comprender cómo se ejecuta la política monetaria, tanto en épocas normales como de crisis. El Eurosistema ha ampliado significativamente su balance en respuesta a las disfunciones de diversos segmentos del mercado financiero (véanse gráficos A y B). Entre el 16 de diciembre de 2011 y finales de diciembre de 2012, el balance del Eurosistema creció alrededor del 25% y se situó ligeramente por debajo de los 2.500 mm de euros. Este crecimiento es atribuible, sobre todo, al aumento de las operaciones de financiación a plazo más largo (activo del balance simplificado del Eurosistema²). De hecho, en las dos OFPML a tres años llevadas a cabo el 21 de diciembre de 2011 y el 29 de febrero de 2012, se adjudicó un importe total de 1.018,7 mm de euros. Sin embargo, si se tienen en cuenta las operaciones que vencieron a mediados de diciembre de 2011, así como los desplazamientos de la demanda entre las operaciones de financiación previas a las dos operaciones a tres años, el incremento neto de la liquidez inyectada mediante las dos OFPML a tres años ascendió a 500 mm de euros, aproximadamente. A este respecto, la liquidez proporcionada por el banco central mediante las operaciones principales de financiación semanales (con vencimiento a una semana) disminuyó sustancialmente, de 170 mm de euros a mediados de diciembre de 2011 a alrededor de 90 mm de euros a finales de diciembre de 2012. En relación con los programas de adquisición de activos utilizados con fines de política monetaria, el primer y el segundo programa de adquisiciones de bonos garantizados (desde julio de 2009 hasta junio de 2010, y desde noviembre de 2011 hasta unos de 2012) y el programa para los mercados de valores se tradujeron, en conjunto, en una liquidez bruta media de 279,8 mm de euros en el

2 Véase también el recuadro titulado «Balances simplificados: metodología» del artículo titulado «Evolución reciente de los balances del Eurosistema, de la Reserva Federal y del Banco de Japón», *Boletín Mensual*, BCE, octubre de 2009.

Gráfico A Balance simplificado del Eurosistema: activo

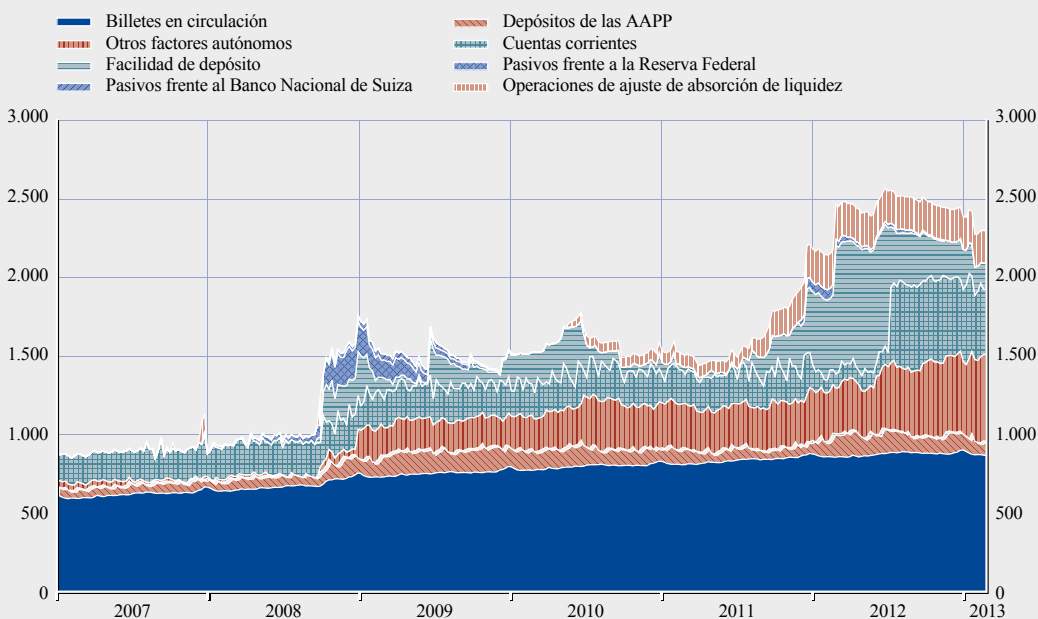
(mm de euros)



Fuente: BCE.

Gráfico B Balance simplificado del Eurosistema: pasivo

(mm de euros)



Fuente: BCE.

período analizado (desde mediados de diciembre de 2011 hasta finales de diciembre de 2012). Por último, el Eurosistema continuó manteniendo saldos significativos de activos exteriores netos (es decir, los activos exteriores en moneda extranjera mantenidos a vencimiento por motivos de intervenciones en divisas o de inversión) y de activos interiores, mantenidos a vencimiento por los BCN y que no son relevantes para la ejecución de la política monetaria.

En el pasivo del balance simplificado del Eurosistema, las dos OFPML a tres años generaron un aumento sustancial del recurso a la facilidad de depósito, cuyo saldo se situó en un máximo histórico de 827,5 mm de euros el 5 de marzo de 2012. Sin embargo, desde julio de 2012 las entidades de crédito han optado por mantener volúmenes de liquidez considerables en las cuentas corrientes que mantienen en sus bancos centrales. Ello obedece, principalmente, a la reducción del tipo de interés de la facilidad de depósito a cero en dicho mes, que hizo que a los bancos les resultara indiferente depositar su exceso de liquidez (definido como la liquidez por encima de las necesidades de liquidez del sector bancario proporcionada por los factores autónomos y las exigencias de reservas) a un día en la facilidad de depósito o dejarlo sin remunerar en sus cuentas corrientes como exceso de reservas. En el período analizado, el Eurosistema continuó esterilizando el impacto del programa para los mercados de valores en la liquidez. Los billetes en circulación se mantuvieron prácticamente estables, mientras que los depósitos de las Administraciones Públicas (es decir, los saldos de los Tesoros en cuentas corrientes en los BCN) casi se triplicaron. Una razón que explica esta evolución es la dificultad que experimentaron los Tesoros para colocar fondos en el sistema bancario, debido, por ejemplo, a las exigencias específicas establecidas por los primeros (por ejemplo, el requerimiento de un determinado conjunto de activos como garantía de estas operaciones). Por último, los factores autónomos distintos de los billetes y los depósitos de las Administraciones Públicas crecieron significativamente.

Evolución de los mercados monetarios

Después de las dos OFPML a tres años, el exceso de liquidez ascendía a 810 mm de euros, aproximadamente. A finales de diciembre de 2012, rondaba los 615 mm de euros. Como resultado de la abundancia de liquidez, el eonia permaneció en niveles muy próximos al tipo de interés de la facilidad de depósito; a finales de diciembre de 2012 se situaba en torno a 62 puntos básicos por debajo del tipo de las operaciones principales de financiación. La interrupción de las operaciones de ajuste del final del período de mantenimiento en enero de 2012 eliminó los repuntes del eonia que solían producirse el último día del período de mantenimiento y ayudó a reducir aún más la volatilidad.

Impacto de la exposición del Eurosistema al riesgo

Como consecuencia de la expansión de las operaciones de política monetaria, la exposición del Eurosistema al riesgo también aumentó en 2012. Los bancos centrales siempre asumen un cierto riesgo financiero en las operaciones de mercado necesarias para la ejecución de las decisiones de política monetaria, aunque establecen mecanismos para garantizar la mitigación eficaz de los riesgos.

Tal como se ha mencionado anteriormente, la decisión anunciada el 8 de diciembre de 2011 de llevar a cabo dos OFPML a tres años se vio acompañada de una medida para aumentar la disponibilidad de activos de garantía: i) reduciendo el umbral de calificación crediticia requerido para determinados ABS y ii) permitiendo, como solución temporal, que los BCN aceptaran como activos de garantía préstamos al corriente de pago adicionales que cumplieran determinados criterios de selección. Esta ampliación de los activos de garantía aceptados era necesaria para hacer frente al posible impacto de las rebajas de calificación crediticia sobre dichos activos (a través de una menor aceptación de activos de garantía y de mayores recortes).

La asunción de riesgos por parte de los bancos centrales debe valorarse comparándola con los beneficios esperados de las medidas correspondientes, en términos de contribución al cumplimiento de los objetivos institucionales. El sistema de gestión de riesgos del Eurosistema, minuciosamente diseñado, permite que los bancos centrales de la zona del euro respalden la economía eficazmente optimizando la relación entre eficiencia y asunción de riesgos. Los riesgos se siguen y evalúan constantemente teniendo en cuenta los colchones financieros disponibles a escala del Eurosistema. La eficacia del sistema de gestión de riesgos también es objeto de evaluación continua.

La primera medida para garantizar que el balance del Eurosistema esté adecuadamente protegido es aceptar únicamente a entidades de contrapartida consideradas solventes. Adicionalmente, el Eurosistema exige que sus entidades de contrapartida aporten activos de garantía adecuados. El valor de estos activos se ajusta diariamente utilizando precios de mercado observados, o métodos de valoración teórica apropiados cuando no se dispone de precios de mercado diarios fiables. Además, se aplican recortes para proteger al Eurosistema de pérdidas financieras en caso de fuertes caídas del precio de un activo tras el incumplimiento de una entidad de contrapartida (con un recorte adicional si la valoración es teórica). Este sistema garantiza un elevado valor de recuperación en caso de incumplimiento por parte de la entidad de contrapartida. De esta forma, el Eurosistema gestiona su exposición y su asunción de riesgos con el fin de asegurar el cumplimiento de su mandato principal de mantener la estabilidad de precios.

El Consejo de Gobierno del BCE ha aprobado hasta ahora ocho marcos³ para préstamos adicionales. Los recortes aplicables se han calibrado para mantener los riesgos en un nivel aceptable, en cumplimiento del artículo 18.1 de los Estatutos del SEBC (que dispone que las operaciones de crédito del Eurosistema deben contar con «garantías adecuadas»). Los préstamos adicionales incorporan más deudores subyacentes –pertenecientes a diferentes sectores de la economía– a las carteras de activos de garantía y, por tanto, mejoran su diversificación. En suma, los riesgos incrementales asociados al umbral de admisión más bajo que se aplica a los préstamos adicionales, medidos como el valor en riesgo condicional (*expected shortfall*) con un intervalo de confianza del 99% para un horizonte temporal de un año, están cubiertos por los recortes aplicados, sobre todo teniendo en cuenta los citados efectos de la diversificación.

Implicaciones para la estabilidad de precios

Según lo indicado, el crecimiento del balance del Eurosistema entre diciembre de 2011 y diciembre de 2012 estuvo determinado, en gran medida, por la elevada demanda de las entidades de crédito en las dos operaciones de financiación a tres años. Este nivel de demanda se tradujo en un aumento del exceso de liquidez. Las entidades de crédito colocan el exceso de liquidez en cuentas corrientes, en la facilidad de depósito o en las operaciones de absorción de liquidez semanales del Eurosistema.

Puede plantearse la cuestión de si mantener unos volúmenes tan elevados de exceso de liquidez genera riesgos para la estabilidad de precios. Actualmente, no es el caso. La elevada demanda de financiación del banco central por parte de las entidades de crédito de la zona del euro es consecuencia del mal funcionamiento de los mercados interbancarios. La acumulación de significativos excesos de liquidez en los bancos de la zona del euro es consecuencia de las medidas del banco central para contrarrestar las restricciones de financiación en los mercados monetarios interbancarios y, de esta forma, evitar un proceso de desapalancamiento desordenado que podría haber reducido la oferta de crédito a la economía real. Esta reducción podría haber creado considerables riesgos a la baja para la estabilidad de precios.

A medio y largo plazo, el riesgo de inflación está asociado a un elevado crecimiento de la liquidez monetaria, medido, en concreto, por el crecimiento de M3. Sin embargo, este crecimiento monetario no está relacionado realmente con el exceso de liquidez mantenido por el sector bancario de la zona del euro. No existe necesariamente una relación estable entre las reservas bancarias y, en particular, el exceso de liquidez de las entidades de crédito de la zona del euro, por una parte, y la liquidez monetaria, por otra, tal como pone de manifiesto el débil ritmo de crecimiento del dinero y del crédito observado desde finales de 2010. La inexistencia de esta relación se debe a la naturaleza de las reservas de los bancos centrales, dado que su valor principal y último reside en que son el único medio de pago para cumplir las exigencias de reservas y refinanciar los factores autónomos⁴. Por tanto, la cantidad de reservas del banco central mantenidas por una entidad de crédito no es el factor determinante de su capacidad para generar nuevos préstamos. Los factores que influyen en la oferta de crédito de una entidad de crédito son, entre otros, su nivel de capital, su tecnología de supervisión y su estructura de costes.

Un posible efecto tangible del abundante exceso de liquidez en el sector bancario podría ser su impacto en el precio de los activos y en los tipos de interés del mercado monetario, que afectaría

3 Marcos propuestos por el Banc Ceannais na hÉireann/Central Bank of Ireland, el Bank of Greece, el Banco de España, la Banque de France, la Banca d'Italia, el Central Bank of Cyprus, el Oesterreichische Nationalbank y el Banco de Portugal.

4 Para un análisis más detallado, véase el recuadro titulado «Relación entre la base monetaria, el agregado monetario amplio y los riesgos para la estabilidad de precios», *Boletín Mensual*, BCE, mayo de 2012.

a los costes de financiación de las entidades de crédito, a los precios relativos de oportunidades de inversión alternativas y, a través de estos canales, a la oferta de crédito bancario. Como ya se ha indicado con más detalle, el impacto directo de la financiación adicional de las entidades de crédito a través de las dos OFPML a tres años sobre los tipos de interés a corto plazo del mercado monetario fue relativamente escaso, mientras que los tipos de interés a más largo plazo del mercado monetario tendieron a disminuir en mayor medida, principalmente como consecuencia de la ampliación del plazo de vencimiento de las operaciones.

Por tanto, desde la perspectiva del pilar monetario de la estrategia de política monetaria del BCE, el estímulo monetario adicional resultante del aumento del precio de los activos y de la disminución de los tipos de interés del mercado monetario no se ha traducido en un repunte del crecimiento de los agregados monetarios y, por ende, no está asociado a riesgos para la estabilidad de precios a medio y largo plazo.

Por último, conviene destacar que las grandes cantidades de exceso de liquidez no impiden que el BCE pueda aumentar los tipos de interés si su análisis exhaustivo de los riesgos para la estabilidad de precios apuntase a la necesidad de endurecer el tono de la política monetaria.

NOTABLE RELAJACIÓN DE LAS TENSIONES EN LOS MERCADOS DE DEUDA PÚBLICA DE LA ZONA DEL EURO EN LA SEGUNDA MITAD DE 2012

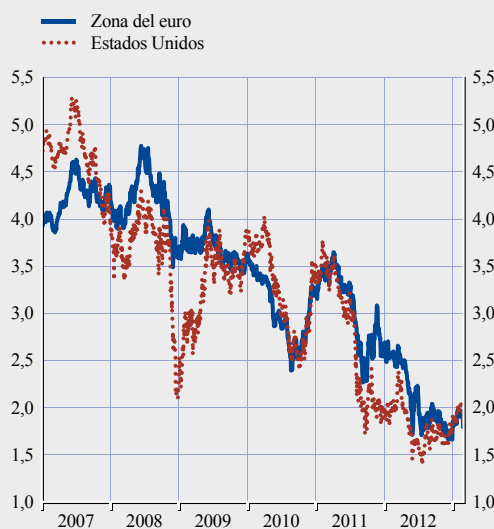
El rendimiento de la deuda pública a largo plazo con calificación AAA de la zona del euro descendió desde el 2,6% aproximadamente a principios de enero de 2012, hasta el 1,7% a finales de diciembre (véase gráfico 13). En Estados Unidos, el rendimiento de la deuda pública a largo plazo solo disminuyó ligeramente en el mismo período, desde el entorno del 1,9% hasta alrededor del 1,8%.

Los mercados de renta fija de las dos áreas económicas principales registraron la evolución más divergente en el primer trimestre de 2012. Mientras que el rendimiento de la deuda pública a diez años con calificación AAA de la zona del euro prácticamente no varió, el rendimiento de la deuda pública a diez años de Estados Unidos aumentó más de 30 puntos básicos. En el segundo trimestre de 2012, los rendimientos de la zona del euro y de Estados Unidos siguieron una tendencia a la baja bastante similar, aunque los de los bonos estadounidenses a diez años se situaron, por lo general, alrededor de 30 puntos básicos por debajo de los de los valores equivalentes de la zona del euro. Durante el resto del año, estos rendimientos tendieron a converger en las dos áreas.

Pueden distinguirse tres fases en la evolución del rendimiento de la deuda pública en 2012.

Gráfico 13 Rendimiento de la deuda pública a largo plazo

(en porcentaje; datos diarios)



Fuentes: Bloomberg, EuroMTS y BCE.

Notas: El rendimiento de la deuda pública a diez años de la zona del euro está representado por el rendimiento del bono a diez años a la par calculado a partir de la curva de rendimientos de la deuda pública de la zona del euro con calificación AAA estimada por el BCE. En el caso de Estados Unidos, se presentan los rendimientos de la deuda pública a diez años.

En la primera, comprendida entre enero y mediados de marzo, el clima de los mercados de deuda soberana fue bastante positivo a ambos lados del Atlántico. En la zona del euro, se manifestó en un descenso de los diferenciales de rendimiento de la deuda pública entre los países sometidos a tensiones financieras, por un lado, y los emisores con calificación AAA, por otro. En esta evolución influyeron varias medidas positivas tendentes a resolver la crisis de la deuda soberana de la zona del euro. En primer lugar, las entidades de crédito de la zona recibieron un estímulo extraordinario de la política monetaria, principalmente en forma de OFPML a tres años; en segundo lugar, se estableció un «pacto fiscal» entre los países de la zona del euro⁴, y, en tercer lugar, el éxito de la participación del sector privado en el canje de la deuda griega, que mejoró las perspectivas para evitar una reestructuración desordenada de la deuda soberana de dicho país. La publicación de noticias económicas y financieras dispares, incluidas rebajas de la calificación crediticia de varios emisores soberanos de la zona del euro, no incidió significativamente en el clima de los mercados de renta fija de la zona. En Estados Unidos, el sentimiento positivo de los mercados obedeció, sobre todo, a la publicación de datos macroeconómicos mejores de lo esperado, que favorecieron el incremento del rendimiento de la deuda pública a diez años de Estados Unidos.

La segunda fase abarcó desde mediados de marzo hasta finales de julio. Durante este período, los rendimientos de la deuda pública a largo plazo con calificación AAA de la zona del euro y de la deuda pública a largo plazo de Estados Unidos disminuyeron considerablemente. El motivo de esta inversión de tendencia fue doble. Por un lado, el descenso de los indicadores contemporáneos y adelantados de la actividad en las principales áreas económicas, la caída de la confianza de los hogares y las empresas, y la debilidad de los datos de los mercados de trabajo, indujeron a revisar significativamente a la baja las perspectivas de crecimiento mundial. Por otro lado, la preocupación por la estabilidad política y financiera de la zona del euro volvió a resurgir y provocó nuevas huidas de fondos hacia activos más seguros así como una ampliación de los diferenciales de algunos valores de deuda pública de la zona del euro. Esta preocupación estuvo alimentada, principalmente, por los resultados de las elecciones griegas de mayo, por algunas rebajas de la calificación de entidades de crédito españolas e italianas y por la rebaja de la calificación de la deuda soberana de España por parte de Moody's en junio.

La tercera fase comenzó a finales de julio, cuando el BCE reafirmó que el euro es irreversible y subrayó que se afrontarían las primas de riesgo relacionadas con temores referidos a la reversibilidad de la moneda única. Esta declaración fue confirmada por sendos anuncios de las OMC y sus modalidades a principios de agosto y en septiembre, respectivamente, que se tradujeron en una mejora significativa del clima de los mercados de renta fija de la zona del euro. En concreto, no se registraron más caídas del rendimiento de la deuda pública con calificación AAA, que se mantuvo relativamente estable entre principios de agosto y finales de 2012. Además, la incertidumbre de los inversores acerca de la evolución a corto plazo de los mercados de renta fija de la zona del euro, medida por la volatilidad implícita de las opciones, se redujo considerablemente con respecto al máximo observado en el verano, desde el entorno del 9,5% hasta alrededor del 5,6% al cierre del ejercicio. Asimismo, los rendimientos de la deuda pública de los países de la zona del euro sometidos a tensiones financieras experimentaron una disminución sustancial durante el período. El impulso positivo de los mercados se vio respaldado adicionalmente por los avances en el diseño del mecanismo único de supervisión y en la reestructuración del sistema bancario español, así como por el éxito de la operación de recompra de deuda griega en diciembre, con la aprobación posterior del desembolso de la ayuda a Grecia. Todos estos factores mejoraron significativamente la confianza de los mercados financieros y redujeron su fragmentación en la zona del euro a finales

⁴ El pacto fiscal o *fiscal compact* se ha instrumentado como un tratado intergubernamental suscrito por 25 de los 27 Estados miembros de la UE.

de 2012. No obstante, es responsabilidad de los Gobiernos aprovechar la mayor resistencia de los mercados para adoptar medidas rápidas, con el fin de atajar las causas fundamentales de la crisis. En Estados Unidos, la preocupación por el inminente precipicio fiscal se intensificó tras las elecciones presidenciales de noviembre. Como consecuencia, el rendimiento de la deuda pública a diez años de Estados Unidos se incrementó desde los mínimos históricos observados a finales de julio (alrededor del 1,4%) hasta el 1,8%, aproximadamente, a finales de 2012.

Una característica fundamental de los mercados de deuda pública de la zona del euro en 2012 fue que los rendimientos tendieron a converger en la mayoría de los países, como consecuencia de las citadas medidas para llegar a una resolución positiva de la crisis de la deuda soberana de la zona. Esta convergencia fue más acusada a principios de 2012 y en los cinco últimos meses de 2012, mientras que entre mediados de marzo

y finales de julio los rendimientos se desviaron de esta tendencia en algunos países, especialmente en España e Italia. En conjunto, entre enero y diciembre de 2012 los diferenciales de rendimiento de la deuda pública a diez años frente al bono alemán disminuyeron en los principales países de la zona del euro, salvo en España, donde el diferencial aumentó alrededor de 70 puntos básicos (véase gráfico 14). Los países acogidos a programas de asistencia financiera se vieron muy beneficiados por el sentimiento positivo de los mercados hacia la zona del euro. El diferencial de la deuda griega frente al bono alemán cayó más de 2.000 puntos básicos, mientras que los diferenciales correspondientes a Portugal e Irlanda se estrecharon en torno a 600 y 350 puntos básicos, respectivamente, y los de Italia y Bélgica, alrededor de 190 y 160 puntos básicos, respectivamente, una contracción que también fue significativa.

Esta evolución estuvo acompañada de un descenso significativo de las primas de los seguros de riesgo de crédito (CDS) de la deuda soberana de todos los países de la zona del euro. Sin embargo, las tensiones distaban de haber desaparecido a finales de 2012. En concreto, los diferenciales y las primas de los CDS de la deuda soberana de países de la zona del euro sometidos a tensiones financieras a finales de 2012 permanecieron muy por encima de los niveles observados antes del comienzo de la crisis de la deuda soberana.

Ante el empeoramiento de las perspectivas económicas, los rendimientos reales de la deuda pública con calificación AAA de la zona del euro tendieron a experimentar una disminución adicional en 2012, pese a los bajos niveles que ya habían registrado los bonos a cinco y diez años (en torno al 0,0% y al 0,7%, respectivamente) a principios de 2012. En concreto, las perspectivas de sostenida debilidad de la actividad económica arrastraron a los rendimientos reales de la deuda pública a cinco años con calificación AAA a territorio negativo a comienzos de 2012, donde permanecieron durante el resto del año. Los rendimientos reales de la deuda pública con calificación AAA a diez años también pasaron a ser negativos en 2012, pero solo desde mediados de año. A finales de diciembre de 2012, los rendimientos reales de los bonos a cinco y diez años se situaron

Gráfico 14 Diferenciales de rendimiento de la deuda pública en algunos países de la zona del euro

(puntos básicos; datos diarios)



Fuente: Thomson Reuters.

Nota: Diferencial entre el rendimiento de la deuda pública a diez años y del bono alemán correspondiente.

en torno al -0,8% y al -0,2%, respectivamente. En conjunto, el descenso de los rendimientos reales durante el año se produjo en un contexto de expectativas de inflación bastante estables (véase recuadro 3). A finales de 2012, la tasa de inflación implícita a cinco años dentro de cinco años se situaba alrededor del 2,5%, un nivel similar al observado a principios del año, mientras que el tipo *swap* de inflación con el mismo horizonte temporal se encontraba próximo al 2,2%, unos 20 puntos básicos por debajo del nivel registrado un año antes.

Recuadro 3

TENDENCIAS EN LAS EXPECTATIVAS DE INFLACIÓN A LARGO PLAZO DE LA ZONA DEL EURO

El objetivo principal de la política monetaria del BCE es el mantenimiento de la estabilidad de precios en la zona del euro en el medio plazo. A tal fin, sigue siendo prioritario llevar a cabo un estrecho seguimiento de las expectativas de inflación a largo plazo. En este recuadro se analiza la evolución de algunos indicadores de expectativas de inflación a largo plazo durante 2012 y se muestra que tanto los indicadores basados en encuestas como los indicadores financieros señalan que las expectativas de inflación están firmemente ancladas en niveles compatibles con la estabilidad de precios¹.

Indicadores de expectativas de inflación basados en encuestas

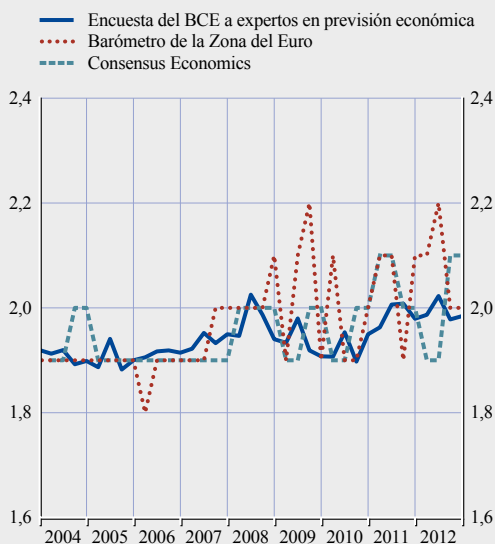
En 2012, las expectativas de inflación a largo plazo basadas en encuestas se mantuvieron próximas a su media histórica (véase gráfico A). Las expectativas de inflación a largo plazo obtenidas de la encuesta del BCE a expertos en previsión económica repuntaron desde una tasa media del 1,98% en 2011 hasta el 1,99% en 2012. Las expectativas procedentes del Barómetro de la Zona del Euro se situaron, en promedio, en el 2,1% en 2012, frente al 2,03% de 2011, mientras que las de Consensus Economics se redujeron hasta el 2% en 2012, desde el 2,05% de 2011.

Indicadores financieros de expectativas de inflación

Los indicadores financieros de las expectativas de inflación tienden a ser más volátiles que

Gráfico A Expectativas de inflación a largo plazo basadas en encuestas

(datos trimestrales; porcentaje)



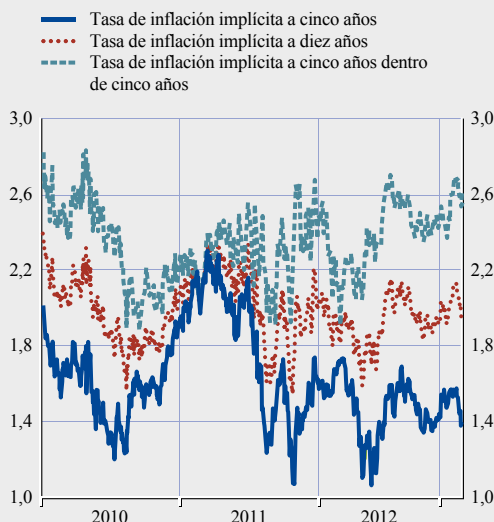
Fuentes: BCE, Barómetro de la Zona del Euro y Consensus Economics.

Notas: Las expectativas de inflación a largo plazo se obtienen con periodicidad trimestral de la encuesta del BCE a expertos en previsión económica del BCE y del Barómetro de la Zona del Euro y con periodicidad semestral, de Consensus Economics. El horizonte de las previsiones de las encuestas es diferente: a cinco años vista en la EPE, a cuatro en el Barómetro de la Zona del Euro y de seis a diez años vista en las previsiones de Consensus Economics.

¹ Véase también el artículo titulado «Evaluación del anclaje de las expectativas de inflación a largo plazo», *Boletín Mensual*, BCE, julio de 2012.

Gráfico B Tasas de inflación implícitas a largo plazo en la zona del euro

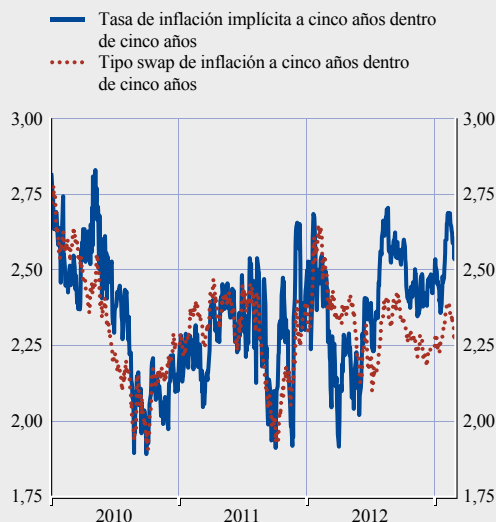
(datos diarios; porcentaje)



Fuentes: Thomson Reuters y cálculos del BCE.
Nota: Tasas de inflación implícitas de cupón cero, desestacionalizadas, calculadas a partir de bonos con calificación AAA indicados a la inflación de la zona del euro.

Gráfico C Tasas de inflación implícitas a largo plazo y tipos swaps de inflación en la zona del euro

(datos diarios; porcentaje)



Fuentes: Thomson Reuters, ICAP y cálculos del BCE.
Nota: Tasas de inflación implícitas de cupón cero, desestacionalizadas, calculadas a partir de bonos con calificación AAA indicados a la inflación de la zona del euro.

los basados en encuestas (véanse gráficos B y C). Dado que las tasas de inflación implícitas, calculadas como el diferencial de rendimientos entre los bonos nominales y los bonos indicados a la inflación, y otros indicadores financieros recogen no solo el nivel de la inflación esperada, sino también una compensación (primas de riesgo) por los riesgos en torno a ese nivel futuro, su mayor volatilidad suele estar relacionada con variaciones de las primas de riesgo. En este sentido, desde el otoño de 2008, el aumento de la volatilidad del precio de los activos financieros, en general, y del rendimiento de los bonos, en particular, también ha contribuido al incremento (temporal) de la volatilidad de los indicadores financieros de expectativas de inflación².

Las tasas de inflación implícitas a cinco años dentro de cinco años, un indicador de referencia de las expectativas de inflación a largo plazo (y de las primas relacionadas), se situaron en torno al 2,4%, en promedio, en 2012, próximas al nivel de 2011 y solo ligeramente superiores a la media histórica del 2,3% desde 2004. No obstante, en 2012 las tasas de inflación implícitas a largo plazo fueron algo más volátiles de lo habitual y fluctuaron en un intervalo comprendido entre el 2,1% y el 2,7%.

Las fluctuaciones de las tasas de inflación implícitas a largo plazo durante 2012 parecen haber estado relacionadas más estrechamente con fenómenos de mercado de carácter temporal que con cambios en las expectativas de inflación (y en las primas relacionadas). Se ha de mencionar que los episodios de tendencias al alza y a la baja de estas tasas pueden ser resultado de desplazamientos de fondos hacia activos más seguros, que suelen afectar de manera distinta al rendimiento de los bonos nominales con calificación AAA y al de los bonos indicados a la inflación. En concreto,

2 A finales de 2011, el BCE cambió el método que utilizaba para estimar las tasas de inflación implícitas de la zona del euro con el fin de reducir las distorsiones derivadas de la ampliación de los diferenciales de rendimiento entre los bonos alemanes y franceses. Para más información, véase también el recuadro titulado «Estimación del rendimiento real y de las tasas de inflación implícitas tras la reciente intensificación de la crisis de la deuda soberana», *Boletín Mensual*, BCE, diciembre de 2011.

después de producirse tales desplazamientos de fondos, el rendimiento de los bonos nominales con calificación AAA tiende a descender más que el de los bonos indicados a la inflación, reduciéndose con ello las tasas de inflación implícitas calculadas. Por el contrario, si se invierte el sentido estos desplazamientos, las tasas de inflación implícitas calculadas aumentan, sin que se modifiquen las expectativas de inflación subyacente.

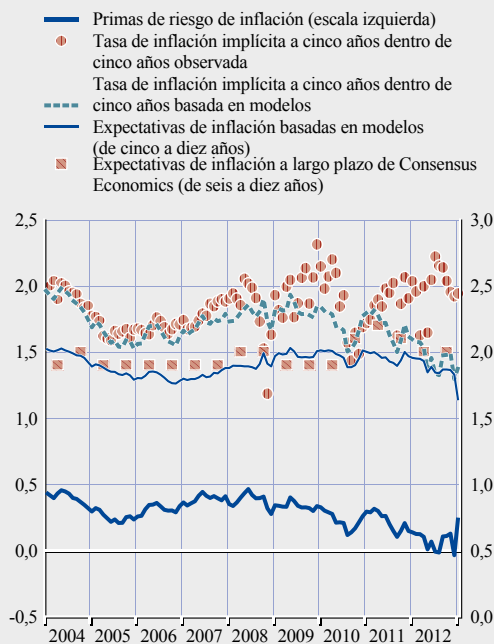
En este contexto, las tasas de inflación implícitas tendieron a situarse por debajo de su media del año en la primera mitad de 2012, cuando el recrudecimiento de las tensiones en los mercados provocó desplazamientos de fondos, concretamente hacia bonos con calificación AAA. Sin embargo, en la segunda mitad del año, con la relajación de las tensiones observada después del anuncio de la adopción de medidas de política monetaria no convencionales adicionales, se apreció una reversión gradual de los desplazamientos anteriores que se tradujo en un aumento de las tasas de inflación implícitas calculadas. Este hecho queda confirmado, por ejemplo, por las menores primas de liquidez de los bonos de institutos públicos de financiación de Alemania y Francia en relación con la deuda soberana de esos países. Además, tras la rebaja de Moody's de la calificación crediticia de la deuda soberana de Italia de A3 a Baa2 en julio, los bonos indicados a la inflación de este país quedaron excluidos de algunos índices importantes, lo que dio lugar a una cierta reestructuración de carteras en favor de bonos indicados a la inflación con calificación AAA y a una reducción de sus rendimientos. La reversión de los desplazamientos de fondos hacia activos más seguros en el mercado de bonos nominales, junto con la reestructuración de carteras hacia bonos indicados a la inflación con calificación AAA, ejercieron ciertas presiones al alza sobre las tasas de inflación implícitas en el segundo semestre del año.

Otras dos observaciones confirman la importancia de los fenómenos de mercado para explicar la volatilidad observada recientemente en las tasas de inflación implícitas. En primer lugar, los indicadores a largo plazo basados en los *swaps* de inflación, que deberían verse menos afectados por los desplazamientos de fondos hacia activos más seguros, se mantuvieron más estables que las tasas de inflación implícitas basadas en los mercados de renta fija, fluctuando en torno a un nivel medio más bajo del 2,3% y en un intervalo comprendido entre el 2,1% y el 2,6%.

En segundo lugar, la descomposición de las tasas de inflación implícitas a largo plazo en expectativas de inflación, primas de riesgo de inflación y errores de medición (que pueden estar relacionados con distorsiones en la liquidez en los mercados) utilizando modelos de estructura temporal, como se ilustra en el gráfico D, muestra que las distorsiones de mercado identificadas que afectan al cálculo de las tasas de inflación implícitas a largo plazo han aumentado de manera

Gráfico D Descomposición de las tasas de inflación implícitas a largo plazo de la zona del euro

(datos mensuales; porcentaje)



Fuentes: Thomson Reuters y cálculos del BCE.

Nota: Para una descripción detallada del modelo véase J.A. García y T. Werner, «Inflation risks and inflation risk premia», Working Paper Series, n.º 1162, BCE, Fráncfort, marzo de 2010.

significativa desde que comenzó la crisis financiera, ampliando la brecha entre las tasas de inflación implícitas a largo plazo observadas y las basadas en modelos. Al mismo tiempo, los niveles estimados de las expectativas de inflación a largo plazo en los mercados financieros, que se situaron ligeramente por debajo del 2% en 2012, continuaron siendo acordes con la estabilidad de precios y con los datos procedentes de encuestas. Además, las primas de riesgo de inflación se mantuvieron bastante contenidas en niveles relativamente bajos en términos históricos, posiblemente como reflejo de la situación macroeconómica de la zona del euro. Huelga decir que los modelos econométricos que cubren el período de crisis deben interpretarse con mucha cautela. Varios trabajos de investigación confirman que las distorsiones en los rendimientos nominales y reales detectadas en el modelo de estructura temporal están relacionadas realmente con desplazamientos de fondos hacia activos más seguros y con medidas de las primas de liquidez de activos concretos, respectivamente³.

Pese a la evidencia que respalda el anclaje de las expectativas de inflación a largo plazo, en la coyuntura actual también se dispone de evidencia que apunta a la existencia de una incertidumbre considerable asociada a las perspectivas de inflación. Las medidas de incertidumbre basadas en datos de encuestas se han mantenido en niveles relativamente elevados en los últimos años, y las tasas de inflación relativamente extremas (altas y bajas) se siguen cubriendo con *caps* y *floors* de inflación. Asimismo, es necesario realizar un atento seguimiento de esos indicadores adicionales de las expectativas de inflación. No obstante, en conjunto, la evidencia disponible basada tanto en encuestas como en indicadores de los mercados financieros sugiere que las expectativas de inflación a largo plazo de la zona del euro permanecen firmemente ancladas en niveles compatibles con la estabilidad de precios.

3 Véase J. A. García y T. Werner, «Inflation compensation and inflation risk premia in the euro area term structure of interest rates», en J. Chadha, A. Durré y M. Joyce, (eds.), *Modern Macroeconomic Policy Making*, Cambridge University Press, Cambridge, 2013.

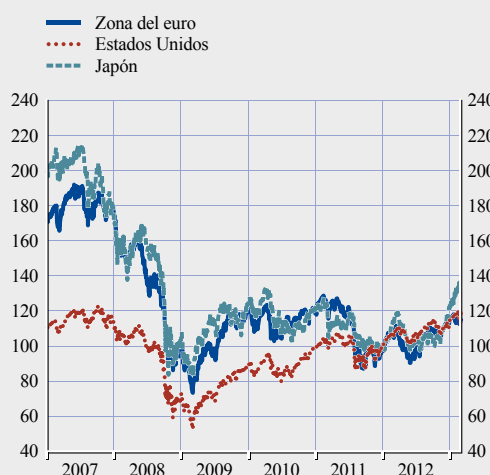
ACUSADO AUMENTO DE LOS PRECIOS DE LAS ACCIONES EN LA ZONA DEL EURO EN 2012

En 2012 los precios de las acciones se incrementaron en torno al 16% en la zona del euro y al 13% en Estados Unidos (véase gráfico 15), frente a un aumento aproximado del 23% en Japón. Los índices bursátiles amplios de la zona del euro y de Estados Unidos evolucionaron prácticamente en paralelo durante el año. Pese al buen comportamiento general de los mercados de renta variable en la zona del euro, el ascenso del índice bursátil amplio no se distribuyó por igual en toda la zona, registrándose diferencias significativas entre países.

En el primer trimestre de 2012, los mercados bursátiles repuntaron con fuerza en la zona del euro y en Estados Unidos, y los índices Dow Jones EURO STOXX y S&P 500 avanzaron alrededor de un 14% y un 12%, respectivamente, entre principios de enero y mediados de marzo. Además, la incertidumbre reinante en estos

Gráfico 15 Principales índices bursátiles

(cambio de base de los índices a 100 el 1 de enero de 2012; datos diarios)



Fuente: Thomson Reuters.

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

mercados, medida por la volatilidad implícita, disminuyó notablemente a ambos lados del Atlántico. Las cotizaciones del sector financiero fueron las que más ganancias registraron en ambas áreas económicas, con subidas aproximadas del 17% en la zona del euro y del 18% en Estados Unidos. El alza de los precios de las acciones del sector financiero de la zona del euro obedeció principalmente al estímulo monetario proporcionado por las OFPML a tres años, que aliviaron significativamente las presiones de financiación de las entidades de crédito. Asimismo, se beneficiaron de las perspectivas de que los efectos de contagio negativos de la deuda soberana al sector financiero fueran más limitados, gracias a las medidas de política monetaria acordadas en la reunión de los jefes de Estado o de Gobierno de la zona del euro a finales de enero. En cambio, la rebaja de la calificación crediticia de algunas entidades de crédito de la zona y la publicación de resultados generalmente pobres no influyeron de forma considerable en el clima de los mercados.

La tendencia positiva de los precios de las acciones se invirtió en la segunda mitad de marzo de 2012, y posteriormente se registraron descensos que fueron más pronunciados en la zona del euro que en Estados Unidos. Mientras que las cotizaciones de la zona del euro, medidas por el índice Dow Jones EURO STOXX, cayeron casi un 15% entre mediados de marzo y mediados de junio, las de Estados Unidos, medidas por el índice S&P 500, perdieron en torno al 4% en el mismo período. Además, la incertidumbre de los mercados bursátiles, medida por la volatilidad implícita, creció notablemente en la zona del euro (14 puntos porcentuales), mientras que su aumento en Estados Unidos fue solo moderado (5 puntos porcentuales). La acusada caída de los precios de las acciones en la zona del euro se debió, principalmente, a las pérdidas registradas en el sector financiero, ya que el subíndice correspondiente retrocedió más del 20%. Asimismo, parece que la aversión al riesgo de los participantes en los mercados se incrementó de nuevo, como consecuencia de la rebaja de la calificación crediticia de algunas entidades de crédito italianas y españolas y de la incertidumbre política en Grecia. La moderación general de la actividad económica y el aumento del riesgo de impago de las empresas europeas también influyeron en las cotizaciones de la zona del euro en general.

El clima de los mercados bursátiles mejoró significativamente en el tercer trimestre, en clara contraposición con la evolución negativa del segundo trimestre. En concreto, estos mercados repuntaron en la zona del euro, impulsados por la fuerte recuperación de las cotizaciones del sector financiero, ya que la preocupación de los mercados en torno a la estabilidad financiera cedió tras las declaraciones de las autoridades acerca de su compromiso de adoptar las medidas necesarias para resolver la crisis. A finales de julio el BCE reafirmó que el euro es irreversible, y a principios de agosto y en septiembre anunció las OMC y sus modalidades, respectivamente, para hacer frente a las primas de riesgo relacionadas con los temores a la reintroducción de las monedas nacionales. Dichos mercados también recibieron el respaldo adicional de las iniciativas políticas para reforzar la estabilidad financiera en la zona del euro mediante una unión bancaria (comenzando con la creación del mecanismo único de supervisión) y de la sentencia del tribunal constitucional alemán relativa al Mecanismo Europeo de Estabilidad. Por último, las nuevas medidas de estímulo monetario en Estados Unidos también sirvieron para impulsar los mercados de renta variable. Como consecuencia, el índice Dow Jones EURO STOXX subió un 12% entre mediados de junio y finales de septiembre, mientras que el S&P 500 avanzó en torno al 7% en el mismo período. Además, la incertidumbre de los mercados bursátiles, medida por la volatilidad implícita, disminuyó considerablemente en ambas áreas económicas.

En la zona del euro, los precios de las acciones siguieron aumentando en el último trimestre del año, aunque a un ritmo más lento que en el tercero. La adopción de decisiones más concretas sobre el diseño del mecanismo único de supervisión también favoreció el clima positivo de los

mercados bursátiles, mientras que el empeoramiento de las perspectivas económicas incidió negativamente. En conjunto, las cotizaciones de la zona del euro, medidas por el índice Dow Jones EURO STOXX, avanzaron en torno al 7% en el último trimestre. Las cotizaciones bursátiles del sector financiero continuaron superando a las del sector no financiero, con un alza del 10% las primeras y del 6% las segundas. En Estados Unidos, el índice S&P500 se mantuvo prácticamente sin variación en el mismo período, pues las señales de mejora de los mercados de la vivienda y de trabajo en dicho país se vieron contrarrestadas por la preocupación sobre el inminente precipicio fiscal.

LOS PRÉSTAMOS Y CRÉDITOS A LOS HOGARES SIGUIERON DISMINUYENDO

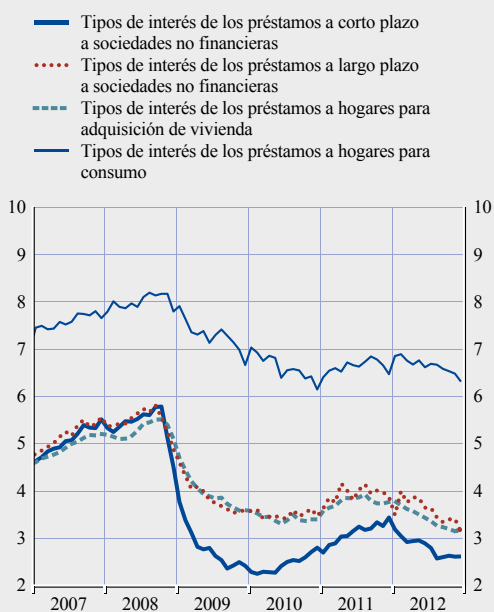
La tasa de crecimiento interanual del total de préstamos concedidos a los hogares continuó reduciéndose en 2012 y, en diciembre de ese año, se situó en el 0,5%, frente al 1,6% de diciembre de 2011. Esta evolución fue similar a la de los préstamos de las IFM, ajustados de ventas y titulizaciones, similitud que puede explicarse por el hecho de que las IFM siguen siendo el principal proveedor de préstamos a este sector. Además, los préstamos a hogares otorgados por entidades distintas de IFM reflejan, en gran medida, las ventas y titulizaciones de préstamos por parte de las IFM, que, dependiendo de las prácticas contables nacionales, conllevan la reclasificación de los préstamos a hogares del sector de las IFM al sector de OIF.

Los préstamos para adquisición de vivienda continuaron siendo los principales impulsores del crecimiento de los préstamos concedidos por las IFM a los hogares. Su tasa de crecimiento interanual, que era del 2,3% a finales de 2011, siguió disminuyendo y se situó en el 0,7% en septiembre, antes de repuntar al 1,3% en diciembre de 2012. Las tasas de crecimiento de la zona del euro enmascaran una heterogeneidad significativa entre países, que en 2012 continuó siendo atribuible a los distintos grados de endeudamiento, que dan lugar a diferentes necesidades de desapalancamiento, así como a una distinta capacidad y disposición de las entidades de crédito para conceder créditos. Además, es probable que el perfil de crecimiento de los préstamos a hogares para adquisición de vivienda fuera reflejo del debilitamiento de la actividad económica y del deterioro de las perspectivas del mercado de la vivienda y de la confianza de los consumidores. Estos factores también se identificaron en la encuesta sobre préstamos bancarios en la zona del euro como principales determinantes de la caída de la demanda neta de este tipo de préstamos en el primer semestre de 2012. Por lo que respecta a la oferta, en la segunda mitad de 2012, el endurecimiento neto de los criterios de aprobación de los préstamos fue bastante limitado, pues las medidas de política monetaria no convencionales adoptadas por el BCE (especialmente las dos OFPML a tres años realizadas a finales de 2011 y a principios de 2012) ayudaron a reducir las restricciones del crédito bancario a los hogares al permitir a los bancos acceder a financiación a medio plazo a bajo coste. En línea con la reducción de los tipos de interés negociados en los mercados, los tipos de los préstamos para adquisición de vivienda se contrajeron a lo largo de 2012 en la zona del euro en su conjunto.

Tras registrar cierta estabilización en el primer trimestre de 2012, la tasa de crecimiento interanual del crédito al consumo reanudó su caída y permaneció en niveles negativos, situándose en el -2,8% en diciembre de 2012, frente al -1,8% de diciembre de 2011. La debilidad del crédito al consumo se debió, en gran medida, a factores de demanda (que afectan a este tipo de crédito en particular) en concordancia con los resultados de las encuestas de opinión. El bajo crecimiento de la renta real disponible de los hogares y el mantenimiento de unos niveles de endeudamiento en este sector muy elevados en algunos países de la zona del euro siguieron afectando a la demanda de crédito al consumo. En consonancia con estos datos, 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 ligeramente. Los tipos de interés aplicados por

Gráfico 16 Tipos de interés aplicados a los préstamos a hogares y a sociedades no financieras

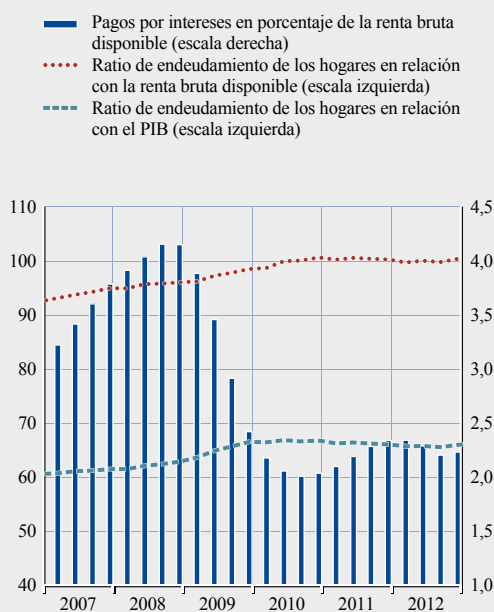
(porcentaje; excluidas las comisiones; tipos de interés de las nuevas operaciones)



Fuente: BCE.

Gráfico 17 Endeudamiento de los hogares y pagos por intereses

(porcentaje)



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. Los pagos por intereses no incluyen los costes de financiación totales pagados por los hogares, pues excluyen las comisiones por servicios financieros. Los datos del último trimestre se han estimado en parte.

las entidades a estos créditos se redujeron en el segundo semestre del año (véase gráfico 16). No obstante, los tipos de interés de los préstamos y créditos de las IFM mostraron una heterogeneidad considerable entre los distintos países de la zona del euro.

EL ENDEUDAMIENTO DE LOS HOGARES APENAS VARIÓ, PERO CONTINUÓ SIENDO ELEVADO

En 2012, la ratio de endeudamiento de los hogares en relación con la renta bruta disponible experimentó un ligero aumento y se situó en un nivel similar al de mediados de 2010. Este moderado incremento fue reflejo del crecimiento del endeudamiento total de este sector combinado con un estancamiento de la renta disponible (véase gráfico 17). Los pagos por intereses de los hogares en porcentaje de la renta bruta disponible se mantuvieron casi sin variación en 2012, debido principalmente al leve descenso de los tipos de interés de los préstamos para adquisición de vivienda. En cambio, la estimación de la ratio de endeudamiento de los hogares en relación con el PIB disminuyó ligeramente y se situó en el 66% en el cuarto trimestre de 2012.

DISMINUCIÓN DEL COSTE DE LA FINANCIACIÓN EXTERNA DE LAS SOCIEDADES NO FINANCIERAS

El coste total de la financiación externa de las sociedades no financieras disminuyó en torno a 80 puntos básicos entre finales de 2011 y finales de 2012. El descenso fue generalizado en todos sus componentes (véase gráfico 18). Sin embargo, aunque los costes de financiación medios se redujeron para las sociedades no financieras en la zona del euro en su conjunto, continuó observándose una dispersión regional significativa.

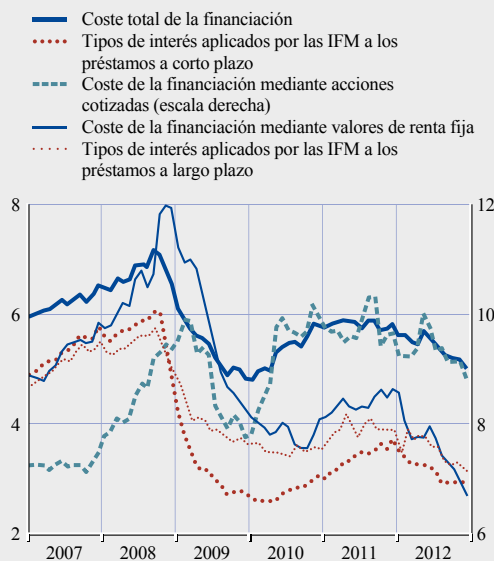
La transmisión de los recortes aplicados a los tipos de interés oficiales a finales de 2011 y la mejora del clima de los mercados tras las OFPML a tres años, llevadas a cabo en diciembre de 2011 y en febrero de 2012, contribuyeron a reducir el coste de la financiación externa de las sociedades no financieras en la primera parte del año. Esta reducción se detuvo hacia mediados de año, coincidiendo con el aumento de las tensiones en los mercados. Sin embargo, con la rebaja adicional de los tipos de interés oficiales en julio de 2012 y el anuncio de las OMC, el coste de la financiación externa volvió a caer, a un ritmo más acelerado.

Por lo que respecta al coste de la financiación bancaria, los tipos de interés nominales aplicados por las IFM a los préstamos a corto plazo pasaron del 3,7% a finales de 2011 al 2,9% al cierre de 2012. En el mismo período, los tipos de mercado a corto plazo se redujeron en mayor medida, en torno a 120 puntos básicos en el caso del euríbor a tres meses. Por consiguiente, el diferencial entre los tipos de interés de los préstamos a corto plazo concedidos por las IFM y el tipo de interés a tres meses del mercado monetario aumentó a lo largo de 2012. Los tipos de interés nominales aplicados por las IFM a los préstamos a largo plazo registraron un descenso menor (unos 60 puntos básicos) que los tipos de interés nominales de los préstamos a corto plazo. El diferencial entre el tipo de interés nominal de los préstamos a largo plazo otorgados por las IFM y el tipo *swap* del eonia a diez años también se amplió.

Aunque es posible que a finales de 2012 los tipos de interés de los préstamos reflejaran en gran medida los recortes aplicados a los tipos de interés oficiales a finales de 2011, puede que la transmisión de la rebaja de los tipos de interés oficiales de julio de 2012 aún esté incompleta, lo que explicaría parte del aumento de los diferenciales de los préstamos bancarios. Además, en 2012 se mantuvo la dispersión de los tipos de interés de los préstamos concedidos por las IFM en los diferentes países de la zona del euro. En realidad, varios factores pueden haber contribuido a ampliar el diferencial de tipos de los préstamos, en especial en determinados países de la zona, algunos de los cuales indican disfunciones en el mecanismo de transmisión de la política monetaria. Por un lado, el deterioro de la solvencia de las empresas en algunas jurisdicciones, como consecuencia del prolongado período de débil actividad económica y de la fuerte incertidumbre en torno a las perspectivas de crecimiento, llevó a las entidades de crédito a cargar una mayor compensación por riesgo y, por ende, a aplicar unos tipos de interés más elevados a los préstamos. Por otro lado, el incremento de los diferenciales de los préstamos bancarios puede haberse debido a los efectos de las tensiones en los mercados de deuda soberana sobre las condiciones de financiación bancaria, así como al posible impacto de las estrategias de desapalancamiento de las entidades de crédito, en un contexto de ajuste para cumplir con unos requerimientos de capital regulatorio más rigurosos.

Gráfico 18 Coste total de la financiación externa de las sociedades no financieras y componentes

(porcentaje)



Fuentes: BCE, Thomson Reuters y Merrill Lynch

Notas: El coste total de la financiación externa de las sociedades no financieras de la zona del euro se calcula como una media ponderada del coste de los préstamos bancarios y del coste de la financiación mediante valores de renta fija y acciones, basados en sus respectivos saldos vivos (véase el recuadro titulado «Medida del coste real de la financiación externa de las sociedades no financieras de la zona del euro», Boletín Mensual, marzo de 2005).

El coste de financiarse en los mercados mediante la emisión de valores de renta fija se redujo unos 180 puntos básicos entre finales de 2011 y finales de 2012, momento en el que registró un mínimo histórico. El descenso se materializó en dos períodos. La disminución de principios del año se debió, en parte, a los recortes de los tipos de interés oficiales efectuados a finales de 2011, así como a los efectos favorables derivados de las medidas no convencionales adoptadas por el BCE, en especial las dos OFPML a tres años. Esta disminución se detuvo hacia mediados de año, coincidiendo con la reintensificación de las tensiones en los mercados, pero se reanudó tras la adopción de las medidas de política monetaria –el recorte de los tipos de interés oficiales en julio de 2012 y el anuncio de las OMC–, a medida que se recuperó la confianza y que mejoró significativamente el clima de los mercados.

El coste de emisión de acciones cotizadas también se redujo a lo largo de 2012, y en diciembre de 2012 se situaba alrededor de 60 puntos básicos por debajo del nivel registrado un año antes. El coste de las acciones se vio afectado de forma más notable que el coste de los valores de renta fija por el recrudecimiento de las tensiones en los mercados antes de mediados de 2012. No obstante, el incremento registrado en el segundo trimestre de 2012 se revirtió rápidamente, debido a la mejora de la confianza tras las medidas de política monetaria aplicadas o anunciadas en el segundo semestre de 2012.

DÉBIL RECURSO A LA FINANCIACIÓN EXTERNA

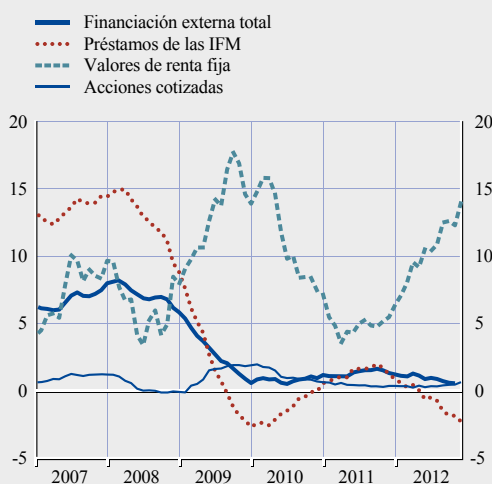
El recurso a la financiación externa neta de las sociedades no financieras de la zona del euro se mostró débil en 2012 y su cifra acumulada del ejercicio se situó en mínimos históricos inferiores a los 100 mm de euros. Por componentes, el descenso de los nuevos préstamos concedidos por las IFM a las sociedades no financieras se vio parcialmente compensado por el aumento de la emisión de valores de renta fija, mientras que la emisión de acciones cotizadas mantuvo su atonía.

Ahondando en el detalle, tras el ligero incremento registrado en 2011, los préstamos a las sociedades no financieras se redujeron en un total de unos 50 mm de euros en 2012. En cuanto a la financiación en los mercados, la tasa de crecimiento interanual de la emisión de valores distintos de acciones aumentó, desde el 5% a finales de 2011 hasta el 12% a finales de 2012, pero se mantuvo por debajo del último máximo del 16% registrado a principios de 2010 (véase gráfico 19). Al mismo tiempo, el crecimiento de la emisión de acciones cotizadas continuó siendo débil.

La desaceleración de la demanda de financiación externa está relacionada en parte con el deterioro de la situación económica y con el escaso dinamismo de la inversión. De hecho, según los resultados de la encuesta sobre préstamos bancarios en la zona de euro, la demanda neta de préstamos por parte de empresas de la zona registró una contracción en el conjunto del año, debido a la menor necesidad de financiar inversiones y existencias. La disponibilidad de financiación interna puede explicar también la moderada dinámica de la financiación externa, en particular en el caso de grandes empresas,

Gráfico 19 Financiación externa de las sociedades no financieras de la zona del euro, por instrumento

(tasas de variación interanual)



Fuente: BCE.

Nota: Las acciones cotizadas están denominadas en euros.

como reflejan los estados financieros de las sociedades no financieras cotizadas. En cuanto a las pequeñas empresas, la encuesta sobre el acceso a la financiación de las pequeñas y medianas empresas (pymes) en la zona del euro transmitió un panorama más sombrío.

Por lo que respecta a la oferta de crédito, la encuesta sobre préstamos bancarios en la zona de euro mostró que los criterios de concesión de créditos a empresas por parte de las entidades de crédito continuaron siendo estrictos en 2012, y la variación porcentual neta de dichos criterios revela que experimentaron un cierto endurecimiento adicional a lo largo del ejercicio. Parece que, con el avance del año, la percepción del riesgo influyó más en las condiciones de oferta del crédito, mientras que, por el contrario, tras las medidas de política monetaria no convencionales adoptadas por el BCE (especialmente las dos OFPML a tres años), los problemas de disponibilidad de fondos o las restricciones de financiación de las entidades de crédito ejercieron menos presión sobre el endurecimiento de los criterios de aprobación de los préstamos y créditos.

Los movimientos de los flujos de financiación externa registrados en 2012 sugieren que algunas empresas pudieron diversificar sus fuentes de financiación en respuesta al endurecimiento de los criterios de concesión de los préstamos bancarios. Esta sustitución de la financiación bancaria por fuentes alternativas se limitó a las grandes empresas, domiciliadas mayoritariamente en países cuyos mercados de renta fija privada están más desarrollados. Al mismo tiempo, las empresas más dependientes de la financiación bancaria, como las pymes, y las empresas ubicadas en países sometidos a tensiones, siguieron siendo vulnerables a la restrictiva oferta de crédito. Más específicamente, en las dos rondas de la encuesta sobre el acceso a la financiación de las pymes llevadas a cabo en 2012 se puso de manifiesto que las condiciones de financiación de las pymes eran diversas en los distintos países de la zona del euro, y que estas empresas encontraban dificultades de financiación claras en aquellos países afectados más duramente por la crisis.

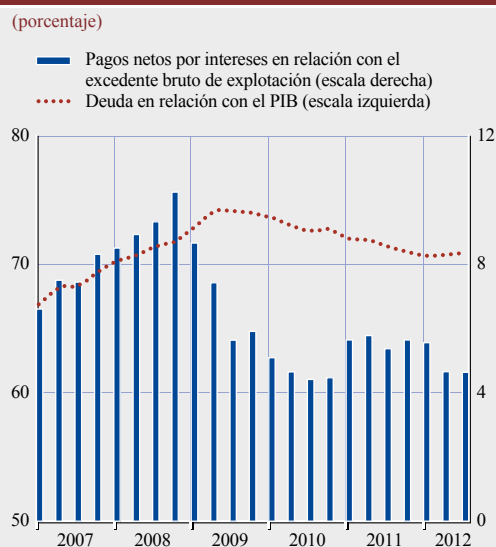
EL ENDEUDAMIENTO DE LAS EMPRESAS SE MANTUVO ESTABLE

La débil actividad económica registrada en 2012 afectó a la capacidad de generación de beneficios de las sociedades no financieras de la zona del euro, que mantuvieron su rentabilidad en niveles relativamente bajos durante el año. Al tener una menor capacidad de acumulación de beneficios, el desapalancamiento del sector empresarial se vio limitado.

Sin embargo, la evolución de la rentabilidad varió notablemente en 2012 según el tamaño de las empresas. Por una parte, en las sociedades cotizadas (generalmente más grandes) aparecieron signos de moderada mejora de su rentabilidad; en cambio, la encuesta sobre el acceso a la financiación de las pymes muestra que los resultados de estas empresas continuaron deteriorándose desde finales de 2011.

El endeudamiento del sector de las sociedades no financieras de la zona del euro se mantuvo

Gráfico 20 Endeudamiento y carga financiera de las sociedades no financieras de la zona del euro



Fuente: BCE.

Notas: Los datos de endeudamiento, que proceden de las cuentas trimestrales europeas por sectores, incluyen préstamos, valores distintos de acciones y reservas de los fondos de pensiones y abarcan hasta el tercer trimestre de 2012.

prácticamente estable en 2012 y, desde una perspectiva a más largo plazo, esta ha sido la tónica desde 2008 (véase gráfico 20). Este endeudamiento permaneció en niveles elevados, especialmente en este momento del ciclo económico y, sobre todo, en algunos sectores, como el de la construcción. Aunque la capacidad de las empresas para atender al pago de sus deudas continuó viéndose favorecida por el entorno de bajos tipos de interés y el reducido rendimiento de los valores de renta fija privada, los ingresos de las sociedades no financieras continúan siendo relativamente escasos por lo que, en comparación, los pagos netos por intereses siguieron siendo elevados.

2.3 EVOLUCIÓN DE LOS PRECIOS Y COSTES

En 2012, la inflación general medida por el IAPC de la zona del euro se situó, en promedio, en el 2,5%, frente al 2,7% de 2011 y el 1,6% de 2010. Desde finales de 2010, la inflación interanual se ha mantenido en niveles algo elevados, debido fundamentalmente a las pronunciadas tasas de crecimiento interanual de los precios de la energía, así como a las fuertes subidas de los impuestos indirectos y de los precios administrados en algunos países de la zona. Tras descender en el segundo trimestre de 2012, la inflación general medida por el IAPC repuntó durante el verano, antes de caer de nuevo a partir de octubre, principalmente como reflejo de la evolución de los precios de la energía.

Como ponen de manifiesto la evolución de los precios industriales y las encuestas de opinión, las presiones latentes en la cadena de producción continuaron disminuyendo en la primera mitad de 2012, principalmente como consecuencia de la moderación de los precios del petróleo y de las materias primas. Después de caer transitoriamente hasta un mínimo en julio de 2012, el índice de precios industriales (excluida la construcción) aumentó, aunque empezó a descender de nuevo en octubre. El perfil del índice estuvo determinado por las fluctuaciones de los precios del petróleo y por el repunte de los precios internacionales de los alimentos durante el verano.

A lo largo de 2012, las presiones sobre los costes internos procedentes de los costes laborales se mantuvieron contenidas. Los datos sobre salarios, incluida la remuneración por asalariado, mostraron señales de moderación en comparación con 2011, en un entorno de debilitamiento de la actividad económica y de mayor atonía del mercado de trabajo. En 2012, la productividad del trabajo creció a una tasa interanual muy baja, aunque positiva. El crecimiento de la remuneración por asalariado se desaceleró con respecto al año anterior. Esta moderación absorbió, en parte, el impacto al alza del menor avance de la productividad sobre el crecimiento de los costes laborales unitarios, que fluctuó en torno al 1,5% en los tres primeros trimestres del año.

La percepción de los consumidores acerca de la inflación y las expectativas de inflación a corto plazo permanecieron más o menos estables en 2012. Las expectativas de inflación a largo plazo basadas en encuestas, fueron muy estables y se mantuvieron firmemente ancladas en niveles compatibles con el objetivo del Consejo de Gobierno de mantener las tasas de inflación por debajo del 2%, pero próximas a este valor, en el medio plazo.

LA INFLACIÓN MEDIDA POR EL IAPC SE MANTUVO EN NIVELES ELEVADOS EN 2012

Los cambios en los impuestos indirectos fueron un destacado factor determinante de los niveles de inflación a escala nacional y de la zona del euro. Las subidas del tipo del impuesto sobre el valor añadido y de los impuestos especiales en 2011 y 2012 tuvieron un efecto más acusado sobre la inflación medida por el IAPC de la zona del euro en 2012 que las aprobadas en años anteriores en un número mayor de países. En el recuadro 4 se analiza con más detalle el impacto de los impuestos

Cuadro I Evolución de los precios

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

	2010	2011	2012	2011 IV	2012 I	2012 II	2012 III	2012 IV	2012 Nov.	2012 Dic.
IAPC y sus componentes										
Índice general	1,6	2,7	2,5	2,9	2,7	2,5	2,5	2,3	2,2	2,2
Energía	7,4	11,9	7,6	11,5	9,1	7,2	8,0	6,3	5,7	5,2
Alimentos no elaborados	1,3	1,8	3,0	1,8	2,0	2,3	3,4	4,3	4,1	4,4
Alimentos elaborados	0,9	3,3	3,1	4,2	4,0	3,5	2,7	2,4	2,4	2,4
Bienes industriales no energéticos	0,5	0,8	1,2	1,2	1,1	1,3	1,3	1,1	1,1	1,0
Servicios	1,4	1,8	1,8	1,9	1,8	1,8	1,8	1,7	1,6	1,8
Otros indicadores de precios y costes										
Precios industriales	2,9	5,9	2,6	5,1	3,7	2,2	2,4	2,3	2,1	2,1
Precios del petróleo (euro/barril)	60,7	79,7	86,6	80,7	90,1	84,6	87,3	84,4	84,8	82,8
Precios de las materias primas no energéticas	44,6	12,2	0,5	-2,5	-5,8	-1,1	5,3	4,4	5,2	2,5

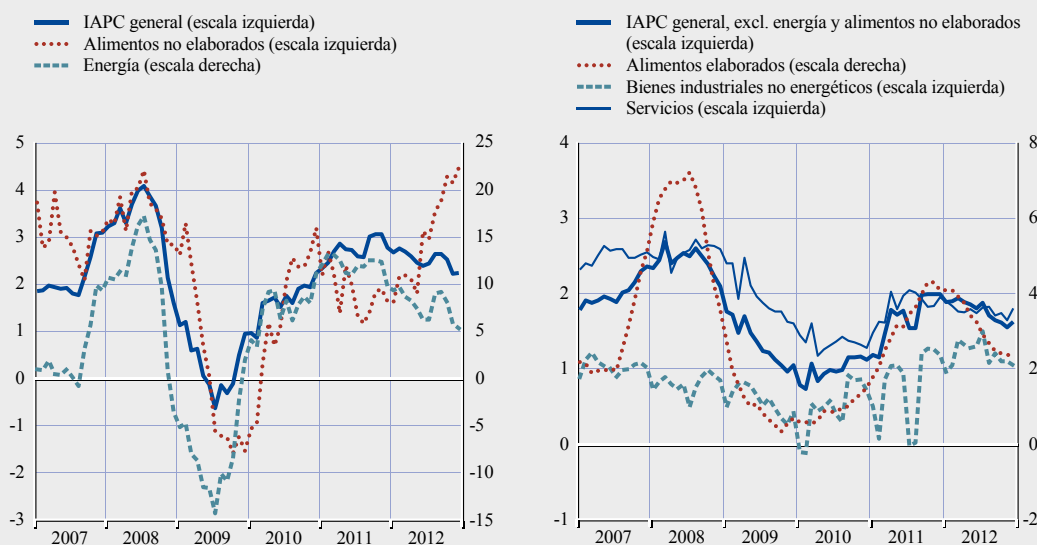
Fuentes: Eurostat, BCE y cálculos del BCE basados en datos de Thomson Reuters.

indirectos sobre la inflación medida por el IAPC en la zona del euro y en los países de la zona. Otro factor que influyó en la evolución de la inflación general medida por el IAPC en 2012 fue, al igual que en años anteriores, la fluctuación de los precios de la energía y de las materias primas (véanse cuadro 1 y gráfico 21).

La tasa de variación interanual del componente energético, que tiene una ponderación del 11% en el IAPC general, se mantuvo en niveles de un único dígito a lo largo de 2012 y registró una media interanual del 7,6%, frente al 11,9% de 2011, como resultado, fundamentalmente, de efectos de base. El impacto más acusado se observó en la evolución de los precios de los componentes relacionados directamente con los precios del petróleo, como los combustibles líquidos y los

Gráfico 21 Principales componentes del IAPC

(tasas de variación interanual; datos mensuales)



Fuente: Eurostat.

combustibles y lubricantes para vehículos privados, pero también en los precios de la electricidad, el gas y el gasóleo para calefacción.

Como consecuencia de la evolución de los precios internacionales de las materias primas alimenticias, así como de las condiciones locales de oferta, la tasa de variación interanual de los precios de los alimentos se mantuvo en un nivel elevado, en torno al 3%, a lo largo de 2012. No obstante, no se dispone de evidencia concreta de que las fuertes subidas de los precios de las materias primas durante el verano tuvieran un efecto más prolongado. El hecho de que la tasa de avance del componente de alimentos fluctuara en torno al mismo nivel ocultó una evolución divergente de sus dos subcomponentes. La tasa de crecimiento interanual de los precios de los alimentos no elaborados siguió una tendencia al alza en 2012, registrando una media del 3%, sensiblemente superior a la de 2011 (1,8%) y 2010 (1,3%). En cambio, la tasa de variación de los precios de los alimentos elaborados se redujo de manera continuada y, en 2012, se situó en el 3,1%, en promedio, en comparación con el 3,3% de 2011 y el 0,9% de 2010.

En 2012, la tasa media de inflación medida por el IAPC, excluidos los alimentos y la energía, fue más elevada que en 2011 y 2010, pese a la mayor debilidad de la demanda y al menor crecimiento de los salarios. Esta medida de la inflación subyacente consta de dos componentes principales, los bienes industriales no energéticos y los servicios. Durante el último año y medio, las tasas de variación interanual de estos componentes se vieron impulsadas al alza por las subidas del tipo del impuesto sobre el valor añadido en varios países de la zona del euro. La tasa de crecimiento interanual de los precios de los bienes industriales no energéticos continuó la tendencia alcista que había comenzado en el segundo trimestre de 2010 atribuible a efectos de base al alza y a varios aumentos intermensuales. Estos aumentos fueron consecuencia de una cierta transmisión de la anterior depreciación del tipo de cambio, de incrementos de los precios de las materias primas y de subidas de impuestos. En el primer semestre de 2012, la tasa de variación interanual de los precios de los servicios descendió gradualmente desde aproximadamente el 2% de finales de 2011, y se mantuvo relativamente estable durante el resto del año, en torno al 1,7%, observándose repuntes al alza como consecuencia de las subidas de los impuestos indirectos en varios países, en un contexto de desaceleración general de la demanda y, en menor medida, de los costes laborales.

Recuadro 4

EL IMPACTO DE LOS IMPUESTOS INDIRECTOS SOBRE LA INFLACIÓN MEDIDA POR EL IAPC EN 2012

Los cambios en la imposición indirecta se han convertido en un elemento cada vez más destacado de la dinámica de la inflación tanto a escala nacional como de la zona del euro. Las subidas de los tipos del impuesto sobre el valor añadido (IVA) y de los impuestos especiales en 2011 y 2012 tuvieron un efecto mayor sobre la inflación medida por el IAPC en la zona del euro en 2012 que las aprobadas en años anteriores en un número mayor de países. La contribución neta positiva de los impuestos indirectos a la inflación durante la pasada década está relacionada con una tendencia general hacia el incremento de los tipos impositivos sobre el consumo y la reducción de los impuestos sobre las rentas del trabajo¹. Este cambio de tendencia se ha debido principalmente a que suele considerarse que los impuestos indirectos son más sencillos de

¹ Véase *Taxation trends in the European Union – Data for the EU Member States, Iceland and Norway*, Eurostat Statistical Books, Comisión Europea, 2012.

recaudar, más difíciles de evadir y promueven más el crecimiento económico. Las subidas de los tipos de los impuestos indirectos se han multiplicado en los últimos años, como resultado de los esfuerzos de consolidación fiscal llevados a cabo en muchos países de la zona del euro con el objetivo de aumentar los ingresos sin afectar adversamente a su competitividad. En este recuadro se analiza el impacto de los impuestos indirectos sobre la inflación y se examina la manera en que esta ha evolucionado en la zona del euro en su conjunto y en los países de la zona, haciendo abstracción de estos efectos temporales.

El impacto de los cambios en la imposición indirecta sobre la inflación en la zona del euro y en países de la zona²

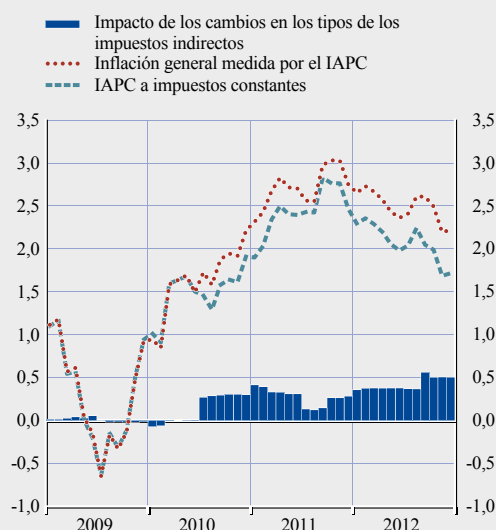
El impacto «mecánico» de las variaciones en los impuestos indirectos sobre el IAPC de la zona del euro puede obtenerse del IAPC a impuestos constantes (IAPC-IC), que publica Eurostat. Este impacto es mecánico en el sentido de que supone que las variaciones de los impuestos se transmiten íntegra e inmediatamente a los precios de consumo. Por tanto, puede considerarse como el límite superior probable del impacto directo efectivo, que suele ser menor y se distribuye a lo largo del tiempo, en función de diversos factores relacionados con la situación cíclica y con el entorno competitivo en el que operan las empresas que fijan los precios³. El hecho de que la demanda de consumo siga siendo muy débil en muchos de los países que han incrementado los impuestos indirectos sugiere que la transmisión puede no haber sido completa.

Sobre la base del IAPC-IC, el impacto mecánico al alza de las subidas de los impuestos indirectos en la zona del euro fue, en promedio, de 0,4 puntos porcentuales en 2012, frente a 0,3 y 0,1 puntos porcentuales en 2011 y 2010, respectivamente (véase gráfico A), en comparación con un impacto medio de 0,2 puntos porcentuales desde 2004. Pese al carácter temporal de algunas variaciones impositivas concretas que, partiendo del supuesto de una transmisión inmediata, desaparecen de la tasa de inflación interanual al cabo de doce meses, el efecto a nivel de la zona del euro ha quedado suavizado, hasta cierto punto, por las numerosas medidas adoptadas por diferentes países en distintos momentos.

En 2012, el cambio en los tipos de los impuestos indirectos en diez países de la zona

Gráfico A Impacto mecánico de los cambios en los tipos de los impuestos indirectos sobre la inflación de la zona del euro medida por el IAPC

(tasas de variación interanual; puntos porcentuales)



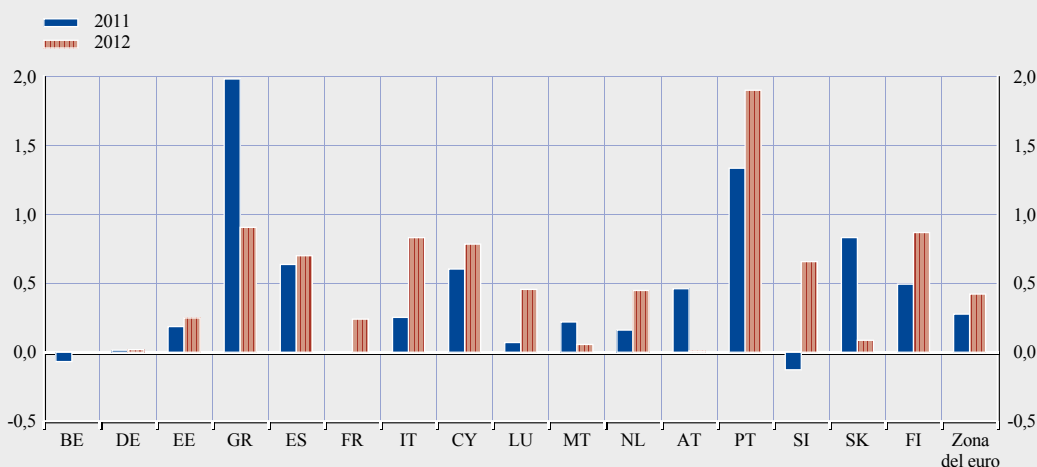
Fuente: Eurostat.

2 Irlanda no publica datos sobre el IAPC a impuestos constantes, por lo que no se incluye en los datos que se presentan en este recuadro. En Irlanda, el tipo general del IVA se incrementó 2 puntos porcentuales en 2012, lo que afectó de forma significativa a la inflación en ese país.

3 La evidencia econométrica sobre la transmisión de las variaciones en los impuestos es heterogénea. Por ejemplo, en un estudio del Deutsche Bundesbank sobre la subida del IVA en Alemania en 2007 se consideraba que, aunque transcurrieron algunos meses hasta que el aumento incidiera en los precios de consumo, en general, la transmisión fue completa. Otro estudio del Banco de España llegaba a la conclusión de que la traslación de la subida del IVA en España aprobada a mediados de 2010 solo supuso alrededor de un 40%-60% del impacto total. Para más información, véase *Monthly Report*, Deutsche Bundesbank, abril de 2008, y *Boletín Económico*, Banco de España, octubre de 2010.

Gráfico B Impacto de los cambios en los tipos de los impuestos indirectos sobre las tasas de inflación en 2011 y 2012

(puntos porcentuales)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

del euro causó un impacto al alza de 0,25 puntos porcentuales o más en sus tasas de inflación medida por el IAPC (véase gráfico B), el número más elevado de países desde que empezó a construirse el IAPC-IC en 2004. No obstante, la magnitud del efecto varió considerablemente en los distintos países. El mayor impacto se registró en Portugal (1,9 puntos porcentuales), seguido de Grecia y Finlandia (0,9 puntos porcentuales). En el caso de Grecia, el efecto causado en 2012 fue considerablemente menor que en 2011 y 2010, años en que fue de 2 puntos porcentuales y 3,3 puntos porcentuales, respectivamente. En el caso de los países que aprobaron un cambio impositivo en los últimos meses del año, el impacto medio, en términos interanuales ocultó efectos mucho más importantes: por ejemplo, la subida del IVA en España en septiembre de 2012 generó un impacto mecánico de 2,1 puntos porcentuales en los cuatro últimos meses del año, pero de solo 0,7 puntos porcentuales en el conjunto del año. Esta variación impositiva continuará teniendo un efecto alcista sobre la inflación en los ocho primeros meses de 2013, lo que se traducirá en un impacto mecánico de 1,4 puntos porcentuales para todo el año.

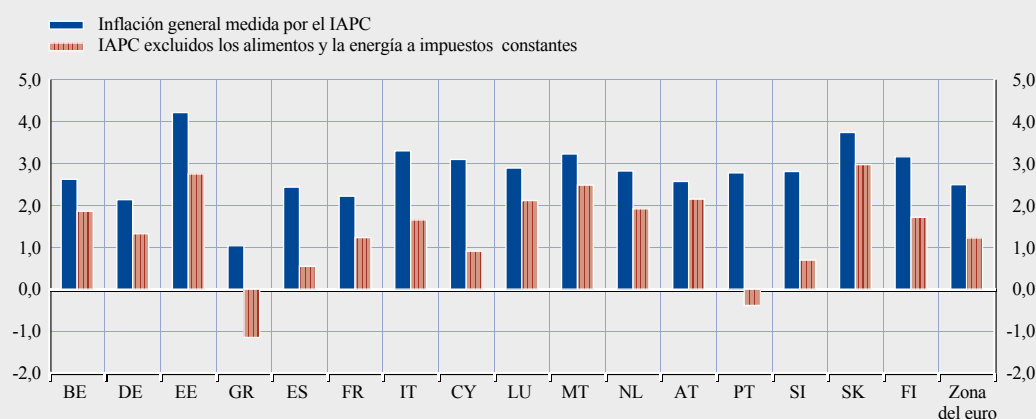
Inflación subyacente

Los cambios en los tipos impositivos indirectos tienden a causar efectos puntuales en el nivel de precios similares a los que, en ocasiones, van asociados a perturbaciones en los precios de las materias primas. Si no se producen efectos de segunda vuelta, el impacto sobre las tasas de inflación interanual es de carácter temporal. Por lo tanto, para calibrar la evolución subyacente de la inflación, conviene excluir del IAPC no solo sus componentes volátiles, es decir, la energía y los alimentos, sino también el impacto de las variaciones en los impuestos indirectos⁴ (véase gráfico C). Utilizando esta medida de exclusión, en 2012, la inflación subyacente fue negativa en Grecia y Portugal y se situó por debajo del 1% en España, Chipre y Eslovenia. En Italia, la inflación general se situó por encima del 3%, pero la inflación subyacente fue del 1,7%. En la zona del euro en su conjunto, la inflación subyacente se situó en el 1,2% en 2012, mientras que la inflación general fue del 2,5%.

⁴ Los datos presentados se calculan a partir de los datos sobre el IAPC a impuestos constantes publicados por Eurostat, desagregados en sus principales componentes, evitando contabilizar dos veces el efecto de los impuestos sobre la energía y los alimentos.

Gráfico C Inflación en la zona del euro y en países de la zona en 2012

(tasas de variación interanual)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Conclusiones

Los cambios introducidos en la imposición indirecta causaron un sustancial impacto al alza sobre la inflación medida por el IAPC de la zona del euro en 2012, y contribuyeron a que la dispersión de la inflación en los países de la zona del euro fuera menor de lo que habría sido en otras circunstancias, habida cuenta de que las variaciones impositivas fueron especialmente significativas en los países en los que la dinámica de la inflación subyacente era más débil por los procesos de ajuste macroeconómico en curso. El impacto de los impuestos indirectos también desempeñará un destacado papel para determinar la inflación en 2013, debido a que el efecto de algunas medidas todavía está por sentirse plenamente y a que está prevista la adopción de medidas adicionales en una serie de países. Aunque el efecto alcista de cada medida concreta solo es temporal, es importante que los impactos recurrentes al alza no provoquen efectos de segunda vuelta en forma de expectativas de aumento de la inflación y de mayores reivindicaciones salariales. De hecho, dado que el objetivo del BCE es mantener la inflación medida por el IAPC de la zona del euro en tasas inferiores, aunque próximas, al 2% a medio plazo, si se ha de lograr este objetivo de estabilidad de precios, estos impactos recurrentes al alza limitan el margen para subidas sostenidas de precios relacionadas con la evolución de los salarios y los beneficios⁵.

⁵ Véase el recuadro titulado «Factores que limitan el margen disponible para los incrementos de los precios internos», *Boletín Mensual*, BCE, enero de 2012.

LOS PRECIOS INDUSTRIALES CONTINUARON DESCENDIENDO EN 2012

Después de aumentar a finales de 2010 y en la primera mitad de 2011, la tasa de variación interanual de los precios industriales registró un descenso en 2012, debido fundamentalmente a la reducción de los precios de las materias primas. En la primera mitad del año, las presiones latentes sobre la cadena de producción siguieron disminuyendo. Como consecuencia del aumento de los precios de la energía asociado a la subida de los precios del petróleo, los precios industriales se incrementaron temporalmente en el verano, antes de caer de nuevo en el cuarto trimestre. Los efectos retardados del alza de los precios internacionales de las materias primas alimenticias, que se produjo en el verano y que revirtió en su mayor parte en el otoño, continuaron transmitiéndose a la cadena de producción alimentaria.

En promedio, en la zona del euro, los precios industriales (excluida la construcción) se elevaron un 2,6% en 2012, en comparación con el 5,9% de 2011 y el 2,9% de 2010. La tasa de crecimiento interanual de los precios industriales, excluidas la construcción y la energía, registrada en 2012 también fue inferior a la de años anteriores (1,3%, frente al 3,8% de 2011 y al 1,6% de 2010). La disminución de las presiones sobre los precios fue más evidente en las primeras etapas del proceso de fijación de precios (precios de producción de los bienes intermedios) que en las etapas posteriores (precios industriales de los bienes de consumo excluyendo alimentos; véase gráfico 22).

LAS PRESIONES INFLACIONISTAS INTERNAS SE MANTUVIERON CONTENIDAS EN 2012

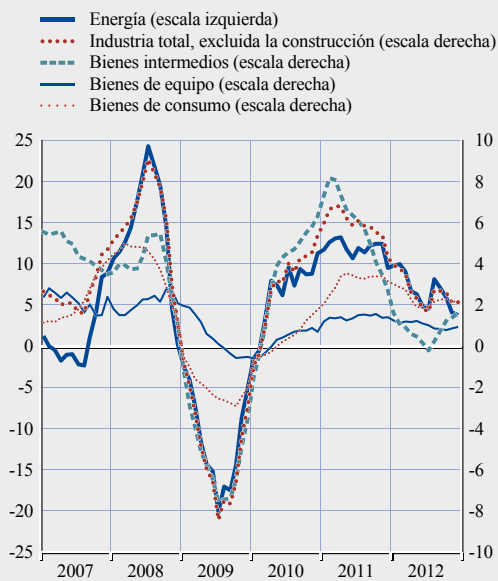
En 2012, los datos de salarios, incluida la remuneración por asalariado, mostraron algunas señales de moderación en comparación con 2011, en un entorno de debilitamiento de la actividad económica y de creciente atonía en el mercado de trabajo. Esta evolución debe considerarse en el contexto de las fuertes presiones salariales observadas en la primera mitad de 2011, en un momento de mejora de las condiciones del mercado de trabajo después de la última recuperación cíclica.

La tasa de crecimiento interanual de la remuneración por asalariado fue del 1,8% en el tercer trimestre de 2012, considerablemente inferior a la media del 2,2% registrada en 2011 (véase cuadro 2). Otros indicadores salariales como el crecimiento de los costes laborales por hora retrocedieron ligeramente en 2012, en contraposición a la evolución de 2011, año en que se incrementaron de forma significativa. En conjunto, los costes laborales no salariales siguieron creciendo con mayor rapidez que el componente de sueldos y salarios de los costes laborales por hora de la zona del euro.

Los salarios negociados de la zona del euro avanzaron a un ritmo algo más rápido en 2012 que en 2011 y registraron una media interanual del 2,1% en 2012, en comparación con una media del 2%

Gráfico 22 Detalle de los precios industriales

(tasas de variación interanual; datos mensuales)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Cuadro 2 Indicadores de costes laborales

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

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

Fuentes: Eurostat, datos nacionales y cálculos del BCE.

en 2011. El hecho de que los salarios medidos por la remuneración por asalariado se incrementaran más moderadamente que los salarios negociados sugiere que se está produciendo cierto ajuste de los costes salariales en la zona del euro a través de una deriva salarial negativa.

Como consecuencia de la desaceleración del crecimiento del PIB observada a partir del segundo trimestre de 2011, el crecimiento interanual de la productividad del trabajo por persona ocupada retrocedió hasta situarse en torno al 0,3%, en promedio, en los tres primeros trimestres de 2012, en comparación con el 1,2% de 2011. Como el crecimiento de este indicador en la zona del euro fue sustancialmente inferior al aumento de la remuneración por asalariado, los costes laborales unitarios avanzaron a un ritmo considerablemente más rápido que en años anteriores. En el tercer trimestre de 2012, los costes laborales unitarios se incrementaron un 1,7%, en tasa interanual, en comparación con el 1% de 2011.

Como reflejo del aumento de los costes laborales unitarios y de la adversa situación económica, el crecimiento de los beneficios por unidad de producto disminuyó en los tres primeros trimestres de 2012, e incluso pasó a ser negativo en el tercer trimestre. Tras el repunte observado a partir de mediados de 2009, el nivel de beneficios no se modificó prácticamente en 2011 y 2012. Al mismo tiempo, la subida de los impuestos unitarios en 2012 fue algo mayor que la aplicada en 2011. El crecimiento interanual total del deflactor del PIB se ha mantenido básicamente estable, en torno al 1,2%, durante los dos últimos años.

DESCENSO DE LOS PRECIOS DE LOS INMUEBLES RESIDENCIALES

Los precios de los inmuebles residenciales de la zona del euro, que no se incluyen en el IAPC, experimentaron un descenso del 2,6%, en tasa interanual, en el tercer trimestre de 2012 (véase gráfico 23). En un contexto de tensiones en varios mercados financieros de la zona, la tasa de crecimiento interanual de este indicador ha disminuido gradualmente desde finales de 2010, cuando se situó en torno al 2%, y registró valores negativos en el último trimestre de 2011. En 2012 también se observó una dispersión considerable en el crecimiento interanual de los precios de la vivienda en los países de la zona del euro, y, aunque fue negativo y siguió descendiendo en muchos países de la zona, se mantuvo en niveles positivos en Bélgica, Alemania, Austria, Luxemburgo, Estonia y Finlandia.

EVOLUCIÓN DE LAS EXPECTATIVAS DE INFLACIÓN

Los datos procedentes de Consensus Economics, del Barómetro de la Zona del Euro y de la encuesta del BCE a expertos en previsión económica 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% en 2012. Los indicadores de mercado, como las tasas de inflación implícitas obtenidas de los bonos indicados a la inflación y los tipos de interés comparables extraídos de los *swaps* indicados a la inflación, también

Gráfico 23 Evolución de los precios de los inmuebles residenciales en la zona del euro

(tasas de variación interanual; datos trimestrales)



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

Nota: Los datos relativos a 2012 incluyen información hasta el tercer trimestre del año.

se mantuvieron en línea con la definición de estabilidad de precios del Consejo de Gobierno (véase también el recuadro 3).

2.4 PRODUCTO, DEMANDA Y MERCADO DE TRABAJO

EL CRECIMIENTO SE TORNÓ NEGATIVO EN 2012

Tras la fuerte contracción del producto observada en 2009, el PIB real de la zona del euro registró un crecimiento positivo durante dos años consecutivos. En 2012, sin embargo, el crecimiento perdió impulso y se estima que el PIB se ha reducido un 0,5% (véase cuadro 3). Al igual que en la recesión de 2009, las contribuciones de la demanda interna y de la variación de existencias al crecimiento del PIB fueron negativas en 2012. El patrón de crecimiento del PIB estuvo influido, en gran medida, por la debilidad de la inversión y del consumo privado, que a su vez, se vieron afectados adversamente por la reducida confianza empresarial y de los consumidores, los elevados precios del petróleo, el endurecimiento de las condiciones de oferta de crédito bancario y tensiones en los mercados de deuda soberana, causados principalmente por la preocupación acerca de la sostenibilidad de las finanzas públicas en algunos países de la zona del euro. A diferencia de 2009, en 2012 la demanda exterior neta contribuyó positivamente al crecimiento, a pesar del débil aumento de las exportaciones, debido al descenso de las importaciones. Esta evolución es coherente con la opinión de que la fragilidad de la actividad económica en la zona del euro en 2012 se originó fundamentalmente en los mercados nacionales y no fue un fenómeno global como en 2009.

Cuadro 3 Composición del crecimiento del PIB real

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

	Tasas interanuales ¹⁾								Tasas intertrimestrales ²⁾				
	2010	2011	2012	IV 2011	I 2012	II 2012	III 2012	IV 2012	IV 2011	I 2012	II 2012	III 2012	IV 2012
Producto interior bruto real	2,0	1,4	-0,5	0,6	-0,1	-0,5	-0,6	-0,9	-0,3	0,0	-0,2	-0,1	-0,6
del cual:													
Demanda interna ³⁾	1,3	0,5	.	-0,7	-1,6	-2,3	-2,3	.	-0,9	-0,4	-0,6	-0,3	.
Consumo privado	0,9	0,1	.	-0,8	-1,1	-1,1	-1,4	.	-0,5	-0,3	-0,5	-0,1	.
Consumo público	0,7	-0,1	.	-0,4	-0,1	-0,2	-0,1	.	0,0	0,1	-0,1	-0,1	.
Formación bruta de capital fijo	-0,1	1,5	.	0,8	-2,5	-3,9	-4,2	.	-0,5	-1,4	-1,7	-0,6	.
Variación de existencias ^{3),4)}	0,6	0,2	.	-0,3	-0,5	-0,8	-0,6	.	-0,5	0,0	0,0	-0,1	.
Demanda exterior neta ⁵⁾	0,7	0,9	.	1,3	1,5	1,8	1,6	.	0,6	0,3	0,5	0,3	.
Exportaciones ⁵⁾	11,2	6,3	.	3,6	2,4	3,5	3,0	.	0,0	0,5	1,6	0,9	.
Importaciones ⁵⁾	9,6	4,2	.	0,5	-1,1	-0,6	-0,7	.	-1,4	-0,3	0,6	0,3	.
Valor añadido bruto real	2,1	1,6	.	0,9	0,0	-0,3	-0,5	.	-0,3	0,0	-0,1	-0,1	.
del cual:													
Industria, excl. construcción	9,1	3,4	.	0,1	-1,1	-1,4	-1,7	.	-1,6	0,1	-0,1	-0,2	.
Construcción	-5,4	-0,8	.	0,7	-2,8	-2,6	-2,7	.	-0,1	-1,0	-0,9	-0,8	.
Servicios	1,2	1,3	.	1,1	0,6	0,2	0,0	.	0,1	0,0	0,0	0,0	.
Pro memoria													
Servicios de mercado ⁶⁾	1,2	1,5	.	1,1	0,5	0,0	-0,1	.	0,0	0,0	-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 2012 (que incluye el detalle del gasto) se llevó a cabo después de la fecha en que se cerró la recepción de datos para elaborar este Informe.

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 la cesiones de objetos valiosos.

5) Las importaciones y las exportaciones corresponden al comercio de bienes y servicios e incluyen también las que se realizan entre los países de la zona del euro. En la medida en que el comercio entre estos países no queda eliminado en estas cifras de importaciones y exportaciones de la contabilidad nacional, estos datos no son directamente comparables con las cifras de la balanza de pagos.

6) Incluye comercio y reparaciones, hostelería, transporte y comunicaciones, intermediación financiera, servicios inmobiliarios y de

En cuanto a la evolución en términos intertrimestrales, tras la reducción del 0,3% registrada en el último trimestre de 2011, debida a la intensificación de la crisis financiera y a la debilidad transitoria de la demanda externa, el PIB real de la zona del euro se estabilizó en el primer trimestre de 2012. En el segundo y tercer trimestres, el nivel del producto disminuyó un 0,2% y un 0,1%, respectivamente, al seguir contrayéndose la demanda interna y las existencias en un entorno caracterizado por una menor confianza y una incertidumbre elevada. La primera estimación de Eurostat correspondiente al cuarto trimestre sitúa la variación interanual del PIB en el -0,6%. Aún no se dispone del detalle por componentes para el cuarto trimestre, pero la información más reciente apunta a una contribución negativa de la demanda interna y a una caída de las exportaciones.

LA DEMANDA INTERNA SE CONTRAJÓ POR PRIMERA VEZ DESDE 2009

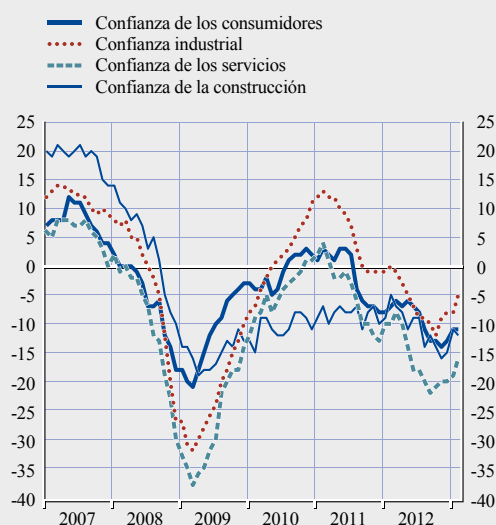
En 2012, el consumo privado fue menor que en 2011, año en que aumentó solo un 0,1%. El descenso observado en 2012 parece reflejar un crecimiento más bajo del gasto en consumo de bienes al por menor y un retroceso en las compras de automóviles. El consumo de servicios pareció incrementarse, aunque de forma marginal. La evolución del consumo estuvo en consonancia con la reducción de la renta real, causada por la elevada inflación y la caída del empleo. Al mismo tiempo, para mitigar el efecto de la reducción de la renta disponible sobre sus pautas de consumo, los hogares recurrieron a sus ahorros. Como resultado, en 2012 su tasa de ahorro cayó, hasta situarse en el nivel más bajo registrado en muchos años. El indicador de confianza de los consumidores, que proporciona una indicación razonablemente buena de las tendencias del consumo, mejoró levemente, aunque continuó siendo negativo durante el primer semestre de 2012, tras un período de descenso que se inició a mediados de 2011. No obstante, en el segundo semestre de 2012 la confianza cayó de forma acusada, hasta situarse en un nivel muy por debajo de su media de largo plazo (véase gráfico 24).

El crecimiento de la inversión total en capital fijo, que había pasado a ser positivo en 2011 tras haberse contraído durante tres años consecutivos, se tornó negativo de nuevo en 2012. Esta contracción fue generalizada tanto en la inversión en construcción como en la inversión, excluida la construcción. La evolución negativa observada durante 2012 se debió principalmente al elevado grado de incertidumbre y al deterioro del sentimiento económico, así como al endurecimiento de las condiciones de oferta del crédito bancario en algunos países y en el conjunto de la zona del euro. La reestructuración en curso de los balances y la adversa situación financiera también frenó la dinámica del crecimiento a lo largo del año. Los nuevos y considerables ajustes que se registraron en los mercados de la vivienda de algunos países ejercieron presiones a la baja sobre la inversión residencial.

En 2012, el crecimiento interanual del consumo público fue, con toda probabilidad, cercano a cero o marginalmente negativo, continuando, en líneas generales, el ligero descenso observado

Gráfico 24 Indicadores de confianza

(saldos netos; datos desestacionalizados)



Fuentes: Encuestas de opinión de la Comisión Europea.
Nota: Los datos se calculan como desviaciones respecto a la media durante el período desde enero de 1985 para los indicadores de confianza industrial, de los consumidores y de la construcción, y desde abril de 1995 para el indicador de confianza de los servicios.

en 2011. Ello es atribuible a los esfuerzos adicionales de consolidación fiscal realizados en varios países de la zona del euro, centrados, en particular, en contener la remuneración de los empleados públicos, que, en la zona del euro, representa casi la mitad del consumo público total. También se recortó el gasto en consumo intermedio, mientras que las transferencias sociales en especie siguieron aumentando prácticamente en línea con la tendencia de años anteriores.

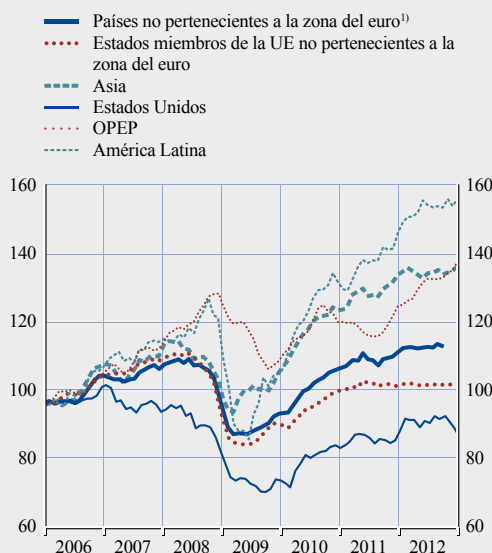
En un contexto de caída del producto, de deterioro de las perspectivas económicas y de endurecimiento significativo de las condiciones de financiación en algunos países, el crecimiento también se vio frenado por la desacumulación de existencias. Como resultado, las existencias presentaron una contribución negativa al crecimiento, cifrada en torno a -0,6 puntos porcentuales del PIB (sobre la base de datos correspondiente a los tres primeros trimestres del año), tras las aportaciones positivas de 0,2 puntos porcentuales y 0,6 puntos porcentuales registradas en 2011 y 2010, respectivamente.

LA DEMANDA EXTERIOR NETA SE MANTUVO DEBIDO PRINCIPALMENTE A LA DEBILIDAD DE LAS IMPORTACIONES

El comercio exterior fue el único componente cuya contribución al crecimiento del PIB real de la zona del euro en 2012 fue positiva en términos netos. Si bien las exportaciones registraron un crecimiento moderado, las importaciones experimentaron una contracción por primera vez desde 2009. Por consiguiente, la aportación de la demanda exterior neta al crecimiento del PIB real de la zona en 2012 fue una de las más elevadas en términos históricos. El descenso de las importaciones se debió, principalmente, a la debilidad de la actividad económica en la zona del euro, que se tradujo en una menor demanda de bienes de consumo importados, de bienes de inversión y de bienes intermedios. Al mismo tiempo, el crecimiento de las exportaciones se vio amortiguado por la caída de la demanda exterior, en un entorno de desaceleración económica mundial y, por tanto, se mantuvo muy por debajo de las tasas registradas en 2010 y 2011. Sin embargo, las mejoras observadas en la competitividad vía precios a raíz del proceso de reajuste de los desequilibrios en curso respaldaron el crecimiento de las exportaciones en algunos países de la zona del euro (véase recuadro 5). Atendiendo a la desagregación geográfica de las exportaciones de bienes de la zona del euro, se aprecia que las exportaciones a Estados Unidos siguieron siendo bastante elevadas, a pesar de una cierta desaceleración (véase gráfico 25). En cambio, el comercio entre países de la zona se redujo de forma acusada, al igual que las exportaciones a Estados miembros de la UE no pertenecientes a la zona del euro y a Asia.

Gráfico 25 Exportaciones reales de la zona del euro a algunos socios comerciales

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



Fuente: BCE.

Nota: La última observación corresponde a diciembre de 2012, salvo en el caso de los países no pertenecientes a la zona del euro y de los Estados miembros de la UE que no pertenecen a la zona, en cuyo caso la última observación corresponde a noviembre de 2012.

1) Las exportaciones a países no pertenecientes a la zona euro se refiere a la evolución de las exportaciones agregadas del conjunto del área del euro a países del resto del mundo.

Recuadro 5

EL PROCESO DE AJUSTE DE LOS DESEQUILIBRIOS EN LA ZONA DEL EURO¹

Antes de la reciente crisis, algunos países de la zona del euro experimentaron un crecimiento de los salarios y unas tasas de inflación que se situaban persistentemente por encima de la media de la zona, lo que, sumado a las favorables condiciones de financiación, contribuyó a una pérdida de competitividad y a la acumulación de desequilibrios macroeconómicos externos e internos. En este recuadro se analiza el proceso de ajuste de los desequilibrios entre los países de la zona, que comenzó al inicio de la crisis.

La acumulación de desequilibrios macroeconómicos antes de 2008

Los bajos costes reales de financiación y las expectativas demasiado optimistas de los hogares, las empresas y el sector público sobre la evolución económica futura fueron algunos de los factores clave que contribuyeron a la aparición de los desequilibrios. Concretamente, provocaron un significativo deterioro acumulado de la competitividad, situándose el crecimiento de los salarios persistentemente por encima del avance de la productividad, y las tasas de inflación, por encima de la media de la zona del euro². En varios países se observó una expansión insostenible de la demanda interna financiada con crédito, así como burbujas inmobiliarias. Debido al deterioro de la competitividad y al fuerte crecimiento de las importaciones en un contexto de solidez de la demanda interna, los déficits por cuenta corriente aumentaron sustancialmente en algunos países de la zona del euro. Habida cuenta de que la intensa demanda fue consecuencia, principalmente, de la evolución del consumo público y privado y de la inversión en el sector no comerciable (en particular, en el sector de la construcción, que generó una burbuja inmobiliaria en algunos países), no se produjo un incremento correspondiente en la capacidad para hacer frente a la creciente carga de la deuda externa. En cuanto a las finanzas públicas, el acusado crecimiento de los ingresos, impulsado por la fortaleza de la demanda interna, acabó propiciando aumentos estructurales del gasto público, incluso en los países en los que tanto el déficit presupuestario como la deuda pública ya eran relativamente elevados. La posterior debilidad de la demanda interna asociada a la crisis puso manifiesto las significativas vulnerabilidades fiscales resultantes, observándose un pronunciado incremento de los niveles de deuda y déficit públicos.

El proceso de ajuste de los desequilibrios desde el inicio de la crisis

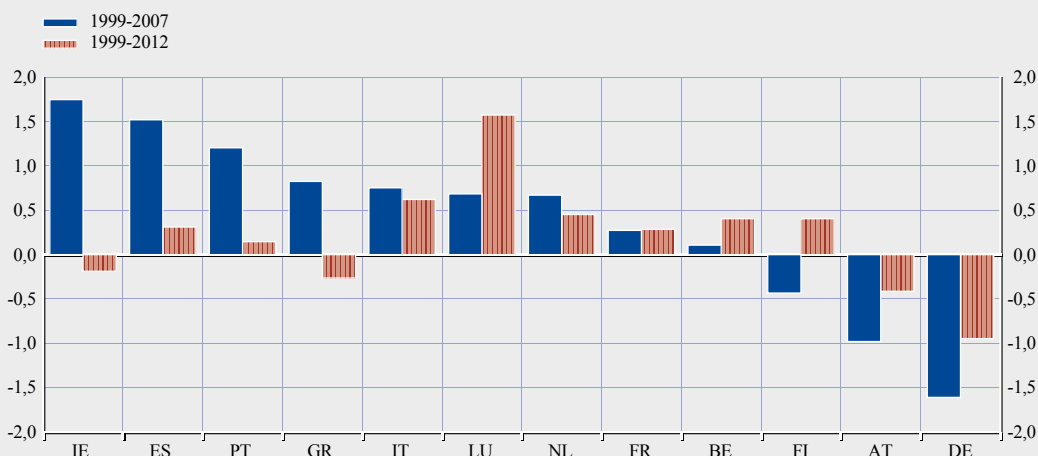
El proceso de corrección de los desequilibrios, que comenzó en 2008, es resultado del ajuste de las posiciones competitivas relativas y de los desequilibrios macroeconómicos internos y

1 En este recuadro se examina el proceso de ajuste de los desequilibrios en los doce Estados miembros de la UE que se habían incorporado a la zona del euro antes de 2011, es decir, Bélgica, Alemania, Irlanda, Grecia, España, Francia, Italia, Luxemburgo, Países Bajos, Austria, Portugal y Finlandia. Quedan excluidos los países que se incorporaron a la zona del euro posteriormente, dado que las cuestiones de convergencia nominal y real desempeñan un papel más importante en la explicación de los diferenciales de inflación en esos países.

2 En los primeros años de la UEM, los sustanciales aumentos de los costes y precios relativos pudieron atribuirse, en parte, al proceso normal de convergencia real y nominal. No obstante, los trabajos empíricos no han podido encontrar evidencia inequívoca del papel desempeñado por los efectos de convergencia (en forma de efectos Balassa-Samuelson) después del inicio de la tercera fase de la UEM. Los estudios realizados anteriormente sobre los efectos Balassa-Samuelson en la zona del euro (por ejemplo, B. Hofmann y H. Remsperger, «Inflation Differentials among the Euro Area Countries: Potential Causes and Consequences», artículo presentado en 2005 en la reunión anual de la Allied Social Science Associations, y M. Katsimi, «Inflation Divergence in the Euro Area: the Balassa-Samuelson effect», *Applied Economics Letters*, vol. 11, n.º 5, pp. 329-332) no encontraron ninguna contribución significativa de la convergencia de precios entre países a las tasas de inflación nacionales en la tercera fase de la UEM. En M. Wagner, «The Balassa-Samuelson-Effect in East and West. Differences and Similarities», *Economics Series*, n.º. 180, Institute for Advanced Studies, Viena, se presentaron algunos de los efectos Balassa-Samuelson en un grupo de países de la zona del euro entre 1992 y 2001.

Gráfico A Variación media interanual de los costes laborales unitarios en relación con la media de la zona del euro en los periodos 1999-2007 y 1999-2012

(puntos porcentuales)



Fuentes: Comisión Europea y cálculos del BCE.

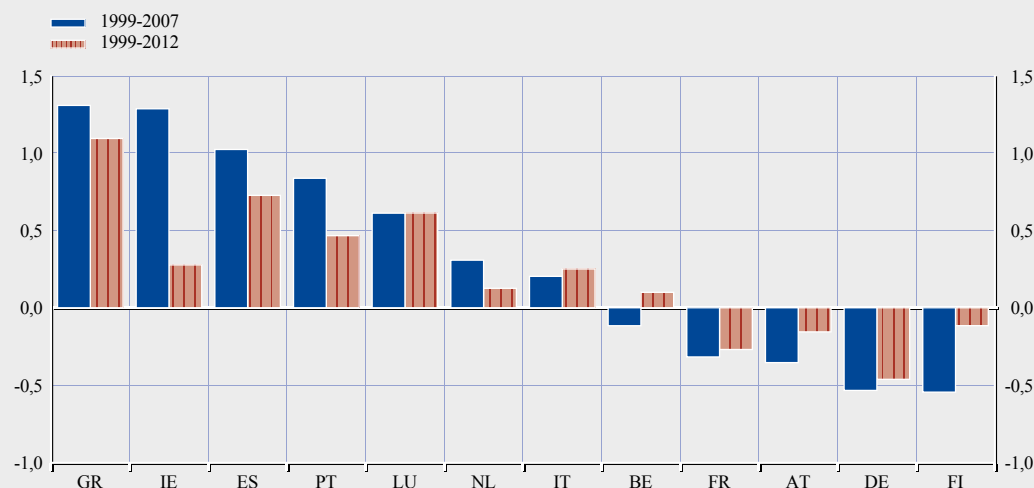
Notas: Los datos se refieren a los doce Estados miembros que se habían incorporado a la zona del euro antes de 2001. Los países se presentan en orden descendente para el periodo 1999-2007. Los datos para Grecia solo abarcan el periodo 2001-2007 y 2001-2012.

externos. Desde 2008, el crecimiento medio de los costes laborales unitarios se ha reducido en la mayoría de los países de la zona del euro que necesitaban realizar ajustes, lo que ha contribuido a restablecer la competitividad (véase gráfico A). La destrucción de empleo a gran escala dio lugar a una mejora de la competitividad en términos de costes debido al aumento de la productividad. Al mismo tiempo, aunque los ajustes salariales fueron inicialmente bastante limitados, últimamente han pasado a ser de mayor calado y en algunos casos han estado determinados por los recortes salariales en el sector público aplicados en el contexto de los esfuerzos de consolidación fiscal. Las reformas estructurales puestas en marcha para abordar las arraigadas rigideces estructurales existentes en algunos países han comenzado a cobrar impulso, incluso en los países acogidos a un programa de ajuste de la UE y el FMI. En concreto, puede que las reformas destinadas a aumentar la flexibilidad laboral hayan empezado a contribuir a la mejora de la competitividad relativa.

Para que mejore la competitividad vía precios, las reducciones de los costes laborales relativos se han de traducir en un ajuste correspondiente de los precios relativos. Sin embargo, los precios relativos no se ajustaron en línea con las mejoras observadas en los costes laborales relativos (véase gráfico B), lo que puede atribuirse, en parte, a los esfuerzos de consolidación fiscal de los países, que supusieron un aumento de los impuestos indirectos y de los precios administrados y que, por tanto, ejercieron presiones al alza sobre los precios. Además, el limitado ajuste de los precios también pudo reflejar un incremento simultáneo de los márgenes, que podría haber sido causado por distintos factores. Este incremento podría deberse a la recuperación cíclica habitual de los márgenes, tras la caída inicial experimentada en los años anteriores en un entorno de mantenimiento de la dinámica salarial. Asimismo, el hecho de que el margen agregado fuera más elevado podría ser consecuencia, en parte, de efectos de composición, por ejemplo, al cerrar empresas que no eran rentables. Sin embargo, los márgenes crecientes también podrían reflejar la falta de competencia en determinados sectores de la economía, que permitiría a las empresas aplicar márgenes elevados, al no verse obligadas por la competencia a trasladar las mejoras registradas en los costes laborales a los precios finales. En este contexto, dado que las reformas en los mercados de productos han sido generalmente limitadas hasta la fecha, los esfuerzos

Gráfico B Diferenciales medios de inflación interanual medida por el IAPC en relación con la media de la zona del euro en los períodos 1999-2007 y 1999-2012

(puntos porcentuales)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

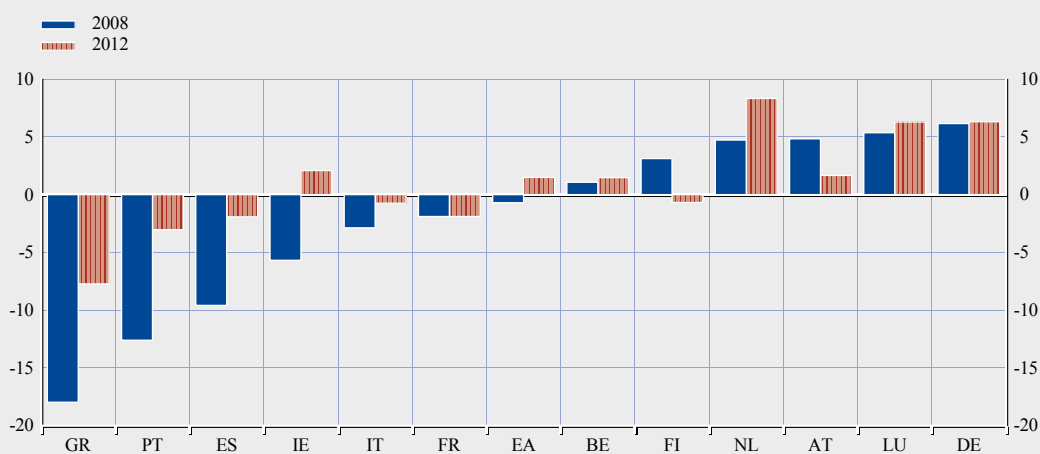
Notas: Los datos se refieren a los doce Estados miembros que se habían incorporado a la zona del euro antes de 2001. Los países se presentan en orden descendente para el período 1999-2007. Los datos para Grecia solo abarcan el período 2001-2007 y 2001-2012.

para fortalecer la competencia son esenciales para lograr que los precios puedan ajustarse en consonancia con los costes laborales.

La reducción de la demanda interna desde 2008 y, a su vez, el crecimiento sustancialmente más bajo de las importaciones no energéticas han sido los principales determinantes de la mejora del saldo de la balanza por cuenta corriente observada en los países de la zona del euro que registraron déficits por cuenta corriente antes de la crisis (véase gráfico C). Parte de la mejora

Gráfico C Saldo por cuenta corriente

(en porcentaje del PIB)



Fuentes: Comisión Europea y cálculos del BCE.

Notas: Los datos se refieren a los doce Estados miembros que se habían incorporado a la zona del euro antes de 2001. Los países se presentan en orden ascendente, según el saldo de la balanza por cuenta corriente en 2008.

actual de los saldos externos podría cambiar de sentido a medida que se recupere la actividad económica en esos países. No obstante, no es de esperar que la demanda retorne a los excesivos niveles alcanzados antes de la crisis, y la producción potencial de las economías afectadas ha disminuido como resultado de la crisis. Además, en algunos países el saldo por cuenta corriente debería reflejar cada vez más mejoras en la competitividad en términos de costes y de precios relativos y, en determinados casos, un aumento del número de empresas exportadoras. La creciente sustitución de las importaciones (es decir, la sustitución de las importaciones por producción nacional) y la mejora en la cuota del mercado de exportaciones deberían respaldar el ajuste externo³. A pesar de la mejora del saldo de la balanza por cuenta corriente, sigue existiendo un importante problema en términos de *stock*, ya que los persistentes déficits registrados en la pasada década han dado lugar a la acumulación de pasivos netos frente a otros países. La posición de inversión internacional neta ha seguido deteriorándose en los últimos años en la mayoría de los países que contabilizaron déficits por cuenta corriente antes de la crisis, pese a que se han reducido notablemente. Los países tendrán que registrar superávits por cuenta corriente durante algún tiempo, para lograr una reducción del endeudamiento externo y recuperar la confianza de los inversores.

Siguen siendo necesarios esfuerzos adicionales para continuar el proceso de ajuste de los desequilibrios

A pesar del ajuste observado hasta el momento, parece necesario llevar a cabo un ajuste adicional para restablecer la competitividad y corregir los desequilibrios que aún subsisten, como indican los diferenciales de costes restantes y los persistentes déficits por cuenta corriente (véanse gráficos A y C). Para continuar este proceso, los países deberán adoptar nuevas y ambiciosas medidas, con el fin de aumentar la competitividad vía precios y vía no precios. El conjunto de medidas que se han de tomar, y su urgencia, varía de un país a otro. Resulta especialmente perentorio lograr una verdadera y significativa reducción de los costes laborales unitarios y de los márgenes (donde la falta de competencia es evidente) en los países en los que existe el riesgo de que las elevadas tasas de paro se conviertan en tasas estructurales y en los que la competencia es débil.

Hay una serie de áreas que son especialmente importantes para apoyar la continuidad del proceso de ajuste de los desequilibrios. Estas áreas están relacionadas con reformas para aumentar la flexibilidad de los mercados de trabajo y la competencia en los mercados de productos, a fin de facilitar los ajustes necesarios de la competitividad en términos de precios. Por lo que se refiere a los mercados de trabajo, en varios países de la zona del euro debe reforzarse la flexibilidad en el proceso de fijación de salarios, relajando, por ejemplo, la legislación de protección del empleo, aboliendo los sistemas de indiciación salarial, reduciendo los salarios mínimos y permitiendo la negociación salarial a nivel de empresa. Además, un incremento permanente de la productividad facilita el ajuste de la competitividad, ya que reduce los costes laborales unitarios y aumenta el producto potencial. No obstante, el incremento de la productividad (mediante la innovación de procesos y de productos, la cualificación de la población activa o factores relacionados con el entorno empresarial) exige habitualmente reformas estructurales cuyos efectos pueden tardar un tiempo considerable en ponerse de manifiesto (como la liberalización de las profesiones cerradas y de la inmigración de la mano de obra, la reorientación del gasto hacia la educación y la I+D, y la reforma de estructuras clave, como los sistemas judiciales y los marcos regulatorios para crear un

3 Sin embargo, en el medio plazo, la sustitución de las importaciones puede tener efectos potencialmente negativos sobre la productividad y, por tanto, sobre el crecimiento de las exportaciones, debido al uso limitado de *input* mejores, más diversos y más baratos.

entorno empresarial más favorable). Por otra parte, los márgenes elevados siguen prevaleciendo especialmente en los sectores más orientados a la economía interna (particularmente la rama de servicios). Así pues, las medidas encaminadas a la adopción de reformas estructurales pueden abordar esta situación eliminando obstáculos a la competencia (internacional), sobre todo en las profesiones protegidas, por ejemplo, reduciendo las barreras a la entrada de nuevas empresas y, en general, acabando con el exceso de burocracia. Esto ayudará, a su vez, a reducir las rigideces a la baja que siguen observándose en los precios y permitirá a los países cosechar los beneficios derivados del ajuste.

Con respecto a las políticas fiscales, quedan por abordar cuestiones relacionadas con los desequilibrios del sector público y la sostenibilidad fiscal. Es prioritario restablecer la sostenibilidad de las finanzas públicas logrando que la ratio de deuda retorne a una senda descendente. A tal fin, y para recuperar la confianza de los mercados financieros y reducir la carga de la deuda, es fundamental establecer planes de consolidación a medio plazo precisos y creíbles.

El reajuste de la competitividad en términos de precios y de costes en los países de la zona del euro supone que, durante una fase de transición, el crecimiento de los precios y de los salarios en los países en los que se han observado anteriormente excesos a este respecto han de ser significativamente más bajos que la media de la zona del euro. Al mismo tiempo, es probable que varias economías de la zona que vieron aumentar su competitividad antes de la crisis crezcan con más rapidez y experimenten temporalmente unas subidas de precios y salarios superiores a la media de la zona del euro. Sin embargo, en los países más competitivos se han de evitar –también durante la fase de transición– incrementos salariales excesivos y un fuerte avance de los precios, ya que perjudicarían el crecimiento real y darían lugar a un aumento del paro.

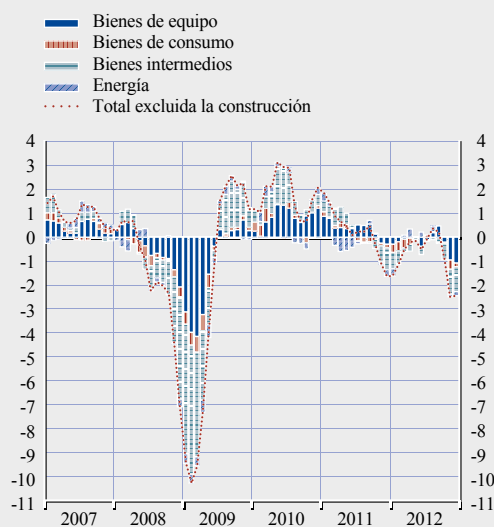
LA DESACELERACIÓN ECONÓMICA FUE GENERALIZADA EN TODOS LOS SECTORES

Desde una perspectiva sectorial, en 2012 la desaceleración económica fue generalizada. La tasa interanual del valor añadido de la industria (excluida la construcción) se redujo, cayendo un 1,4%, en promedio, en los tres primeros trimestres del año, en comparación con el aumento del 3,4% registrado en 2011. La dinámica de crecimiento se debilitó a lo largo del año, en consonancia con la desaceleración del crecimiento del PIB. Esta tendencia fue confirmada por la evolución de la producción industrial (excluida la construcción), que en diciembre de 2012 se situó un 2,3% por debajo del nivel observado un año antes. Entre los componentes de la producción industrial (excluida la construcción), los bienes intermedios fueron los que registraron el descenso más significativo en 2012 (véase gráfico 26).

La actividad en la construcción se contrajo aún más en 2012, continuando un período

Gráfico 26 Crecimiento de la producción industrial y contribuciones

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



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.

prolongado de debilidad. Tras un descenso del 0,8% en 2011, el valor añadido de la construcción disminuyó, en promedio, durante los tres primeros trimestres de 2012, un 2,7% interanual (en términos no desestacionalizados). El valor añadido de los servicios registró en el mismo período un modesto crecimiento del 0,2% en media anual, más débil que en 2011, año en que se incrementó un 1,3%.

LOS MERCADOS DE TRABAJO SIGUIERON DETERIORÁNDOSE

El empleo, que había empezado a disminuir en el segundo semestre de 2011, siguió cayendo durante 2012 (véase gráfico 27), y, por tanto, en el tercer trimestre del año el empleo en la zona del euro se situó aproximadamente un 0,7% por debajo del nivel observado un año antes. Los indicadores de opinión apuntan a nuevas pérdidas de empleo en el cuarto trimestre de 2012. Es probable que en 2012 en su conjunto el empleo haya caído en torno a un 0,7%, frente al aumento del 0,3% de 2011. Desde una perspectiva sectorial, este descenso en el número de empleos afectó de manera similar a los principales sectores. En 2012, el total de horas trabajadas experimentó un descenso más pronunciado que el empleo medido en número de personas. En vista del nuevo debilitamiento del crecimiento, muchas empresas optaron por reducir su fuerza laboral acortando las horas de trabajo en lugar del número de empleados para evitar los costes de ajuste asociados al despido de trabajadores.

Como la evolución en los mercados trabajo suele ir a la zaga de la evolución cíclica general, el crecimiento del empleo se redujo menos que el del producto, lo que supone que el crecimiento interanual de la productividad por persona ocupada pasó del 0,7% en el último trimestre de 2011 al 0,1% en el tercer trimestre de 2012. La tasa de crecimiento media interanual de los tres primeros trimestres del año fue del 0,3%, en comparación con el aumento del 1,2% del año anterior. Este descenso en el crecimiento de la productividad fue generalizado en todos los sectores, aunque el retroceso más acusado se observó en la industria, excluida la construcción. Como la reducción de las horas trabajadas fue más pronunciada que la del empleo, el crecimiento interanual de la productividad total medida por las horas trabajadas se situó ligeramente por encima del 1%, en promedio, durante los tres primeros trimestres de 2012, es decir, solo marginalmente por debajo que en 2011.

Tras tocar fondo en el primer semestre de 2011, la tasa de desempleo siguió aumentando en 2012, alcanzando niveles no observados desde el inicio de la serie de la zona del euro en 1995 (véase gráfico 27). En diciembre de 2012, la tasa de paro se situó en el 11,8% un aumento de casi 2 puntos porcentuales desde el mínimo registrado en abril de 2011. No obstante, la variación interanual de la tasa de desempleo empezó a reducirse desde mediados de 2012. En 2012 en su conjunto, la tasa de paro se situó, en promedio, en el 11,4%, frente al 10,2% de 2011.

Gráfico 27 Evolución del mercado de trabajo

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



Fuente: Eurostat.

2.5 EVOLUCIÓN DE LAS FINANZAS PÚBLICAS

Se prevé que el déficit de las Administraciones Públicas de la zona del euro haya experimentado una reducción significativa por segundo año consecutivo en 2012, como reflejo de los considerables esfuerzos de consolidación realizados en la mayoría de los países. La crisis de los últimos años confirma que un requisito indispensable para la estabilidad macroeconómica y financiera general, así como para el buen funcionamiento de la Unión Monetaria, es asegurar la solidez de las finanzas públicas o diseñar estrategias de consolidación creíbles para restablecer la sostenibilidad de la deuda cuando esta se vea amenazada. Los países de la zona del euro, incluso los más afectados, han respondido con firmeza a la actual crisis de la deuda soberana y a los negativos efectos de contagio aplicando medidas de consolidación fiscal y reformas estructurales y fortaleciendo sus marcos presupuestarios nacionales. El marco de gobernanza presupuestaria de la UE ha quedado aún más reforzado con la adopción del pacto fiscal (véase la sección 1 del capítulo 4).

CONSOLIDACIÓN FISCAL EN 2012

Pese a las dificultades económicas, según las previsiones de invierno de 2013 de la Comisión Europea, el déficit agregado de las Administraciones Públicas de la zona del euro cayó hasta el 3,5% del PIB en 2012, frente al 4,2% de 2011 (véase cuadro 4). La reducción del déficit presupuestario estuvo impulsada por el aumento de los ingresos públicos en porcentaje del PIB resultante de las subidas de los impuestos sobre la renta y sobre el patrimonio y, en menor medida, de los impuestos indirectos, mientras que la ratio de gasto se elevó ligeramente. En 2012, los ingresos totales se incrementaron hasta el 46,3% del PIB, desde el 45,4% del PIB registrado en 2011, mientras que el gasto público total en relación con el PIB pasó del 49,5% en 2011 al 49,8% en 2012.

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

(en porcentaje del PIB)

	Superávit (+)/déficit (-) de las AAPP				Deuda bruta de las AAPP			
	Previsiones de la Comisión Europea			Programa de estabilidad	Previsiones de la Comisión Europea			Programa de estabilidad
	2010	2011	2012		2010	2011	2012	
Bélgica	-3,8	-3,7	-3,0	-2,8	95,5	97,8	99,8	99,4
Alemania	-4,1	-0,8	0,1	-1,0	82,5	80,5	81,6	82,0
Estonia	0,2	1,1	-0,5	-2,6	6,7	6,1	10,5	8,8
Irlanda	-30,9	-13,4	-7,7	-8,3	92,2	106,4	117,2	117,5
Grecia ¹⁾	-10,7	-9,4	-6,6	-6,6	148,3	170,6	161,6	-
España ¹⁾	-9,7	-9,4	-10,2	-6,3	61,5	69,3	88,4	-
Francia	-7,1	-5,2	-4,6	-4,4	82,3	86,0	90,3	89,0
Italia	-4,5	-3,9	-2,9	-1,7	119,2	120,7	127,1	123,4
Chipre	-5,3	-6,3	-5,5	-2,6	61,3	71,1	86,5	-
Luxemburgo	-0,8	-0,3	-1,5	-1,5	19,2	18,3	20,5	20,9
Malta	-3,6	-2,7	-2,6	-2,2	67,4	70,4	73,1	70,3
Países Bajos	-5,1	-4,5	-4,1	-4,2	63,1	65,5	70,8	70,2
Austria	-4,5	-2,5	-3,0	-3,0	72,0	72,4	74,3	74,7
Portugal ¹⁾	-9,8	-4,4	-5,0	-5,0	93,5	108,0	120,6	-
Eslovenia	-5,7	-6,4	-4,4	-3,5	38,6	46,9	53,7	51,9
Eslovaquia	-7,7	-4,9	-4,8	-4,6	41,0	43,3	52,4	50,2
Finlandia	-2,5	-0,8	-1,7	-1,1	48,6	49,0	53,4	50,7
Zona del euro	-6,2	-4,2	-3,5	-3,2	85,6	88,1	93,1	-

Fuentes: Previsiones económicas de invierno de 2013 de la Comisión Europea, programas de estabilidad actualizados en abril de 2012 y cálculos del BCE.

Notas: Los datos se basan en las definiciones del SEC 95.

1) En el caso de Grecia, España y Portugal, las cifras no se refieren a los objetivos de los programas de estabilidad, sino a la revisión del segundo programa de ajuste (para Grecia) y a los objetivos revisados en el marco del procedimiento de déficit excesivo (para España y Portugal).

Según las previsiones de invierno de 2013 de la Comisión Europea, la ratio media de deuda bruta de las Administraciones Públicas de la zona del euro en relación con el PIB experimentó un nuevo incremento, desde el 88,1% de 2011 hasta el 93,1% de 2012, como consecuencia de un importante efecto «bola de nieve» del 2,5% del PIB (que recoge el impacto del gasto por intereses, del crecimiento del PIB real y de la inflación sobre la ratio de deuda) y de un ajuste déficit-deuda del 2,2% del PIB, mientras que el saldo presupuestario primario, que fue del -0,4% del PIB, contribuyó a que la ratio de deuda solo se deteriorara ligeramente. A finales de 2012, esta ratio se situaba por encima del valor de referencia del 60% del PIB en doce de los diecisiete países de la zona del euro.

Como puede apreciarse en el cuadro 4, las previsiones de invierno de 2013 de la Comisión Europea mostraron, para la mayoría de los países, unas cifras de deuda y de déficit para 2012 más elevadas que las estimaciones presentadas en los programas de estabilidad de abril de 2012, que los objetivos de déficit revisados (España y Portugal) o que la revisión del segundo programa de ajuste (Grecia). En algunos países, los déficits registrados fueron considerablemente mayores de lo esperado, como ocurrió, concretamente, en España, Italia, Chipre y Eslovenia. Se prevé que los objetivos no se hayan cumplido por un margen menor en Bélgica, Francia, Malta, Eslovaquia y Finlandia. Por lo que respecta a los países acogidos a un programa de asistencia financiera de la UE y el FMI, los déficits públicos de Irlanda y Grecia mejoraron sensiblemente en comparación con 2011 mientras que, en Portugal, el déficit empeoró ligeramente, debido, en parte, a la desaparición de los efectos de una operación de carácter transitorio que tuvo lugar el año anterior. El breve análisis de la evolución presupuestaria reciente que figura a continuación se limita a los países acogidos a un programa de asistencia financiera de la UE y el FMI.

EVOLUCIÓN EN LOS PAÍSES ACOGIDOS A UN PROGRAMA DE LA UE Y EL FMI

GRECIA

En Grecia se ha logrado una notable consolidación fiscal desde el comienzo del primer programa de ajuste económico en mayo de 2010. No obstante, aún queda mucho por hacer para que la deuda pública vuelva a una senda firme y sostenible.

En vista del deterioro de las perspectivas de sostenibilidad de la deuda pública hubo que modificar el diseño del programa original y, en marzo de 2012, las autoridades se comprometieron a introducir un segundo programa de ajuste que contemplaba la contribución del sector privado a través de un canje voluntario de bonos que hizo que la carga de la deuda de Grecia se redujera considerablemente. No obstante, más avanzado el año, la aplicación de políticas económicas en numerosos ámbitos sufrió retrasos considerables y la situación macroeconómica empeoró notablemente, como consecuencia de la elevada incertidumbre política existente en el contexto de dos procesos electorales. Se plantearon serias dudas acerca de la capacidad y la disposición del Gobierno griego para llevar a cabo las reformas fiscales y estructurales necesarias para restablecer la sostenibilidad de la deuda y la competitividad. Tras el segundo proceso electoral, en junio de 2012, el nuevo Gobierno se comprometió a reencauzar el programa.

La senda de consolidación fiscal establecida en el marco del segundo programa fue revisada en diciembre de 2012 para tener en cuenta una situación macroeconómica peor de lo esperado. En consecuencia, el objetivo de saldo primario de 2012 se modificó y pasó del -1% del PIB al -1,5% del PIB, y el de alcanzar un superávit primario del 4,5% del PIB en 2014 se pospuso hasta 2016. El plazo para corregir el déficit excesivo también se amplió de 2014 a 2016. Para cerrar la brecha de consolidación, que se estimó en torno a 13,5 mm de euros (el 7,3% del PIB) para el período 2013-2014, las autoridades definieron,

como parte de la estrategia fiscal a medio plazo, un paquete de medidas de saneamiento basadas fundamentalmente en el gasto.

En cuanto a la ratio de deuda en relación con el PIB, se consideró que no era posible alcanzar el objetivo, fijado al aprobarse el segundo programa, de que esta ratio se sitúe en el 120% en 2020. Para reducir la deuda y facilitar la financiación del programa, los días 26 y 27 de noviembre de 2012, el Eurogrupo acordó una serie de medidas de reducción de la deuda, entre ellas la posibilidad de efectuar recompras de deuda. Teniendo en cuenta el impacto de estas medidas, incluida la conclusión del programa de recompra de deuda en diciembre de 2012, y suponiendo una aplicación rigurosa del programa, se espera que la ratio de deuda se sitúe en el 124% del PIB en 2020 y que caiga hasta un nivel sustancialmente inferior al 110% del PIB para 2022.

IRLANDA

En Irlanda, donde se han cumplido todos los objetivos de déficit anteriores, el programa de ajuste de la UE y el FMI continuó aplicándose satisfactoriamente en 2012. Se espera que el déficit de las Administraciones Públicas se sitúe por debajo tanto del objetivo del programa de estabilidad como del establecido en el programa de ajuste.

En noviembre de 2012 se publicó un comunicado sobre la estrategia fiscal a medio plazo actualizada para 2013-2015, en el que el Gobierno se comprometía a continuar con el proceso de consolidación fiscal una vez finalizado el programa, con el fin de respetar el plazo para corregir el déficit excesivo, fijado en 2015. El comunicado prevé que la composición del ajuste no se modifique y que un tercio de las medidas de corrección se centre en los ingresos, y el resto en el gasto. Las medidas relativas a los ingresos incluyen la introducción de un impuesto sobre bienes inmuebles basado en el valor de mercado y una ampliación de la base del impuesto sobre la renta y de las cotizaciones sociales. También se logrará un ahorro considerable en el gasto en prestaciones sociales, en los salarios del sector público y en pensiones.

De cara al futuro, el Gobierno irlandés sigue comprometido a continuar con la senda de reformas acordada en el programa de ajuste y está dispuesto a introducir medidas adicionales si es necesario. Las revisiones de la composición de las medidas de ajuste estructural deberían reducirse al mínimo para limitar la incertidumbre. El cumplimiento continuado de los objetivos fiscales enviaría una importante señal a los mercados y aumentaría las posibilidades de recuperar el pleno acceso a la financiación en los mercados en 2013, tras el éxito obtenido inicialmente en el verano de 2012.

PORTUGAL

En Portugal, el programa de ajuste se mantuvo básicamente en la senda adecuada en 2012. Aunque el gasto (excepto las prestaciones por desempleo) evolucionó mejor de lo presupuestado, los ingresos fueron inferiores a lo previsto en los planes presupuestarios iniciales, principalmente como consecuencia de una situación macroeconómica peor de lo esperado.

La senda de consolidación fiscal establecida en el marco del programa se adaptó con el fin de tener en cuenta el reajuste interno de la economía, y al mismo tiempo garantizar la reducción de la deuda pública en relación con el PIB a medio plazo. El objetivo de déficit para 2012 se revisó al alza, del 4,5% al 5% del PIB.

Serán necesarios sustanciales esfuerzos de consolidación adicionales para que la situación de las finanzas públicas continúe mejorando. Para 2013 se han incorporado a los presupuestos medidas de saneamiento que ascienden al 3% del PIB. El grueso del ajuste se basará en los ingresos, con un

aumento significativo de los tipos del impuesto sobre la renta. En cuanto al gasto, las nuevas medidas han quedado casi completamente neutralizadas por la restitución de pagos anuales adicionales de salarios y pensiones a los pensionistas y a los empleados públicos, como consecuencia de una decisión del Tribunal Constitucional.

De cara al futuro será fundamental seguir respetando el compromiso político de aplicar el programa y de alcanzar los objetivos fiscales acordados para mantener el impulso de las reformas y recuperar el acceso a los mercados financieros en 2013, como está previsto.

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, así como el saldo estructural) confirman el notable esfuerzo de consolidación fiscal realizado en la zona del euro su conjunto en 2012. 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 respectivamente 1,2 y 1,3 puntos porcentuales del PIB. El saldo estructural de la zona (que excluye las medidas extraordinarias y temporales) aumentó 1,4 puntos porcentuales del PIB. Estas cifras deben interpretarse con cautela porque las estimaciones en tiempo real del impacto cíclico en los saldos presupuestarios se caracterizan por un cierto grado de incertidumbre, especialmente en economías que están llevando a cabo importantes procesos de reajuste de los desequilibrios.

PROCEDIMIENTOS DE DÉFICIT EXCESIVO

Según las previsiones económicas de invierno de 2013 de la Comisión Europea, todos los países de la zona del euro, excepto Alemania, Estonia, Italia, Luxemburgo, Malta y Finlandia, registraron déficits superiores o iguales al valor de referencia del 3% del PIB en 2012. A finales de año, doce

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

(puntos porcentuales del PIB)

	Variación del saldo presupuestario ajustado de ciclo			Variación del saldo primario ajustado de ciclo			Variación del saldo estructural		
	2010	2011	2012	2010	2011	2012	2010	2011	2012
Bélgica	1,2	-0,4	1,3	0,9	-0,4	1,4	0,5	-0,2	0,7
Alemania	-2,8	2,4	1,4	-2,9	2,4	1,3	-1,5	1,3	1,4
Estonia	1,1	-0,9	-1,8	1,1	-0,9	-1,8	-0,1	0,5	0,8
Irlanda	-16,8	16,7	5,0	-15,6	16,9	5,5	0,7	1,4	0,3
Grecia	6,7	3,4	4,2	7,3	4,7	2,2	6,7	3,3	4,2
España	1,8	-0,1	-0,5	1,9	0,4	0,0	1,1	0,1	1,5
Francia	0,1	1,6	1,2	0,1	1,8	1,1	0,3	1,3	1,2
Italia	0,0	0,4	1,7	-0,1	0,8	2,3	0,4	0,0	2,3
Chipre	0,8	-1,0	1,5	0,5	-0,8	2,8	0,8	-0,7	0,5
Luxemburgo	-1,1	0,3	-0,9	-1,1	0,4	-0,8	-1,1	0,2	-0,8
Malta	-0,1	0,8	0,3	-0,2	0,9	0,4	-0,5	1,2	0,0
Países Bajos	0,0	0,5	1,1	-0,2	0,5	1,1	0,1	0,4	1,1
Austria	-1,0	1,2	-0,3	-1,1	1,1	-0,2	-0,6	1,0	-0,1
Portugal	-0,5	5,9	0,2	-0,5	7,0	0,4	-0,1	2,2	2,2
Eslovenia	-0,2	-1,1	2,4	0,0	-0,9	2,9	-0,3	-0,1	1,4
Eslovaquia	-0,4	2,5	0,3	-0,5	2,8	0,4	0,0	2,0	0,5
Finlandia	-1,4	0,7	-0,5	-1,5	0,7	-0,5	-1,4	0,7	-0,6
Zona del euro	-0,6	1,6	1,2	-0,6	1,8	1,3	0,1	0,9	1,4

Fuente: Previsiones económicas de invierno de 2013 de la Comisión Europea.

Notas: Las cifras positivas corresponden a mejoras presupuestarias y las negativas, a deterioros fiscales. Las variaciones del saldo ajustado de ciclo y del saldo primario ajustado de ciclo incluyen medidas extraordinarias y temporales, incluidas las medidas de apoyo al sector financiero.

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

(en porcentaje del PIB)

	Saldo presupuestario en 2012	Inicio	Plazo límite	Ajuste estructural anual medio recomendado
Bélgica	-3,0	2010	2012	0,75
Irlanda	-7,7	2010	2015	2
Grecia	-6,6	2010	2016	-
España	-10,2	2010	2014	2,5
Francia	-4,6	2010	2013	1
Italia	-2,9	2010	2012	0,5
Chipre	-5,5	2010	2012	1,5
Países Bajos	-4,1	2011	2013	0,75
Austria	-3,0	2011	2013	0,75
Portugal	-5,0	2010	2014	1,75
Eslovenia	-4,4	2010	2013	0,75
Eslovaquia	-4,8	2010	2013	1

Fuente: Previsiones económicas de invierno de 2013 de la Comisión Europea.

países de la zona del euro estaban sujetos a un procedimiento de déficit excesivo, con unos plazos para reducir sus ratios de déficit hasta situarlas por debajo del citado valor de referencia que abarcan desde el año 2012 en el caso de Bélgica, Italia y Chipre, hasta 2016 en el de Grecia (véase cuadro 6). El Consejo de la UE anuló el procedimiento de déficit excesivo de Alemania y Malta en junio y diciembre de 2012, respectivamente, ya que los datos definitivos indicaron que los déficits no habían superado el valor de referencia del 3% del PIB en 2011 y, de acuerdo con las previsiones de la Comisión, los déficits de ambos países serían inferiores al citado valor de referencia en 2012.

EXPECTATIVAS DE CONSOLIDACIÓN FISCAL ADICIONAL EN 2013

Se prevé que la situación de las finanzas públicas de la zona del euro siga mejorando en 2013. Según las previsiones económicas de invierno de 2013 de la Comisión Europea, la ratio media de déficit de las Administraciones Públicas de la zona descenderá 0,7 puntos porcentuales, hasta situarse en el 2,8% del PIB (véase gráfico 28). Se proyecta que la ratio de ingresos públicos de la zona se incremente 0,5 puntos porcentuales del PIB y que la ratio de gasto disminuya 0,3 puntos porcentuales del PIB. A tenor de las previsiones, la ratio de deuda pública de la zona del euro aumentará otros 2 puntos porcentuales, hasta el 95,1% del PIB, y superará el 100% del PIB en cinco países, concretamente en Bélgica, Irlanda, Grecia, Italia y Portugal.

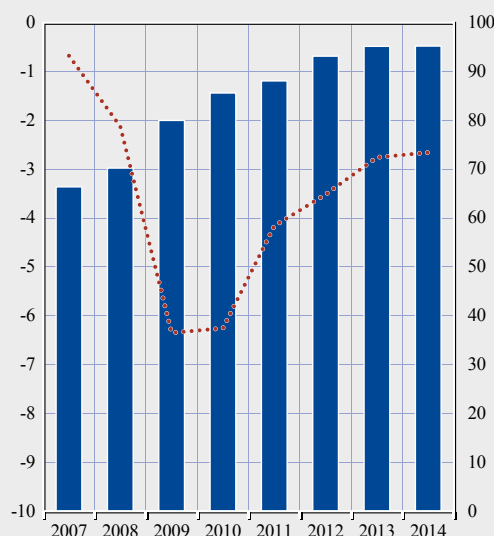
LA CONSOLIDACIÓN FISCAL DEBE CONTINUAR

Pese a los progresos realizados hasta ahora, son necesarios mayores esfuerzos para restablecer la sostenibilidad a largo plazo de la deuda en la zona del euro. Aunque la consolidación fiscal podría dar lugar a un deterioro temporal del

Gráfico 28 Evolución de las finanzas públicas en la zona del euro

(en porcentaje del PIB)

— Deuda bruta de las AAPP (escala derecha)
 Saldo presupuestario de las AAPP (escala izquierda)



Fuente: Previsiones económicas de invierno de 2013 de la Comisión Europea.

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

crecimiento económico, un ajuste presupuestario bien diseñado conduce a una mejora permanente de los saldos estructurales y, por tanto, tiene un efecto favorable sobre la evolución de los ratios de deuda en relación con el PIB⁵. La preocupación acerca del crecimiento debería afrontarse acelerando las reformas estructurales y del sector financiero.

Las perspectivas de crecimiento económico pueden verse mermadas si no se hace frente a los elevados niveles de deuda y a los persistentes déficits. Aunque se prevé que la tasa de variación de la deuda de las Administraciones Públicas en relación con el PIB de la zona del euro haya descendido en 2012, en muchos países la ratio de deuda mantendrá una senda creciente en 2013. La evidencia empírica disponible muestra que la persistencia de unas ratios de deuda pública elevadas (en torno al 90% del PIB y superiores) lastra el crecimiento económico. Además de desplazar directamente la inversión privada, están asociadas a unas primas de riesgo de la deuda pública más altas, lo que se traduce, a su vez, en unos tipos de interés reales más elevados que repercuten negativamente en la inversión y en otras áreas de la economía sensibles a los tipos de interés.

La consolidación fiscal, que debería ir acompañada de reformas estructurales y del sector financiero, puede apoyar el crecimiento económico a corto plazo al fomentar la confianza de los mercados financieros. Una mayor flexibilidad de los mercados de trabajo, de productos y de servicios mejoraría sustancialmente la capacidad de recuperación de las economías de la zona del euro. Las políticas fiscales también pueden contribuir a aumentar la competitividad y el crecimiento a medio y largo plazo. Para ello será necesario contener el gasto público e incrementar su eficiencia, especialmente en las áreas de educación, sanidad, administración pública e infraestructuras, así como establecer unas estructuras tributarias que favorezcan más el crecimiento y fomentar la lucha contra la economía sumergida.

Las estrategias de consolidación fiscal deben ajustarse estrictamente a los compromisos vigentes establecidos en el marco del Pacto de Estabilidad y Crecimiento y del pacto fiscal. Los países que están recibiendo asistencia financiera de la UE y el FMI deben respetar íntegramente los compromisos adquiridos. Todos los países sujetos a un procedimiento de déficit excesivo han de velar por el cumplimiento de todos sus objetivos presupuestarios. Los planes presupuestarios a medio plazo deben contemplar medidas creíbles y recursos suficientes, con estrategias fiscales firmemente centradas en la corrección de los déficits excesivos. En caso contrario deberían tomarse medidas oportunas en el contexto del procedimiento de déficit excesivo para evitar que los esfuerzos de consolidación se demoren indebidamente y que el marco de gobernanza presupuestaria recientemente reforzado pierda credibilidad desde el principio.

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

ACTIVIDAD ECONÓMICA

Pese a la mejora de las condiciones financieras, en 2012 la actividad económica continuó siendo débil en la mayoría de los diez Estados miembros de la UE no pertenecientes a la zona del euro (en adelante «países de la UE-10»), sobre todo hacia finales de año. El crecimiento del PIB en 2012 fue considerablemente inferior al registrado en 2011. La recuperación económica se vio

⁵ Véase también el recuadro titulado «El papel de los multiplicadores fiscales en el debate actual sobre la consolidación», *Boletín Mensual*, BCE, diciembre de 2012.

limitada principalmente por las continuas necesidades de desapalancamiento en algunos países y por la debilidad económica de la zona del euro, que afectó particularmente a aquellas economías cuyo crecimiento se había visto impulsado fundamentalmente por la demanda externa en 2011. La demanda interna (excluidas las existencias) siguió siendo un factor importante en el crecimiento del PIB, con contribuciones en su mayor parte positivas en los países cuya economía había registrado un avance. La inversión aumentó en algunos países como Bulgaria, Dinamarca, Rumanía y el Reino Unido. El crecimiento del crédito, débil o todavía negativo, siguió frenando el crecimiento económico en varios países, debido tanto a unas condiciones restrictivas por el lado de la oferta como a la escasa demanda, como reflejo de una moderada actividad económica y del proceso de desapalancamiento. Aunque el desempleo descendió en algunos países, la persistencia del reducido crecimiento hizo que la tasa de paro se mantuviera en niveles elevados en la mayor parte de los países de la UE-10, especialmente en Bulgaria, Letonia, Lituania y Hungría.

En términos de media ponderada, el crecimiento interanual del PIB de los países de la UE-10 se redujo en los tres primeros trimestres de 2012 en comparación con 2011. No obstante, las diferencias entre los distintos países fueron considerables, pero menores que las observadas en el punto álgido de la crisis en 2009 (véase cuadro 7). Aunque la expansión del PIB se desaceleró con respecto a 2011, siguió siendo vigorosa en Letonia y Lituania, mientras que en Polonia se mantuvo por encima de la media de la UE. En Letonia, el crecimiento del producto registró una recuperación generalizada, y se situó en el 5,2%, el repunte más acusado de toda la UE en los tres primeros trimestres de 2012. En Lituania, la elevada incertidumbre afectó al gasto interno y, aunque el debilitamiento de la demanda externa frenó las exportaciones, la contribución positiva de la demanda exterior neta al crecimiento del PIB siguió siendo considerable. En Polonia, el crecimiento del PIB real se desaceleró notablemente en 2012 desde niveles relativamente elevados, debido fundamentalmente a una contracción generalizada de la demanda interna y externa. En la República Checa y Hungría, el PIB experimentó una contracción en los tres primeros trimestres de 2012. El principal factor determinante de la ralentización económica en la República Checa fue la demanda interna, atribuible a la caída del consumo de los hogares y al menor gasto público. En Hungría, la

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)

	2009	2010	2011	2012 ¹⁾	I 2012	II 2012	III 2012	IV 2012
Bulgaria	-5,5	0,4	1,7	.	0,5	0,5	0,5	.
República Checa	-4,5	2,5	1,9	.	-0,5	-1,0	-1,3	.
Dinamarca	-5,7	1,6	1,1	-0,6	0,2	-1,4	0,0	-1,0
Letonia	-17,7	-0,9	5,5	.	5,6	4,8	5,2	.
Lituania	-14,8	1,5	5,9	3,6	4,3	3,1	3,4	3,0
Hungría	-6,8	1,3	1,6	.	-1,3	-1,4	-1,6	.
Polonia	1,6	3,9	4,3	.	3,5	2,3	1,8	.
Rumanía	-6,6	-1,7	2,5	0,2	0,8	1,3	-0,3	0,1
Suecia	-5,0	6,6	3,7	.	1,2	1,4	0,6	.
Reino Unido	-4,0	1,8	0,9	0,2	0,3	-0,2	0,2	0,3
UE-7 ²⁾	-3,1	2,1	3,2	.	1,7	1,1	0,6	.
UE-10 ³⁾	-4,0	2,4	1,8	.	0,8	0,3	0,3	.
Zona del euro	-4,4	2,0	1,4	-0,5	-0,1	-0,5	-0,6	-0,9

Fuente: Eurostat.

Notas: Los datos anuales se calculan utilizando cifras sin desestacionalizar. Los datos trimestrales están desestacionalizados y ajustados por días laborables para todos los países excepto Rumanía, cuyos datos solo están desestacionalizados.

1) Las cifras correspondientes a 2012 son estimaciones preliminares.

2) 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 2007.

3) El agregado UE-10 incluye los diez Estados miembros de la UE que, a 31 de diciembre de 2012, no formaban parte de la zona del euro.

actividad económica registró un fuerte descenso en cifras acumuladas, ya que la demanda interna cayó en un contexto de desapalancamiento de los hogares y las empresas, de consolidación fiscal y de debilidad de la confianza empresarial y de los consumidores. En el Reino Unido, el producto retrocedió en el primer semestre de 2012. El PIB real aumentó de manera pronunciada en el tercer trimestre, impulsado por efectos de calendario positivos y por los Juegos Olímpicos de Londres, pero descendió de nuevo en el cuarto trimestre. La recuperación de la actividad económica en Bulgaria y Rumanía continuó siendo moderada en 2012. En Dinamarca, el crecimiento del PIB real se mantuvo reducido en un entorno de debilidad de la demanda interna, reflejo de la necesidad de sanear los balances tras el rápido apalancamiento del período anterior a la crisis. En Suecia, el crecimiento económico se moderó ligeramente en 2012 en comparación con 2011, aunque permaneció notablemente por encima de la media de la UE.

EVOLUCIÓN DE LOS PRECIOS

La media ponderada de la inflación interanual medida por el IAPC de los países de la UE-10 se situó en el 3% en 2012, frente al 4% de 2011. Con todo, la variación en la dinámica de la inflación en los distintos países siguió siendo significativa (véase cuadro 8). En 2012, la tasa de inflación interanual más alta se registró en Hungría (5,7%), mientras que en Suecia descendió hasta el 0,9%, la más baja de los países de la UE-10. En la mayor parte de los países, la contención de la demanda interna y la elevada capacidad productiva sin utilizar contribuyeron a limitar las presiones inflacionistas. En cuanto a otros factores que influyen en las tasas de inflación, los efectos de base derivados de las subidas de los precios internacionales de las materias primas en el primer semestre de 2011 hicieron que las presiones inflacionistas se moderaran en la mayoría de los países de la UE-10. Sin embargo, el aumento de los precios de algunas materias primas en el tercer trimestre del año presionó al alza la inflación, especialmente en Bulgaria y Rumanía, ya que estos dos países están más expuestos a las fluctuaciones de los precios de los alimentos. Los cambios en los precios administrados y en los impuestos indirectos tuvieron un efecto heterogéneo en la inflación en los países de la UE-10. En Letonia y el Reino Unido, la desaparición de los efectos de anteriores subidas de los impuestos indirectos contribuyó a contener la inflación (junto con una reducción de 1 punto porcentual, hasta el 21%, del tipo general del IVA en Letonia a partir de julio de 2012). En consecuencia, la inflación

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)								
	2009	2010	2011	2012	2012 I	2012 II	2012 III	2012 IV
Bulgaria	2,5	3,0	3,4	2,4	1,9	1,8	3,0	2,8
República Checa	0,6	1,2	2,1	3,5	4,0	3,8	3,4	2,9
Dinamarca	1,1	2,2	2,7	2,4	2,8	2,2	2,4	2,1
Letonia	3,3	-1,2	4,2	2,3	3,3	2,4	1,9	1,6
Lituania	4,2	1,2	4,1	3,2	3,6	2,8	3,2	3,0
Hungría	4,0	4,7	3,9	5,7	5,6	5,5	6,0	5,5
Polonia	4,0	2,7	3,9	3,7	4,2	4,0	3,9	2,8
Rumanía	5,6	6,1	5,8	3,4	2,7	2,1	4,2	4,7
Suecia	1,9	1,9	1,4	0,9	0,9	0,9	0,9	1,0
Reino Unido	2,2	3,3	4,5	2,8	3,5	2,7	2,4	2,7
UE-7 ¹⁾	3,7	3,2	3,9	3,7	3,9	3,6	4,0	3,4
UE-10 ²⁾	2,7	3,2	4,0	3,0	3,4	2,9	2,9	2,8
Zona del euro	0,3	1,6	2,7	2,5	2,7	2,5	2,5	2,3

Fuente: Eurostat.

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 2007.

2) El agregado UE-10 incluye los diez Estados miembros de la UE que, a 31 de diciembre de 2012, no formaban parte de la zona del euro.

descendió del 4,2% en 2011 al 2,3% en 2012 en Letonia y del 4,5% en 2011 al 2,8% en 2012 en el Reino Unido. En cambio, en la República Checa y Hungría, las medidas de consolidación fiscal adoptadas recientemente han surtido el efecto contrario, por lo que la inflación en la República Checa se incrementó del 2,1% en 2011 al 3% en 2012, mientras que en Hungría aumentó del 3,9% en 2011 al 5,7% en 2012. La tasa media de inflación medida por el IAPC, excluidos los alimentos no elaborados y la energía, en los países de la UE-10 cayó hasta situarse en el 2,5% en 2012, en comparación con el 3,1% de 2011. En general, la fuerte influencia de factores idiosincrásicos se tradujo en variaciones considerables de los precios a lo largo del año en los distintos países, si bien, en promedio, la inflación fue más baja en 2012 que en 2011 en los diez países analizados.

POLÍTICAS FISCALES

La ratio de saldo presupuestario en relación con el PIB mejoró en la mayoría de los países de la UE-10, y solo la República Checa, Dinamarca, Hungría y Suecia experimentaron un deterioro en 2012. Sin embargo, en Hungría, si se excluyen los ingresos extraordinarios asociados a la nacionalización del componente privado del sistema de pensiones obligatorio en 2011, la situación fiscal subyacente mejoró en 2012, tras el empeoramiento observado en los dos años anteriores. Se estima que cinco de los diez países de este grupo registraron déficits presupuestarios superiores al valor de referencia del 3% del PIB en 2012 (véase cuadro 9). Pese a los significativos esfuerzos de consolidación realizados, el Reino Unido siguió contabilizando un déficit muy elevado, estimado en el 6,3% del PIB, lo que refleja un entorno macroeconómico peor de lo esperado anteriormente. El déficit de Dinamarca se incrementó considerablemente, hasta el 4% del PIB, como resultado del menor crecimiento del PIB, del aumento de la inversión pública y de un pago extraordinario de aportaciones

Cuadro 9 Situación de las finanzas públicas

(en porcentaje del PIB)

	Saldo presupuestario					Deuda bruta				
	Comisión Europea.				Programas de estabilidad/convergencia actualizados en abril de 2012	Comisión Europea.				Programas de estabilidad/convergencia actualizados en abril de 2012
	2009	2010	2011	2012		2009	2010	2011	2012	
Bulgaria	-4,3	-3,1	-2,0	-1,0	-1,6	14,6	16,2	16,3	18,9	19,8
República Checa	-5,8	-4,8	-3,3	-5,2	-3,0	34,2	37,8	40,8	45,5	44,0
Dinamarca	-2,7	-2,5	-1,8	-4,0	-4,0	40,7	42,7	46,4	45,6	40,5
Letonia	-9,8	-8,1	-3,4	-1,5	-2,1	36,7	44,5	42,2	41,9	44,5
Lituania	-9,4	-7,2	-5,5	-3,2	-3,0	29,3	37,9	38,5	41,1	40,2
Hungría	-4,6	-4,4	4,3	-2,4	-2,5	79,8	81,8	81,4	78,6	78,4
Polonia	-7,4	-7,9	-5,0	-3,5	-2,9	50,9	54,8	56,4	55,8	53,7
Rumanía	-9,0	-6,8	-5,7	-2,9	-2,8	23,6	30,5	34,7	38,0	34,2
Suecia	-0,7	0,3	0,3	-0,2	-0,1	42,6	39,5	38,4	37,7	37,7
Reino Unido	-11,5	-10,2	-7,8	-6,3	-5,9	67,8	79,4	85,2	89,8	89,0
UE-7 ¹⁾	-7,0	-6,5	-3,6	-3,4	-2,8	44,1	48,6	50,3	51,2	49,5
UE-10 ²⁾	-8,5	-7,5	-5,3	-4,7	-4,3	56,8	64,1	67,5	70,7	69,5
Zona del euro ³⁾	-6,3	-6,2	-4,2	-3,5	-3,2	80,0	85,6	88,1	93,1	-

Fuentes: Previsiones de invierno de 2013 de la Comisión Europea, programas de estabilidad/convergencia actualizados en abril de 2012 y cálculos del BCE.

Notas: Los datos se basan en las definiciones del SEC 95. Las cifras correspondientes a 2012 de los programas de estabilidad/convergencia actualizados en abril de ese año 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 de la UE no pertenecientes a la zona del euro que se incorporaron a la UE en 2004 o 2007.

2) El agregado UE-10 incluye los diez Estados miembros de la UE que, a 31 de diciembre de 2012, no formaban parte de la zona del euro.

3) El saldo presupuestario agregado de la zona del euro se basa en los objetivos fijados por la UE y el FMI y/o en los establecidos en el procedimiento de déficit excesivo para Irlanda, Grecia, España y Portugal, y en los indicados en los programas de estabilidad actualizados en abril de 2012 en el caso de los demás países de la zona del euro. La deuda bruta agregada de la zona del euro no se presenta por falta de información sobre algunos países.

voluntarias a las pensiones por jubilación anticipada. Se estima que en 2012 los déficits también superaron el valor de referencia en la República Checa, Lituania y Polonia, apreciándose grandes mejoras en estos dos últimos países. En general, excepto en la República Checa y Polonia, los resultados presupuestarios de 2012 fueron básicamente acordes con los objetivos fijados en los programas de convergencia de abril de 2012. La mejora de los saldos presupuestarios en 2012 se debió fundamentalmente a los esfuerzos de consolidación fiscal estructural realizados en la mayoría de los países.

A finales de 2012, todos los Estados miembros de la UE no pertenecientes a la zona del euro, excepto Bulgaria y Suecia, estaban sujetos a una decisión del Consejo de la UE sobre la existencia de un déficit excesivo. En junio de 2012, el Consejo de la UE anuló el procedimiento de déficit excesivo de Bulgaria y el proceso de consolidación fiscal continuó durante el año. Los plazos para corregir esta situación se fijaron en 2012 en el caso de Letonia, Lituania, Hungría, 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 cinco Estados miembros de la UE no pertenecientes a la zona del euro (Bulgaria, la República Checa, Lituania, Rumanía y el Reino Unido) en 2012. La ratio de deuda en relación con el PIB se mantuvo por encima del valor de referencia del 60% del PIB en Hungría y el Reino Unido. Esta ratio disminuyó en el caso de Hungría y aumentó en el del Reino Unido. El descenso registrado en Hungría reflejó, entre otras cosas, la apreciación del forint y, con ello, un efecto de valoración favorable de la parte de la deuda pública denominada en moneda extranjera.

EVOLUCIÓN DE LA BALANZA DE PAGOS

En 2012, los saldos agregados de las balanzas por cuenta corriente y de capital (expresados en porcentaje del PIB) de la mayoría de los países de la UE-10 continuaron mejorando, salvo en Bulgaria, Dinamarca y el Reino Unido (véase cuadro 10). Se registraron superávits en Dinamarca, Letonia, Hungría y Suecia, mientras que Bulgaria y Lituania contabilizaron ligeros déficits. En la República Checa, Polonia y Rumanía, los déficits agregados por cuenta corriente y de capital

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			
	2009	2010	2011	2012 ¹⁾	2009	2010	2011	2012 ¹⁾	2009	2010	2011	2012 ¹⁾
Bulgaria	-7,6	-0,7	1,6	-0,5	7,2	2,7	4,1	5,9	-2,0	-2,7	-5,1	-0,4
República Checa	-1,0	-3,0	-2,5	-1,2	1,0	2,5	2,0	4,1	-1,4	-1,8	0,3	-4,2
Dinamarca	3,4	5,9	5,9	5,3	-0,8	-3,7	-0,2	-1,8	3,8	4,2	-3,0	4,1
Letonia	11,1	4,9	0,0	0,4	0,6	1,5	4,9	2,9	-9,8	-0,8	-7,2	-5,7
Lituania	7,1	2,7	-1,3	-0,4	-0,6	2,2	3,2	1,7	-10,3	-9,2	-1,5	-5,0
Hungría	0,9	2,8	3,3	3,6	0,1	0,8	0,3	2,1	9,1	0,7	-3,8	-10,6
Polonia	-2,2	-3,3	-2,9	-1,5	1,9	1,4	2,3	1,1	3,1	2,1	0,5	-0,7
Rumanía	-3,6	-4,2	-3,9	-2,7	3,0	1,8	1,3	1,8	2,3	4,7	1,6	-0,3
Suecia	6,6	6,5	6,3	6,6	-3,9	-4,2	-2,3	-4,5	-10,0	-8,8	-9,7	-5,6
Reino Unido	-1,5	-3,1	-1,2	-2,9	1,2	0,9	-2,3	-1,2	-3,0	0,0	5,9	12,3
UE-7 ²⁾	-1,4	-2,1	-1,9	-0,9	1,8	1,7	2,0	2,2	1,8	0,9	-0,4	-2,7
UE-10 ³⁾	-0,2	-1,1	0,0	-0,7	0,7	0,2	-1,0	-0,8	-1,9	-0,4	1,7	5,9
Zona del euro	-0,1	0,1	0,3	1,1	-0,8	-1,0	-1,6	-0,9	-2,1	-0,3	-1,6	0,3

Fuente: BCE.

1) Los datos de 2012 corresponden a la media de cuatro trimestres hasta el tercer trimestre de ese año.

2) 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 el 1 de mayo de 2004 o el 1 de enero de 2007.

3) El agregado UE-10 incluye los diez Estados miembros de la UE que, a 31 de diciembre de 2012, no formaban parte de la zona del euro.

se redujeron de forma significativa, y los correspondientes a Polonia y Rumanía fueron los más bajos desde su integración en la UE. Gran parte del ajuste externo de la República Checa y Polonia fue consecuencia de la mejora de la balanza de bienes, que se vio favorecida por un vigoroso crecimiento de las exportaciones durante la primera mitad del año, mientras que en Rumanía reflejó unas balanzas de rentas y por cuenta de capital más favorables. Los superávits agregados por cuenta corriente y de capital de Hungría y Suecia no variaron sustancialmente. Letonia y Lituania, que habían arrojado los mayores déficits por cuenta corriente antes de la crisis financiera mundial, y que posteriormente experimentaron una acusada corrección, mejoraron ligeramente el saldo agregado de las balanzas por cuenta corriente y de capital y lo mantuvieron próximo a una posición de equilibrio.

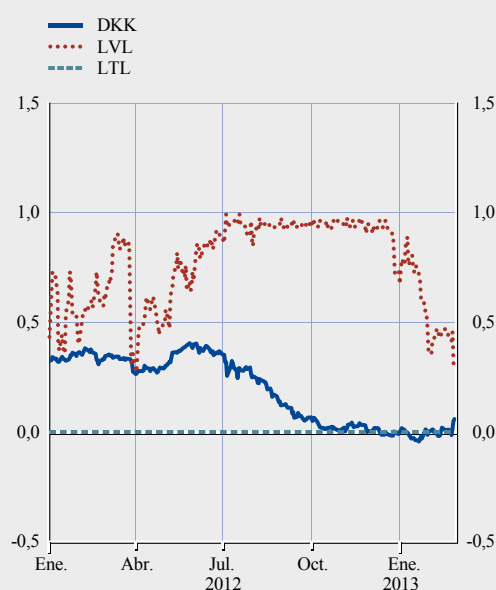
Por lo que respecta a la financiación, las salidas netas de inversión directa extranjera de los países de la UE-10 se situaron próximas al 1% del PIB, en términos agregados. Mientras que Dinamarca, Suecia y el Reino Unido fueron exportadores netos de inversión directa, los países de la UE de Europa Central y Oriental no pertenecientes a la zona del euro registraron entradas netas. Dinamarca y el Reino Unido contabilizaron cuantiosas salidas de inversiones de cartera, mientras que en Lituania y Suecia se observaron entradas considerables. En cuanto a la partida de otras inversiones, en todos los países de la UE-10, excepto Dinamarca y el Reino Unido, se produjeron salidas netas en 2012, lo que probablemente estuvo relacionado con el proceso de desapalancamiento en curso.

EVOLUCIÓN DE LOS TIPOS DE CAMBIO

La evolución de los tipos de cambio de las monedas de los países de la UE-10 fue reflejo de los diferentes 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 29). En el caso de Letonia y Lituania, la participación en el MTC II estuvo acompañada de un compromiso unilateral de mantener una banda de fluctuación más estrecha o un régimen de *currency board*, sin que dicho compromiso suponga ninguna obligación adicional para el BCE. La litas lituana se incorporó al MTC II con su 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 2012, 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.

Gráfico 29 Evolución de las monedas de la UE que participan en el MTC II

(datos diarios; desviación con respecto a la paridad central en puntos porcentuales)



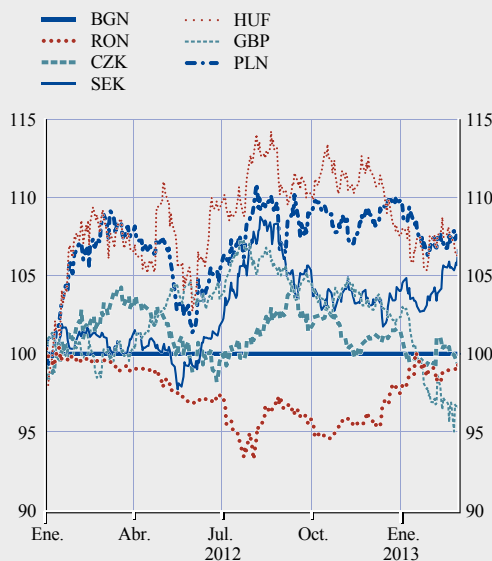
Fuente: BCE.

Notas: Una desviación positiva (negativa) con respecto a la paridad central frente al euro significa que la moneda se sitúa en la parte fuerte (débil) 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 1 de marzo de 2013.

En cuanto a las monedas de los países de la UE-10 que no participaron en el MTC II en 2012, pueden distinguirse tres fases en la evolución de los tipos de cambio (véase gráfico 30). Durante el primer trimestre del año, la mayoría de las monedas de los países de Europa Central y Oriental se apreciaron frente al euro, en un contexto de estabilización de las perspectivas económicas de la región y de menor aversión al riesgo entre los inversores internacionales. Durante el segundo trimestre y el verano de 2012, la mayor incertidumbre existente en torno a las perspectivas económicas y la evolución de la crisis de la deuda soberana de la zona del euro se tradujeron en un aumento de la volatilidad en los mercados de divisas de Europa Central y Oriental, así como en la apreciación de la libra esterlina y la corona sueca. Esta tendencia se invirtió después del verano, al mejorar el clima de los mercados financieros internacionales y disminuir la aversión al riesgo. En consecuencia, estas dos monedas perdieron parte del terreno ganado anteriormente y a principios de enero de 2013 cotizaban en torno al 2,5% y el 4%, respectivamente, por encima de los niveles registrados un año antes. Al mismo tiempo, el tipo de cambio de la mayor parte de las monedas de los países de Europa Central y Oriental se estabilizó por encima de los niveles de principios de 2012. A comienzos de enero de 2013, las cotizaciones del forint húngaro y del zloty polaco aumentaron aproximadamente un 7% y un 9% con respecto a las de enero de 2012, mientras que la corona checa se situó alrededor de un 1% por encima del nivel de principios de 2012 y el leu rumano, un 2,5% por debajo del nivel observado un año antes. El tipo de cambio del lev búlgaro permaneció invariable frente al euro durante todo el período analizado, como consecuencia de su régimen de *currency board* vinculado a la moneda única.

Gráfico 30 Evolución de las monedas de la UE que no participan en el MTC II frente al euro

(datos diarios; índice: 2 de enero de 2012 = 100)



Fuente: BCE.

Nota: Un aumento (disminución) indica una apreciación (depreciación) de la moneda. La última observación corresponde al 1 de marzo de 2013.

EVOLUCIÓN FINANCIERA

La situación de los mercados financieros mejoró, en general, en los Estados miembros de la UE no pertenecientes a la zona del euro a lo largo de 2012. Los tipos de interés a largo plazo, medidos por el rendimiento de la deuda pública a diez años, se redujeron en todos los países, y en muchos de ellos cayeron hasta mínimos históricos. Estos descensos fueron resultado, en cierta medida, de la disminución de los riesgos de cola percibidos y de las expectativas de bajo crecimiento. Los tipos de interés a largo plazo de Dinamarca, Suecia y el Reino Unido también descendieron, como consecuencia del desplazamiento de fondos hacia activos más seguros, especialmente en la primera mitad de 2012. Los bonos de mayor rentabilidad emitidos por otros países de la UE-10 se beneficiaron de la búsqueda de rentabilidad a escala mundial, que fue particularmente intensa en el segundo semestre del año. Las primas de riesgo de crédito, medidas por los seguros de riesgo de crédito (CDS), cayeron de forma acusada ese semestre, debido a la mejora general de los mercados financieros. Esto fue consecuencia, en gran parte, de la disminución de los riesgos de cola procedentes de la zona del euro que siguió a los anuncios de las Operaciones Monetarias de Compraventa (OMC) efectuados en agosto y septiembre. En cuanto a los mercados monetarios, los tipos de interés experimentaron un descenso en todos los países de la UE-10, excepto en Rumanía,

donde la tendencia alcista de los tipos del mercado monetario obedeció a una serie de factores, entre ellos la revisión de las expectativas de las entidades de crédito acerca de las perspectivas del tipo de interés oficial y de la situación de liquidez, así como el endurecimiento de la provisión de liquidez por parte de la Banca Națională a României desde agosto de 2012. En 2012, los mercados de renta variable de estos diez países registraron subidas del 11%, en promedio, ligeramente por debajo del 16% observado en la zona del euro. Las cotizaciones bursátiles de Dinamarca y Polonia experimentaron el mayor incremento (el 28% y el 25%, respectivamente), las de Bulgaria aumentaron ligeramente y las de Rumanía se mantuvieron prácticamente sin cambios.

POLÍTICA MONETARIA

El objetivo principal de la política monetaria de todos los países de la UE-10 es la estabilidad de precios. No obstante, las estrategias de política monetaria siguieron variando considerablemente de un país a otro en 2012 (véase cuadro 11).

Cuadro 11 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%, ± 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: objetivo a medio plazo del 3% desde 2007, ± 1 punto porcentual para evaluar la consecución del objetivo (posteriormente). Régimen cambiario de flotación libre.
Polonia	Objetivo de inflación	Zloty polaco	Objetivo de inflación: 2,5%, ± 1 punto porcentual (incremento interanual del IPC). Régimen cambiario de flotación libre.
Rumanía	Objetivo de inflación	Leu rumano	Objetivo de inflación: 3%, ± 1 punto porcentual para el final de 2011 y de 2012, y 2,5%, ± 1 punto porcentual para el final de 2013. Régimen cambiario de flotación controlada.
Suecia	Objetivo de inflación	Corona sueca	Objetivo de inflación: tasa de variación interanual 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 1 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.

La reducción en 25 puntos básicos de los tipos de interés oficiales del BCE en diciembre de 2011 y julio de 2012 creó el entorno adecuado para las medidas adoptadas por algunos bancos centrales de los países de la UE-10. Varios países de Europa Central y Oriental, así como Dinamarca, redujeron los tipos de interés. Tras una serie de recortes de los tipos por parte del Danmarks Nationalbank hasta julio, el tipo de interés de los certificados de depósito se situó en el -0,2% (frente al 0,3% de diciembre de 2011), el tipo de interés de los préstamos, en el 0,2% (frente al 0,7%), y los tipos de interés de las cuentas corrientes y de descuento, en el 0% (frente al 0,25% y el 0,75% respectivamente). El Latvijas Banka redujo el tipo de financiación un total de 100 puntos básicos, hasta el 2,5%. En el primer trimestre de 2012, la Banca Natională a României continuó recortando el tipo de interés oficial y lo redujo en tres ocasiones (25 puntos básicos en cada una de ellas), hasta situarlo en el 5,25%, y posteriormente lo mantuvo sin cambios. De igual modo, el Sveriges Riksbank rebajó su tipo *repo* un total de 75 puntos básicos, hasta el 1%, como consecuencia de unas perspectivas económicas y de inflación menos favorables. El Magyar Nemzeti Bank relajó su política monetaria reduciendo el tipo de interés oficial en 175 puntos básicos en total entre agosto de 2012 y febrero de 2013, hasta el 5,25%. El Narodowy Bank Polski elevó su tipo *repo* en 25 puntos básicos en mayo antes de recortarlo en noviembre, diciembre, enero y febrero (25 puntos básicos en cada ocasión), por lo que este tipo descendió hasta situarse en el 3,75% a finales de febrero de 2013. El Česká národní banka también rebajó los tipos de interés oficiales, y el tipo *repo* se situó en el 0,05% a finales de 2012.

Por lo que respecta a otras medidas de política monetaria, además de las modificaciones de los tipos de interés oficiales anteriormente mencionadas, el Danmarks Nationalbank intervino en el mercado de divisas en el primer semestre de 2012 para frenar las presiones apreciatorias sobre la corona danesa. El objetivo principal de estas medidas era mantener estable el tipo de cambio de la corona frente al euro y, al mismo tiempo, reducir el diferencial entre el tipo de interés de los préstamos y el de los certificados de depósito, con el fin limitar la posibilidad de que se registraran fluctuaciones en los tipos de interés del mercado monetario a corto plazo. El Česká národní banka señaló su disposición a utilizar el tipo de cambio de la corona checa como herramienta para una relajación monetaria más agresiva. Mientras, el Bank of England amplió su programa de compra de activos en 50 mm de libras en febrero y en otros 50 mm de libras en julio. En consecuencia, los activos totales adquiridos con reservas del banco central se incrementaron de 275 mm de libras en 2011 a 375 mm de libras a finales de 2012. Además, el Bank of England y el Tesoro británico introdujeron un programa denominado «Funding for Lending Scheme», que ofrece a los bancos acceso a financiación a bajo coste con incentivos para expandir el crédito. El Magyar Nemzeti Bank también introdujo un nuevo instrumento de provisión de liquidez a largo plazo y está preparado para poner en marcha un programa de compra de bonos hipotecarios en cuanto se implante el modelo de emisión universal de bonos hipotecarios. El objetivo del instrumento de liquidez era apoyar las reservas de liquidez del sistema bancario y ayudar al sector a reducir los desajustes entre activos y pasivos. El Latvijas Banka redujo 1 punto porcentual su coeficiente de reservas mínimas a la vista de la tendencia a la baja de la inflación y de la consiguiente capacidad para incrementar la disponibilidad de recursos del sector financiero para la economía. Mientras tanto, el Lietuvos bankas comenzó a efectuar operaciones de mercado abierto limitadas, para ayudar a los bancos a gestionar su liquidez de manera más adecuada.

Las decisiones de recortar los tipos de interés en los países de la UE-10 se debieron principalmente a la percepción de presiones desinflacionistas a medio plazo, pero también se adoptaron para respaldar la recuperación a escala nacional tras la crisis y el crecimiento del crédito (en Letonia) y, posteriormente, para hacer frente al deterioro de las perspectivas económicas. En general, la política monetaria mantuvo una orientación acomodaticia en los países de la UE-10.

Los tipos de interés reales ex ante del mercado monetario registraron algunos movimientos a la baja significativos (en Bulgaria, la República Checa, Hungría y el Reino Unido). Las medidas de los tipos de interés reales a corto plazo ex post descendieron en la mayoría de los países y, en promedio, permanecieron en niveles negativos. En conjunto, la orientación acomodaticia de la política monetaria reflejó unas perspectivas de inflación contenida, así como cierta incertidumbre en torno a la recuperación económica en la mayor parte de los países de la UE-10.



En 2012, la nueva sede del BCE empezó a conformarse como nuevo elemento visible del perfil de la ciudad de Fráncfort. El rascacielos se levantó con más rapidez de lo previsto, a un ritmo aproximado de una planta cada seis días.