

EVOLUCIÓN ECONÓMICA Y MONETARIA

I ENTORNO EXTERIOR DE LA ZONA DEL EURO

Los indicadores más recientes basados en las encuestas de opinión sugieren que siguen observándose señales incipientes de estabilización de la actividad económica mundial. La dinámica de la inflación sigue estando contenida en las economías avanzadas. En las economías emergentes, las tasas de inflación han seguido registrando un moderado descenso, aunque persisten las presiones inflacionistas.

I.1 EVOLUCIÓN DE LA ECONOMÍA MUNDIAL

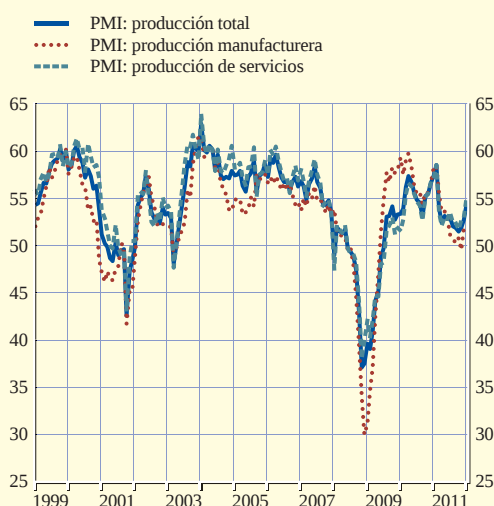
Aunque el ritmo de crecimiento de la economía mundial experimentó una desaceleración en el segundo semestre de 2011, continúan observándose señales incipientes de estabilización de la actividad económica mundial. No obstante, el necesario proceso de ajuste de los balances, actualmente en curso, y la debilidad de los mercados de trabajo y de la vivienda en algunas de las principales economías avanzadas siguen limitando las perspectivas de crecimiento. En las economías emergentes, el crecimiento sigue siendo sólido, aunque se está moderando como consecuencia del debilitamiento de la demanda, tanto externa como interna.

En enero de 2012, el índice PMI global de producción de manufacturas y servicios aumentó hasta 54,6, en comparación con el nivel de 52,7 observado en diciembre. La cifra de enero es la más alta registrada desde febrero de 2011. El índice de actividad en los servicios registró el valor máximo de los últimos once meses, mientras que el correspondiente a la producción del sector manufacturero se mantuvo por encima del umbral de 50 que separa la expansión de la contracción, aunque siguió situándose por debajo de la media de largo plazo (véase gráfico 1). El componente de nuevos pedidos del índice PMI también aumentó en enero, incrementándose el índice tanto en el sector manufacturero como en el sector servicios.

La dinámica de la inflación siguió estando relativamente contenida en las economías avanzadas. En los países de la OCDE, la tasa de inflación interanual, medida por los precios de consumo, se situó en el 2,9 % en diciembre, frente al 3,1 % de noviembre. Excluidos la energía y los alimentos, la tasa

Gráfico 1 PMI: producción mundial

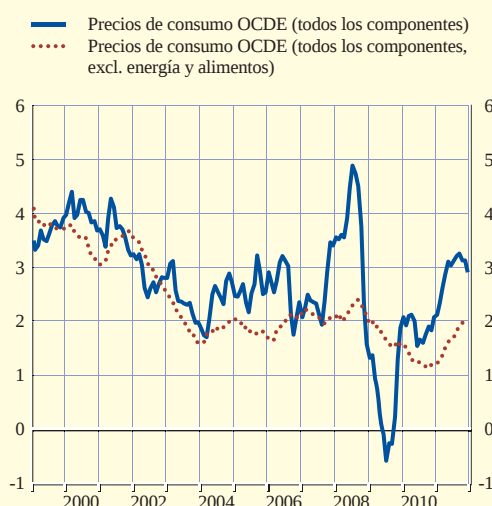
(índice de difusión; datos mensuales desestacionalizados)



Fuente: Markit.

Gráfico 2 Evolución internacional de los precios

(datos mensuales; tasas de variación interanual)



Fuente: OCDE.

interanual se mantuvo sin variación en el 2 % en diciembre (véase gráfico 2). En las economías emergentes, las tasas de inflación han descendido últimamente con respecto a los altos niveles registrados anteriormente.

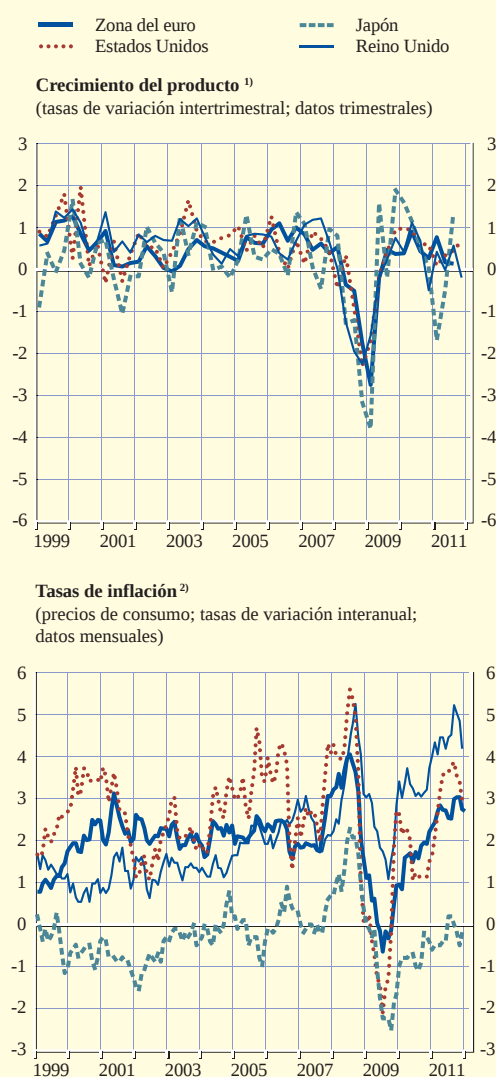
ESTADOS UNIDOS

En Estados Unidos, la actividad económica siguió cobrando impulso gradualmente en el cuarto trimestre de 2011, tras crecer a un ritmo lento en el primer semestre del año (véase gráfico 3). Según la estimación de avance del Bureau of Economic Analysis, el PIB real de Estados Unidos creció un 2,8 % en tasa anualizada en el cuarto trimestre de 2011, frente al 1,8 % del trimestre anterior. La expansión en el cuarto trimestre estuvo determinada, principalmente, por el gasto en consumo y la variación de las existencias privadas. La inversión residencial experimentó un fuerte repunte, mientras que la demanda exterior neta contribuyó negativamente al crecimiento. El crecimiento de la renta personal disponible real registró una recuperación, pero se mantuvo todavía muy por debajo de la tasa de crecimiento del consumo real. Los datos mensuales disponibles sugieren que continuará la expansión económica en el primer trimestre de 2012, pero a una tasa más lenta que en el último trimestre de 2011.

Por lo que respecta a la evolución de los precios, la inflación interanual medida por el IPC se redujo hasta el 3 % en diciembre de 2011, desde el 3,4 % del mes anterior. Este ha sido el tercer descenso consecutivo tras el máximo alcanzado en septiembre (3,9 %), principalmente como consecuencia de la moderación de los precios de la energía. Excluidos la energía y los alimentos, la inflación subyacente, medida por el IPC, no experimentó variación con respecto al mes anterior, manteniéndose en un 2,2 % en tasa interanual. La evolución reciente de la inflación subyacente refleja, en parte, cierta estabilización de las tasas de crecimiento de los costes de la vivienda y del transporte.

El 25 de enero de 2012, el Comité de Operaciones de Mercado Abierto de la Reserva Federal indicó que, pese a registrarse cierta desaceleración del crecimiento mundial, los indicadores recientes apuntan a una moderada expansión de la economía estadounidense y a cierta mejora en las condiciones generales del mercado de trabajo. El Comité decidió mantener en una banda del 0 % al 0,25 % el objetivo fijado para el tipo de interés de los fondos

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



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

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

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

federales y anunció que la situación económica probablemente justificará que dicho tipo se mantenga en niveles excepcionalmente bajos como mínimo hasta finales de 2014.

JAPÓN

En Japón, tras el repunte observado en el tercer trimestre, la actividad económica fue algo más débil durante el último trimestre de 2011, debido, en gran medida, a una desaceleración de la demanda mundial, a la apreciación del yen y a las distorsiones de oferta provocadas por las inundaciones en Tailandia. La producción industrial se redujo un 0,4 %, en tasa intertrimestral, en el último trimestre de 2011, pese a un incremento mayor de lo esperado en diciembre (4 % en tasa intermensual). Las exportaciones de bienes en términos reales también repuntaron en diciembre (un 1,1 % en tasa intermensual), pero este repunte no bastó para revertir las pérdidas de los meses anteriores, y las exportaciones registraron una caída de casi un 4 % en el último trimestre de 2011. Sin embargo, en términos nominales, el déficit comercial mensual aumentó aún más en diciembre (en cifras desestacionalizadas), con lo que la balanza comercial anual se situó en -2,5 billones de yenes en 2011, la primera vez que registra un déficit anual desde 1980 (en función del comercio de aduanas). Los últimos datos publicados apuntan, en gran medida, a un fortalecimiento de la actividad a comienzos de 2012. El índice PMI de producción del sector manufacturero correspondiente a enero de 2012 señala un retorno al crecimiento en la producción manufacturera por primera vez en tres meses, aunque a un ritmo moderado.

Por lo que respecta a la evolución de los precios, la inflación general, medida por el IPC, aumentó en diciembre hasta el -0,2 %, desde el -0,5 % registrado en el mes anterior. Excluidos los alimentos frescos, la inflación interanual medida por el IPC fue del -0,1 % en diciembre, frente al -0,2 % de noviembre, mientras que, excluyendo la energía y los alimentos, la tasa interanual se mantuvo en el -1,1 %. En su reunión más reciente sobre política monetaria, celebrada el 24 de enero, el Banco de Japón decidió mantener el objetivo fijado para el tipo de interés de los préstamos a un día sin garantía entre el 0,0 % y el 0,1 %.

REINO UNIDO

En el Reino Unido, la actividad económica ha seguido siendo moderada. En el cuarto trimestre de 2011, el PIB real se redujo un 0,2 %, en tasa intertrimestral, debido principalmente a la debilidad de la producción industrial y de la actividad en la construcción. Los indicadores procedentes de las encuestas de opinión de las empresas y los hogares mejoraron ligeramente a comienzos de 2012. No obstante, siguen siendo coherentes con una recuperación muy lenta de la actividad económica en el corto plazo, aunque los estímulos monetarios deberían proporcionar cierto respaldo en el futuro. No se aprecian señales de mejora de la situación del mercado de trabajo, y los indicadores del crecimiento monetario y crediticio han seguido siendo débiles. Se prevé que el crecimiento de la demanda interna seguirá estando limitado por las restrictivas condiciones de concesión de crédito, el ajuste en curso de los balances de los hogares y las sustanciales restricciones presupuestarias, mientras que las débiles perspectivas de la demanda externa probablemente limitarán el crecimiento de las exportaciones.

La inflación ha seguido descendiendo, pero continúa siendo elevada. La inflación interanual medida por el IPC se redujo hasta el 4,2 % en diciembre, desde el 4,8 % registrado en noviembre, mientras que la inflación medida por el IPC excluidos la energía y los alimentos no elaborados descendió 0,2 puntos porcentuales, hasta el 3,4 %. La gradual disminución de algunos factores temporales (los precios más elevados de las materias primas en el pasado, los fuertes incrementos del precio de la electricidad en el otoño de 2011 y el aumento del tipo impositivo del IVA en enero de 2011), así como la existencia de capacidad productiva sin utilizar, deberían contribuir a atenuar las presiones inflacionistas. El Comité de Política Monetaria del Bank of England mantuvo en el 0,5 % el tipo de interés oficial al que se

remuneran las reservas de las entidades de crédito, pero decidió incrementar en 50 mm de libras esterlinas el volumen de compras de activos financiadas mediante la emisión de reservas del banco central hasta un total de 325 mm de libras esterlinas en febrero.

CHINA

En China, el crecimiento del PIB real se redujo hasta el 8,9%, en tasa interanual, en el cuarto trimestre de 2011, desde el 9,1% registrado en el tercer trimestre. Esta desaceleración se debió, principalmente, a la mayor debilidad de la demanda externa y a las restrictivas medidas de política internas encaminadas a refrenar la inversión en el sector inmobiliario. Los desequilibrios externos se redujeron aún más a finales de 2011, impulsados por la caída del superávit comercial y las salidas netas de capital, que se intensificaron en un contexto de menores expectativas de una apreciación del renminbi y de cierta inquietud respecto a las perspectivas de crecimiento y estabilidad financiera. Como resultado, en el cuarto trimestre de 2011, las reservas internacionales se redujeron por primera vez desde 1998. La inflación interanual medida por el IPC descendió hasta el 4,1% en diciembre, nivel próximo al objetivo anual del 4% fijado por las autoridades. El descenso de la inflación medida por el IPC en el cuarto trimestre de 2011 estuvo determinado, principalmente, por la evolución de los precios de los alimentos, pero también, últimamente, por los precios de los componentes no alimenticios. Los precios industriales también bajaron en tasa interanual de forma acusada, hasta el 1,7% en diciembre. La orientación de la política monetaria ha comenzado a relajarse. Después de que, a finales de noviembre, el Banco Central de la República Popular China redujera en 50 puntos básicos el coeficiente de reservas obligatorias, los nuevos préstamos internos y el agregado M2 experimentaron una ligera aceleración en diciembre.

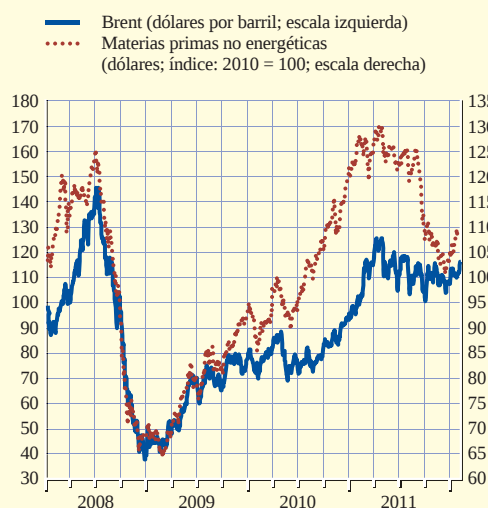
1.2 MERCADOS DE MATERIAS PRIMAS

Los precios del petróleo aumentaron en enero y en los primeros días de febrero. El precio del barril de Brent se situaba, el 8 de febrero, en 116,3 dólares estadounidenses, es decir, un 8,1% por encima del nivel de comienzos de enero de 2012 y un 24,8% por encima del registrado a principios de 2011 (véase gráfico 4). No obstante, de cara al futuro, los participantes en el mercado prevén que los precios del petróleo sean más bajos en el medio plazo, y los futuros con entrega en diciembre de 2013 se negocian actualmente a 107,7 dólares estadounidenses el barril.

Se han observado algunas señales de debilidad por el lado de la demanda, asociadas a la inquietud respecto al entorno macroeconómico mundial. Es el caso, especialmente, de la demanda en las economías desarrolladas, mientras que, en las economías emergentes, la demanda se ha mostrado más resistente.

En este contexto, la Agencia Internacional de la Energía ha rebajado en varias ocasiones sus proyecciones de demanda para 2012. Al mismo tiempo, la inquietud respecto a la oferta ha mantenido los precios en niveles elevados. La UE ha impuesto un embargo sobre las exportaciones de petróleo iraní a partir del 1 de julio de 2012, de modo que, a partir de esa fecha, cabe esperar que se produzcan tensiones en los mercados.

Gráfico 4 Evolución de los precios de las materias primas



Fuentes: Bloomberg y HWWI.

En conjunto, los precios de las materias primas no energéticas aumentaron ligeramente durante el mes de enero. Más concretamente, los precios de los alimentos se mantuvieron, en general, estables, mientras que la fortaleza de las importaciones de las economías emergentes sostuvo los precios de los metales. En cifras agregadas en dólares estadounidenses, el índice de precios de las materias primas no energéticas se situaba, hacia finales de enero, en torno a un 14 % por debajo del nivel registrado a comienzos de 2011.

1.3 TIPOS DE CAMBIO

Entre finales de octubre de 2011 y principios de febrero de 2012, el tipo de cambio efectivo nominal del euro, medido frente a las monedas de 20 de los socios comerciales más importantes de la zona del euro, se depreció, en general, en un entorno de significativa reducción de la volatilidad. Esta depreciación se produjo hasta mediados de enero de 2012, cuando la moneda única revirtió su tendencia a la baja. El 8 de febrero de 2012, el tipo de cambio efectivo nominal del euro se situaba un 4,2 % por debajo del nivel registrado a finales de octubre de 2011 y un 3 % por debajo de la media de 2011 (véase gráfico 5).

En términos bilaterales, en los tres últimos meses el euro se ha depreciado frente a la mayoría de las principales monedas. Entre el 31 de octubre de 2011 y el 8 de febrero de 2012, el euro se depreció un 5,2 % frente al dólar estadounidense, un 4,4 % frente a la libra esterlina, un 6,5 % frente al yen japonés y un 6,1 % frente al renminbi chino. La moneda única también se depreció frente a otras monedas asiáticas, en particular frente al won coreano, el dólar de Hong Kong y el dólar de Singapur un 4,6 %, un

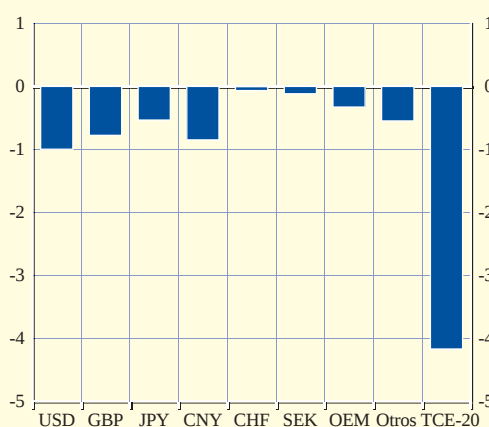
Gráfico 5 Tipo de cambio efectivo del euro (TCE-20) y sus componentes¹⁾

(datos diarios)

Índice: I 1999 = 100



Contribuciones a las variaciones del TCE-20²⁾
Del 31 de octubre de 2011 al 8 de febrero de 2012
(en puntos porcentuales)



Fuente: BCE.

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

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

Cuadro I Evolución del tipo de cambio del euro¹⁾

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

	Ponderación en el TCE-20	Nivel a 8 de febrero de 2012	Apreciación (+)/depreciación (–) del euro a 8 de febrero de 2012 desde:		
			31 de octubre de 2011	3 de enero de 2011	media de 2011
Dólar estadounidense	19,4	1,327	-5,2	-0,6	-0,4
Libra esterlina	17,8	0,835	-4,4	-3,1	-2,5
Renminbi chino	13,6	8,361	-6,1	-4,9	-5,0
Yen japonés	8,3	102,1	-6,5	-6,1	-6,5
Franco suizo	6,4	1,211	-0,6	-2,8	-3,7
Zloty polaco	4,9	4,177	-3,9	5,5	6,2
Corona sueca	4,9	8,829	-2,0	-1,2	-1,3
Corona checa	4,1	24,81	0,0	-1,1	-0,6
Won coreano	3,9	1,481	-4,6	-1,3	-1,1
Forint húngaro	3,1	289,7	-4,6	4,0	4,5
TCEN ²⁾		99,6	-4,2	-2,0	-3,0

Fuente: BCE.

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

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

5,3% y un 5,6%, respectivamente, y también frente a las monedas de algunos países exportadores de materias primas. El euro se depreció, además, frente a algunas otras monedas europeas, especialmente frente al forint húngaro (un 4,6%) y frente al zloty polaco (un 3,9%), así como frente al franco suizo (un 0,6%) (véase cuadro 1). La volatilidad de los mercados, medida a partir de los precios de las opciones sobre tipos de cambio, se redujo significativamente durante el período considerado en la mayoría de los pares de monedas, y actualmente se sitúa en niveles próximos a las medias de largo plazo.

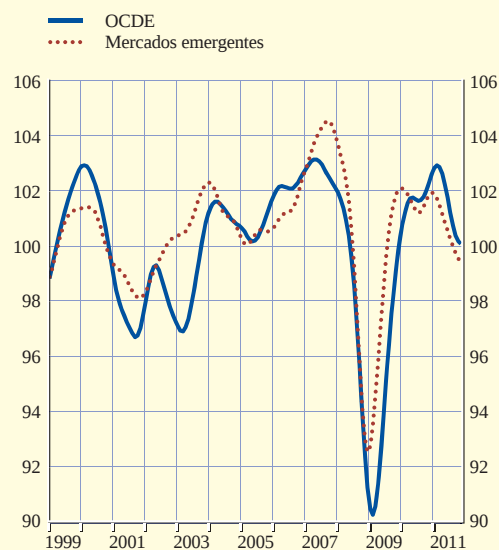
Entre el 31 de octubre de 2011 y el 8 de febrero de 2012, las monedas que participan en el MTC II se mantuvieron, en general, estables frente al euro, cotizando al tipo de cambio correspondiente a las respectivas paridades centrales o en torno a dichas paridades. El lats letón cotizó, la mayor parte del tiempo, en la zona más fuerte de su paridad central, dentro de la banda de fluctuación de $\pm 1\%$ establecida unilateralmente.

1.4 PERSPECTIVAS DEL ENTORNO EXTERIOR

De cara al futuro, se prevé que el crecimiento de la economía mundial siga siendo contenido como consecuencia del aumento de la incertidumbre, de las tensiones en los mercados financieros mundiales y del proceso de ajuste económico en curso en las principales economías avanzadas. En noviembre de 2011, el indicador sintético adelantado de la OCDE seguía apuntando a una desaceleración en los países de la OCDE y en otras principales

Gráfico 6 Indicadores sintéticos adelantados de la OCDE

(datos mensuales; ajustados a la amplitud del ciclo)



Fuente: OCDE.

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

economías. No obstante, a nivel de países se aprecian algunas variaciones y los datos más recientes indican un positivo cambio de ritmo en Estados Unidos y Japón.

En un entorno de fuerte incertidumbre, se mantienen los riesgos a la baja para la actividad. Estos riesgos guardan relación, principalmente, con la posibilidad de que los incrementos de los precios de las materias primas sean mayores de lo previsto, con las presiones proteccionistas y con una posible corrección desordenada de los desequilibrios mundiales.

2 EVOLUCIÓN MONETARIA Y FINANCIERA

2.1 DINERO Y CRÉDITO DE LAS IFM

La tasa de crecimiento interanual de M3 volvió a disminuir en diciembre de 2011. Este descenso fue visible en todos los componentes principales de M3 y en todos los sectores. La débil evolución monetaria observada en diciembre tuvo su reflejo en una moderación adicional del crecimiento interanual de los préstamos de las IFM al sector privado, especialmente a las sociedades no financieras y a otros intermediarios financieros (OIF). Los datos monetarios de diciembre se vieron afectados por diversos factores especiales, como las operaciones de fin de año de las entidades de crédito y la persistencia de la elevada incertidumbre reinante en la economía y en los mercados financieros, cuyos efectos serán probablemente de carácter temporal, aunque son difíciles de valorar. Por tanto, los datos más recientes deberían interpretarse con particular cautela. No obstante, los datos apuntan, en general, a una atonía del crecimiento monetario y crediticio en la zona del euro en el último trimestre de 2011.

EL AGREGADO MONETARIO AMPLIO M3

La tasa de crecimiento interanual de M3 volvió a disminuir en diciembre de 2011 y se situó en el 1,6%, frente al 2% de noviembre (véase gráfico 7). Esta evolución fue consecuencia del considerable aumento adicional de las salidas mensuales registradas en este agregado amplio, cuya tasa de crecimiento intermensual fue del -0,5% en diciembre. El resultado de diciembre volvió a estar determinado, en gran medida, por la contracción de las cesiones temporales (*repos*), lo que, a su vez, reflejó un marcado descenso adicional de las operaciones de préstamo realizadas en el mercado interbancario con garantías a través de entidades de contrapartida central ubicadas en la zona del euro. Si se ajustan por el impacto de las cesiones temporales realizadas a través de entidades de contrapartida central, las tenencias de M3 solo se redujeron ligeramente con respecto al mes anterior, y la tasa de crecimiento interanual del agregado M3 ajustado se mantuvo sin variación en el 1,6% en diciembre.

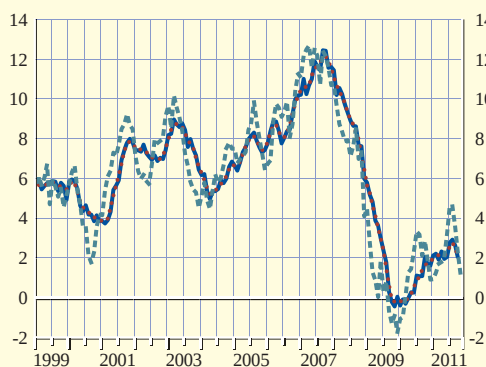
Por lo que respecta a los componentes, todos los componentes de agregado monetario amplio registraron cuantiosas salidas mensuales en diciembre, que fueron particularmente significativas en el caso de las cesiones temporales, la mayoría de las cuales se llevaron a cabo a través de entidades de contrapartida central. En todos los sectores se observó un descenso de los depósitos de M3. Como en meses anteriores, esta disminución fue especialmente acusada en el caso de los depósitos de OIF, pero, en esta ocasión, también fue pronunciada en el caso de los hogares, con retiradas, sobre todo, de depósitos a la vista. Esta evolución se concentró, en gran medida, en algunos de los países más duramente afectados por la crisis de la deuda soberana.

En cuanto a las contrapartidas, la tasa de crecimiento interanual de los préstamos concedidos por las IFM al sector privado (ajustados por el impacto de las ventas y titulizaciones) disminuyó nuevamente en diciembre y se situó en el 1,2%, frente al 1,9% de noviembre, tras haber rondado el 3% entre enero

Gráfico 7 Crecimiento de M3

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

— M3 (tasa de crecimiento interanual)
... M3 (media móvil de tres meses centrada de la tasa de crecimiento interanual)
- - - M3 (tasa de crecimiento semestral anualizada)



Fuente: BCE.

y octubre de 2011. El descenso de diciembre fue consecuencia de los fuertes flujos de salida mensuales registrados en todos los sectores, pero particularmente en los préstamos a sociedades no financieras y a OIF (debido, en parte, a la contracción de las operaciones llevadas a cabo a través de entidades de contrapartida central). Esta evolución estuvo impulsada, en gran medida, por la contribución negativa de algunos países, especialmente de aquellos cuyos sistemas bancarios se encontraban bajo presión. A este respecto, diversos factores especiales pueden haber determinado las cifras de préstamos de diciembre, como las operaciones de fin de año destinadas a ajustar los balances de las entidades de crédito.

Los principales activos mantenidos por las IFM de la zona del euro (excluido el Eurosistema) aumentaron moderadamente en diciembre, tras haber descendido en los dos meses anteriores. Este incremento fue especialmente patente en las significativas adquisiciones de valores distintos de acciones emitidos por las IFM y las Administraciones Públicas, que compensaron la considerable reducción de los préstamos al sector privado y a otras IFM. Es probable que la inversión de las tendencias observadas en meses anteriores en relación con las tenencias de valores distintos de acciones emitidos por las IFM y las Administraciones Públicas sea consecuencia, en parte, de la liquidez inyectada en la operación de financiación a plazo más largo (OFPML) a tres años. No obstante, el período de tiempo transcurrido entre la adjudicación de la OFPML a tres años y la comunicación de los datos monetarios fue demasiado corto como para determinar si se habían generado efectos significativos en los flujos crediticios.

PRINCIPALES COMPONENTES DE M3

La desaceleración de la tasa de crecimiento interanual de M3 observada en diciembre fue reflejo, principalmente, del considerable descenso adicional de la tasa de crecimiento interanual de los instrumentos negociables. Mientras que la tasa de crecimiento interanual del agregado monetario estrecho M1 también disminuyó visiblemente en comparación con noviembre, la de otros depósitos a corto plazo se mantuvo sin variación.

La tasa de crecimiento interanual de M1 descendió hasta el 1,6 % en diciembre, frente al 2,1 % del mes anterior, por lo que siguió fluctuando en una banda relativamente estrecha (entre el 1,6 % y el 2,1 %), como ha ocurrido desde agosto de 2011. Los depósitos a la vista y el efectivo en circulación experimentaron flujos mensuales negativos que provocaron una disminución de sus respectivas tasas de crecimiento interanual. Los depósitos a la vista registraron retiradas, especialmente en el caso de los hogares. Este patrón apunta, en cierto modo, a que continúan las reestructuraciones de cartera de los hogares en favor de otros instrumentos, tanto incluidos como no incluidos en M3. En cambio, los OIF y las sociedades no financieras incrementaron sus tenencias de depósitos a la vista. En el caso de los primeros, es probable que este resultado siga reflejando la acumulación por parte de los inversores institucionales, incluidos los fondos de inversión, de la liquidez procedente de las ventas de valores, y la necesidad de mantener instrumentos líquidos para atender posibles reembolsos, como también se manifestó en las sustanciales retiradas, sobre todo de fondos de inversión, observadas antes de agosto.

La tasa de crecimiento interanual de los depósitos a corto plazo distintos de los depósitos a la vista se mantuvo sin variación en el 2,1 % en diciembre. Sin embargo, este resultado oculta una evolución dispar de las tasas de crecimiento interanual de los dos subcomponentes. La tasa de crecimiento interanual de los depósitos a plazo hasta dos años se fortaleció, a pesar de que el flujo mensual permaneció bastante estancado. La tasa de crecimiento interanual de los depósitos de ahorro a corto plazo (es decir, depósitos disponibles con preaviso hasta tres meses) descendió, ya que las retiradas realizadas por los OIF, las sociedades no financieras y los hogares dieron como resultado un flujo mensual total negativo.

La tasa de crecimiento interanual de los instrumentos negociables disminuyó nuevamente y se situó en el -0,2 % en diciembre, un nivel significativamente inferior al 1,1 % registrado en noviembre. Este descenso

estuvo totalmente determinado por el extraordinario flujo mensual negativo de cesiones temporales, que reflejó principalmente una contracción de las operaciones realizadas en el mercado interbancario a través de entidades de contrapartida central. La reducción de la tasa de crecimiento interanual de M3 en diciembre fue atribuible en su práctica totalidad a las cesiones temporales llevadas a cabo a través de entidades de contrapartida central. En cambio, el sector tenedor de dinero adquirió volúmenes significativos de participaciones en fondos del mercado monetario, y en particular de valores distintos de acciones a corto plazo de las IFM. Esta evolución podría indicar nuevos desplazamientos hacia las participaciones en fondos del mercado monetario, en detrimento de las participaciones en fondos de inversión, ya que estas operaciones pueden realizarse sin comisiones.

La tasa de crecimiento interanual de los depósitos de M3, que incluyen los depósitos a corto plazo y las cesiones temporales, y que constituyen el agregado monetario más amplio para el que se dispone de un detalle puntual por sectores, disminuyó hasta el 1,4 % en diciembre, un nivel considerablemente inferior al 2,1 % registrado el mes anterior. Como en noviembre, esta evolución fue reflejo, sobre todo, de otra significativa salida mensual negativa registrada en los depósitos del sector de OIF. Sin embargo, a diferencia de lo ocurrido el mes pasado, en diciembre también se observaron flujos mensuales negativos en los depósitos de M3 del resto de sectores.

PRINCIPALES CONTRAPARTIDAS DE M3

En cuanto a las contrapartidas de M3, la tasa de crecimiento interanual del crédito concedido por las IFM a residentes en la zona del euro aumentó hasta el 1 % en diciembre, desde el 0,8 % del mes anterior (véase cuadro 2). Esta evolución enmascara una notable intensificación del crecimiento del crédito concedido a las Administraciones Públicas y una moderación adicional del crecimiento del crédito otorgado al sector privado.

Cuadro 2 Cuadro resumen de variables monetarias

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

	Saldo vivo en porcentaje de M3 ¹⁾	Tasas de crecimiento interanual					
		2011 I	2011 II	2011 III	2011 IV	2011 Nov	2011 Dic
M1	49,2	3,2	1,7	1,4	1,9	2,1	1,6
Efectivo en circulación	8,7	4,9	4,2	4,5	6,2	6,5	6,1
Depósitos a la vista	40,5	2,9	1,2	0,8	1,0	1,2	0,6
M2 - M1 (= otros depósitos a corto plazo)	39,0	1,3	3,4	3,4	2,3	2,1	2,1
Depósitos a plazo hasta dos años	18,8	-2,7	2,3	3,2	2,1	1,6	2,1
Depósitos disponibles con preaviso hasta tres meses	20,2	5,4	4,5	3,7	2,6	2,6	2,0
M2	88,2	2,4	2,4	2,3	2,1	2,1	1,8
M3 - M2 (= instrumentos negociables)	11,8	-1,7	-0,3	3,0	3,8	1,1	-0,2
M3	100,0	1,9	2,1	2,4	2,3	2,0	1,6
Crédito a residentes en la zona del euro		3,7	3,1	2,4	1,3	0,8	1,0
Crédito a las Administraciones Públicas		10,9	6,5	5,1	1,4	0,3	3,6
Préstamos a las Administraciones Públicas		17,7	10,7	7,0	-2,2	-5,7	-4,7
Crédito al sector privado		2,1	2,3	1,7	1,3	1,0	0,4
Préstamos al sector privado		2,4	2,6	2,5	2,1	1,7	1,0
Préstamos al sector privado ajustados de ventas y titulizaciones ²⁾		2,9	2,8	2,7	2,3	1,9	1,2
Pasivos financieros a más largo plazo (excluidos capital y reservas)		2,8	3,4	3,6	2,6	2,3	1,3

Fuente: BCE.

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

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

Cuadro 3 Préstamos de las IFM al sector privado

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

	Saldo vivo en porcentaje del total ¹⁾	Tasas de crecimiento interanual					
		2011 I	2011 II	2011 III	2011 IV	2011 Nov	2011 Dic
Sociedades no financieras	42,2	0,6	1,0	1,5	1,6	1,6	1,1
<i>Ajustados de ventas y titulizaciones ²⁾</i>	-	1,5	1,9	2,2	1,9	1,9	1,2
Hasta un año	24,4	-1,2	1,6	4,1	3,9	3,9	2,5
De uno a cinco años	18,2	-2,4	-2,9	-3,6	-3,4	-3,2	-3,6
Más de cinco años	57,4	2,4	2,2	2,1	2,3	2,2	2,1
Hogares ³⁾	46,8	3,1	3,4	3,0	2,2	2,1	1,5
<i>Ajustados de ventas y titulizaciones ²⁾</i>	-	3,1	3,0	2,7	2,3	2,3	1,9
Crédito al consumo ⁴⁾	11,7	-0,9	-1,0	-2,0	-2,0	-2,2	-2,2
Préstamos para adquisición de vivienda ⁴⁾	72,2	4,0	4,4	4,0	3,0	3,0	2,1
Otras finalidades	16,2	2,4	2,0	2,4	1,9	1,6	1,4
Empresas de seguros y fondos de pensiones	0,8	7,5	2,8	6,8	4,2	1,4	1,3
Otros intermediarios financieros no monetarios	10,2	7,1	6,0	4,0	3,3	0,5	-2,0

Fuente: BCE.

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

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

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

3) Según la definición del SEC 95.

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

La intensificación del crecimiento del crédito concedido a las Administraciones Públicas estuvo impulsada por las adquisiciones de valores de deuda pública (incluidas las compras realizadas por el Eurosistema), que se vieron contrarrestadas parcialmente por un descenso de la tasa de crecimiento interanual de los préstamos otorgados a este sector.

La tasa de crecimiento interanual del crédito otorgado al sector privado cayó hasta el 0,4 % en diciembre, desde el 1 % registrado el mes anterior. Esta evolución es consecuencia de la contracción de las tenencias de acciones y valores distintos de acciones por parte de las IFM, así como de la disminución de los préstamos concedidos por este sector. El flujo mensual negativo de préstamos de las IFM al sector privado (ajustados de ventas y titulizaciones) no se debió a grandes ventas de préstamos ni a operaciones de titulización en diciembre, sino que obedeció a salidas (sin ajustar) de préstamos al sector privado, que fueron resultado, a su vez, de la reducción de los préstamos concedidos por las IFM a las sociedades no financieras y a OIF. Las operaciones de préstamo realizadas a través de entidades de contrapartida central experimentaron un acusado descenso en diciembre, debido a una disminución más general de las cesiones temporales realizadas a través de entidades de contrapartida central en determinados países de la zona del euro.

La tasa de crecimiento interanual de los préstamos a las sociedades no financieras (ajustados de ventas y titulizaciones) disminuyó hasta el 1,2 %, desde el 1,9 % del mes anterior. Esta evolución fue consecuencia de un gran flujo mensual negativo. El flujo negativo de crédito a las sociedades no financieras se registró tras tres meses de actividad relativamente intensa de concesión de préstamos a este sector entre agosto y octubre y unas salidas moderadas en noviembre. El descenso del crédito se observó en todos los plazos, y las salidas mensuales fueron atribuibles, en su mayor parte, a los préstamos a corto plazo (es decir, préstamos hasta un año), mientras que los préstamos a largo plazo (es decir, préstamos a más de cinco años) registraron salidas más moderadas. Las condiciones de concesión de préstamos bancarios volvieron a endurecerse y la oferta de crédito se deterioró en algunos países de la zona del euro a finales de 2011 (véase el recuadro). Al mismo

tiempo, la reducción del crédito en diciembre debería interpretarse con cautela, ya que refleja complejas operaciones de balance al final del año. La heterogeneidad entre los distintos países de la zona del euro en la evolución de los préstamos siguió siendo notable, reflejando una evolución desigual de la actividad económica, y diferencias en las necesidades de financiación externa de los diversos sectores industriales, en los grados de tensión en relación con la financiación de las entidades de crédito y en los niveles de endeudamiento de las sociedades no financieras de cada país. En el recuadro 3 se presentan los desequilibrios de la zona del euro desde una perspectiva de las cuentas sectoriales, partiendo de la información de cada país que se utiliza de base para elaborar las cuentas sectoriales de la zona del euro. En el recuadro 4 figura un análisis del ahorro, la inversión y la financiación, desglosado por sector (véase sección 2.6).

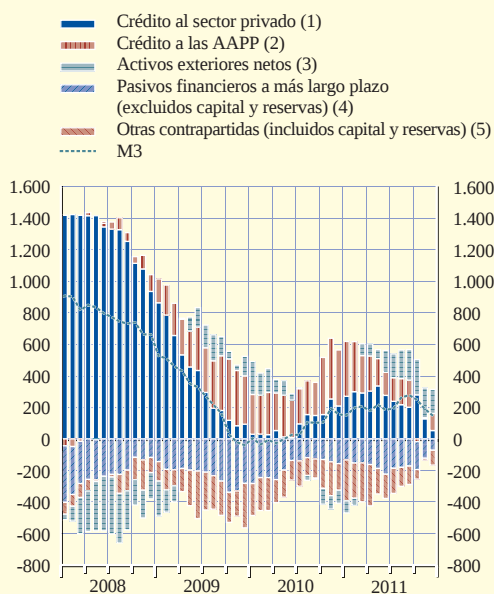
La tasa de crecimiento interanual de los préstamos concedidos por las IFM a los hogares (ajustados de ventas y titulaciones) volvió a descender, hasta situarse en el 1,9 % en diciembre, frente al 2,3 % de noviembre, continuando así la desaceleración paulatina experimentada por estos préstamos desde mayo de 2011. Los préstamos a hogares estuvieron dominados por los préstamos para adquisición de vivienda, cuya tasa de crecimiento interanual disminuyó del 3 % al 2,1 %. Se espera que los planes públicos para apoyar a los mercados inmobiliarios de determinados países de la zona del euro tengan un impacto menor en esta actividad crediticia en el futuro. Al mismo tiempo, las tasas de crecimiento interanual del crédito al consumo y de los préstamos para otras finalidades fueron del -2,2 % y el 1,4 %, respectivamente, en diciembre, ya que los hogares continuaron refrenando su recurso a estas fuentes de financiación.

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) descendió hasta el 1,3 % en diciembre, frente al 2,3 % de noviembre, como consecuencia de la disminución de la tasa de crecimiento interanual de todos los componentes. Aunque todos los componentes registraron flujos negativos en noviembre, los valores distintos de acciones a largo plazo se contrajeron significativamente en base consolidada en diciembre. Este resultado se deriva de considerables emisiones negativas, en base no consolidada, y del aumento de las tenencias de estos instrumentos por parte de las IFM. Además, en diciembre se observó una notable reducción de los depósitos a plazo a más de dos años de OIF, debida, en parte, a la reversión de una operación de titulación y a una caída de los depósitos de las empresas de seguros y los fondos de pensiones. En diciembre se registró un nuevo incremento de los flujos de capital y reservas, que se tradujo en un aumento de la correspondiente tasa de crecimiento interanual hasta situarla en el 6,9 %, frente al 6,2 % del mes anterior.

Los flujos interanuales de entrada registrados en la posición acreedora neta frente al exterior de las IFM disminuyeron hasta situarse en 153 mm de euros en diciembre, frente a los 190 mm de euros de noviembre (véase gráfico 8). Sin embargo, las ligeras entradas (4 mm de euros) de diciembre invirtieron la

Gráfico 8 Contrapartidas de M3

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



Fuente: BCE.

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

trayectoria de significativas salidas observada entre agosto y noviembre. En términos brutos, las IFM volvieron a acumular activos y pasivos exteriores.

En conjunto, los datos monetarios de diciembre indican una atonía de la expansión monetaria y crediticia frente a residentes en la zona del euro, que estuvo impulsada, en parte, por la reducción de los préstamos interbancarios realizados a través de entidades de contrapartida central. La desaceleración queda mitigada por el hecho de que las IFM de la zona del euro han prestado importes significativos a las Administraciones Públicas de la zona. La expansión del crédito al sector privado de la zona del euro se contrajo debido a la disminución de las tenencias de valores y a la ralentización de la actividad crediticia. En diciembre, la moderación del crecimiento interanual de los préstamos de las IFM al sector privado fue especialmente marcada en el caso de los préstamos a sociedades no financieras y a OIF. Los criterios de concesión de préstamos bancarios se endurecieron de nuevo y la oferta de préstamos de deterioró en algunos países de la zona del euro a finales de 2011. Sin embargo, las complejas operaciones de balance realizadas a finales del año pueden llevar a sobrestimar la caída de la actividad crediticia en diciembre. En conjunto, es fundamental seguir atentamente la evolución del crédito en los próximos meses para detectar signos de contracción del crédito.

Recuadro I

RESULTADOS DE LA ENCUESTA SOBRE PRÉSTAMOS BANCARIOS EN LA ZONA DEL EURO CORRESPONDIENTE AL CUARTO TRIMESTRE DE 2011

En este recuadro se presentan los principales resultados de la encuesta sobre préstamos bancarios en la zona del euro correspondiente al cuarto trimestre de 2011 que realiza el Eurosistema y que se llevó a cabo entre el 19 de diciembre de 2011 y el 9 de enero de 2012¹. En conjunto, las entidades de crédito de la zona del euro señalaron que el endurecimiento neto de los criterios de concesión de los préstamos había aumentado de manera acusada en comparación con el tercer trimestre de 2011, más de lo esperado por las entidades encuestadas tres meses antes. Este incremento fue especialmente pronunciado en el caso de los préstamos a las sociedades no financieras y de los préstamos a hogares para adquisición de vivienda, y en gran medida reflejó la percepción de las entidades de aumento de los riesgos en torno a las perspectivas económicas, así como de recrudecimiento de las tensiones observadas en relación con el acceso a la financiación y con el nivel de capital de las entidades de crédito. En cuanto a la demanda de préstamos, las entidades indicaron que la demanda neta de préstamos por parte de empresas y de préstamos a hogares para adquisición de vivienda había disminuido. Las expectativas de las entidades participantes en la encuesta apuntan a que los citados criterios y la demanda neta de préstamos por parte de empresas y de hogares seguirán deteriorándose en el primer trimestre de 2012.

Préstamos y líneas de crédito a empresas

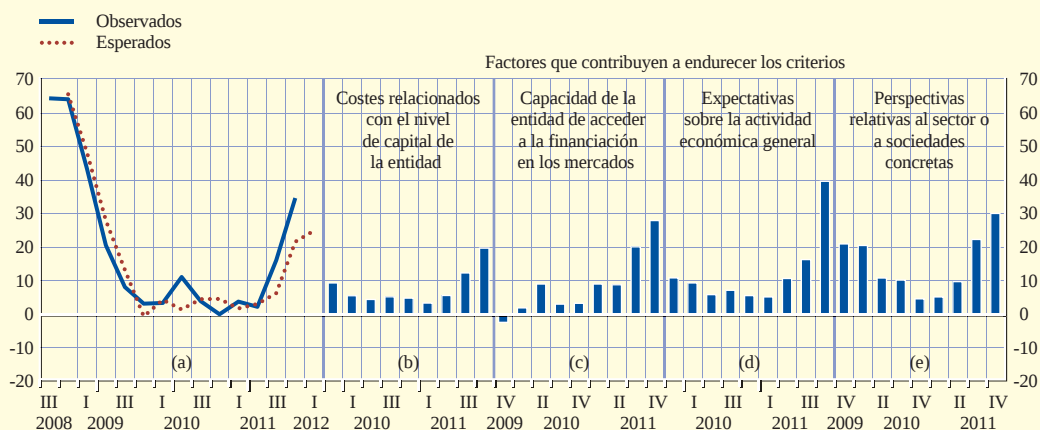
Criterios de aprobación del crédito: En el cuarto trimestre de 2011, el porcentaje neto² de entidades que señalaron que los criterios de concesión de préstamos y líneas de crédito a empresas habían registrado

1 La fecha límite para la recepción de los datos de las entidades participantes fue el 9 de enero de 2012. El 1 de febrero de 2012 se publicó una valoración exhaustiva de los resultados, que se puede consultar en la dirección del BCE en Internet.

2 El porcentaje neto se refiere a la diferencia entre el porcentaje de entidades que han indicado que los criterios de concesión de los préstamos se han endurecido y el de las que han señalado que se han relajado. Un porcentaje neto positivo indica que las entidades participantes han tendido a endurecer los criterios de aprobación («se han endurecido en términos netos»), mientras que un porcentaje neto negativo es indicativo de que las entidades han tendido a relajar los citados criterios («se han relajado en términos netos»).

Gráfico A Cambios en los criterios de concesión aplicados a los préstamos o líneas de crédito a empresas

(porcentaje neto)



Notas: En el panel (a), el porcentaje neto se refiere a la diferencia entre la suma de los porcentajes correspondientes a las respuestas «se han endurecido considerablemente» y «se han endurecido en cierta medida» y la suma de los porcentajes correspondientes a las respuestas «se han relajado en cierta medida» y «se han relajado considerablemente». El porcentaje neto de las preguntas relacionadas con los factores se define como la diferencia entre el porcentaje de entidades que indican que un factor determinado ha contribuido a un endurecimiento y las que indican que ha contribuido a una relajación. Los valores «observados» se refieren al período en que se realizó la encuesta. Los valores «esperados» se refieren a los cambios esperados en los tres meses siguientes.

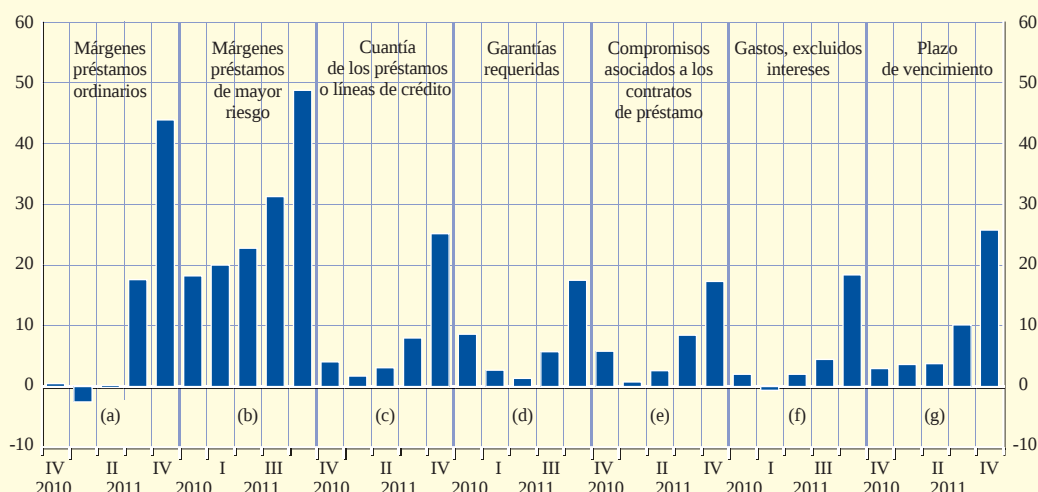
un endurecimiento aumentó hasta el 35%, desde el 16% del trimestre anterior (véase gráfico A). El endurecimiento neto observado fue mayor de lo esperado por las entidades encuestadas tres meses antes (22%). Los citados criterios se endurecieron en términos netos tanto para los préstamos a corto plazo (24%, frente al 11% del trimestre precedente) como para los préstamos a largo plazo (42%, frente al 20%). Además, el endurecimiento neto de los criterios de concesión aumentó en mayor medida en el caso de los préstamos a grandes empresas (44%, frente al 19%) que en el de los préstamos a pequeñas y medianas empresas (pymes; 28%, frente al 14%).

Si se consideran los factores determinantes del endurecimiento neto general de los criterios de aprobación del crédito, las entidades encuestadas indicaron que los relacionados con la percepción de riesgos en torno a las expectativas sobre la actividad económica general y las perspectivas relativas al sector o a sociedades concretas contribuyeron considerablemente al aumento del endurecimiento neto (40% y 30%, respectivamente, frente al 16% y el 22% del tercer trimestre). Además, en un contexto de intensificación de las tensiones en los mercados financieros y de dificultades en el acceso a la financiación para las entidades, los encuestados señalaron que los costes de financiación y la disponibilidad de fondos contribuyeron en mayor medida al endurecimiento neto de los criterios de aprobación del crédito que en el tercer trimestre. Este fue el caso de los tres componentes de este factor, a saber, los costes relacionados con el nivel de capital de las entidades (20%, frente al 12%), su capacidad para acceder a la financiación en los mercados (28%, frente al 20%) y su situación de liquidez (27%, frente al 14%). En cambio, otros factores, como la presión de la competencia de otras entidades y de instituciones no bancarias, prácticamente no se modificaron por segundo trimestre consecutivo.

Según señalaron las entidades de crédito de la zona del euro encuestadas, el endurecimiento de las condiciones de los nuevos préstamos y créditos marcó la evolución de los criterios de concesión en el cuarto trimestre de 2011 (véase gráfico B). La ampliación de los márgenes afectó de forma visible a los préstamos ordinarios (44%, frente al 18%) y a los préstamos de mayor riesgo (49%, frente al 31%).

Gráfico B Cambios en las condiciones para la aprobación de préstamos o líneas de crédito a empresas

(porcentaje neto de entidades que indican un endurecimiento de las condiciones)



Nota: El porcentaje neto se refiere a la diferencia entre la suma de los porcentajes correspondientes a las respuestas «se han endurecido considerablemente» y «se han endurecido en cierta medida» y la suma de los porcentajes correspondientes a las respuestas «se han relajado en cierta medida» y «se han relajado considerablemente».

Otras condiciones no relacionadas con el precio (por ejemplo, los gastos excluidos intereses, la cuantía y el plazo de vencimiento, así como las garantías requeridas) también registraron un endurecimiento adicional en el cuarto trimestre de 2011.

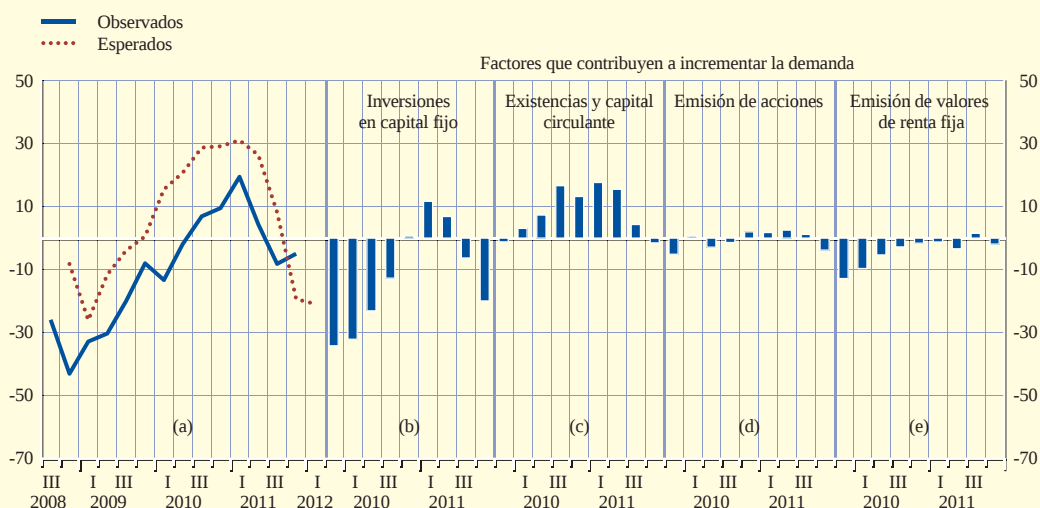
De cara al futuro, las entidades de crédito de la zona del euro esperan, en general, un nuevo aumento, aunque moderado, del endurecimiento neto de los criterios aplicados para la aprobación de préstamos a empresas en el primer trimestre de 2012 (hasta el 25%), y que este afecte principalmente a las grandes empresas, así como a los préstamos a largo plazo.

Demanda de préstamos: En el cuarto trimestre de 2011, la demanda neta de préstamos por parte de las empresas permaneció en niveles negativos por segundo trimestre consecutivo (véase gráfico C), aunque el ritmo de descenso fue menor (-5 %, frente al -8 %). Además, la demanda neta de préstamos a pymes fue menor que la de préstamos a grandes empresas en el cuarto trimestre (-7 % y -2 %, respectivamente), mientras que la disminución de la demanda neta fue similar en los distintos tamaños de empresas en el tercer trimestre (-3 % en ambos casos). Según las entidades encuestadas, aunque la demanda neta de préstamos a largo plazo se estabilizó en torno a 0, la de préstamos a corto plazo se redujo al mismo ritmo que en el trimestre precedente (-4 %).

Según indicaron las entidades encuestadas, la disminución de la demanda neta pareció estar principalmente impulsada por las menores necesidades de financiación de inversiones en capital fijo (-20 %, frente al -6 % del trimestre anterior), así como de operaciones de fusión y adquisición (-18 %, frente al -4 %), y, por tanto, fue acorde con las expectativas de contracción general del crecimiento económico. Además, las necesidades de financiación de existencias y capital circulante pasaron a ser negativas por primera vez desde finales de 2009 (-1 %, frente al 4 %). Las entidades participantes en la encuesta también señalaron que es posible que las sociedades no financieras hayan recurrido en cierta medida a fuentes de financiación alternativas, como la financiación interna.

Gráfico C Cambios en la demanda de préstamos o líneas de crédito por parte de empresas

(porcentaje neto)



Notas: En el panel (a), el porcentaje neto se refiere a la diferencia entre la suma de los porcentajes correspondientes a las respuestas «se ha incrementado considerablemente» y «se ha incrementado en cierta medida» y la suma de los porcentajes correspondientes a las respuestas «se ha reducido en cierta medida» y «se ha reducido considerablemente». El porcentaje neto de las preguntas relacionadas con los factores se define como la diferencia entre el porcentaje de entidades que indican que un factor determinado ha contribuido a un incremento de la demanda y las que indican que ha contribuido a una reducción. Los valores «observados» se refieren al período en que se realizó la encuesta. Los valores «esperados» se refieren a los cambios esperados en los tres meses siguientes.

De cara al futuro, las entidades de crédito esperan que la demanda de préstamos por parte de empresas continúe disminuyendo en el primer trimestre de 2012 (-21%, en términos netos). Esto sería aplicable en mayor medida a las grandes empresas (-21%) que a las pymes (-14%). En cuanto a los plazos de vencimiento, se espera que este descenso afecte en mayor medida a los préstamos a largo plazo (-27%) que a los de corto plazo (-10%).

Préstamos a hogares para adquisición de vivienda

Criterios de aprobación del crédito: Al igual que en el caso de los préstamos a empresas, el porcentaje neto de entidades que señaló que se había producido un endurecimiento de los criterios de concesión de los préstamos a hogares para adquisición de vivienda aumentó de manera significativa, hasta el 29% en el cuarto trimestre de 2011, desde el 18% del trimestre anterior (véase gráfico D), y más de lo esperado en ese trimestre (11%). Según las entidades encuestadas, el mayor grado de endurecimiento neto observado en el cuarto trimestre volvió a estar impulsado principalmente por los costes de financiación y la disponibilidad de fondos de las entidades (en términos netos, el 30% indicó que este factor había contribuido al endurecimiento de los criterios, frente al 17% del trimestre precedente). Además, la percepción de riesgos de las entidades con respecto a la actividad económica general (16%, frente al 10%) y a las perspectivas del mercado de la vivienda (15%, frente al 11%) contribuyó al endurecimiento neto adicional de los criterios de aprobación de los préstamos para adquisición de vivienda.

El sustancial aumento del endurecimiento neto de los criterios de aprobación de los préstamos para adquisición de vivienda condujo, asimismo, a un pronunciado aumento de los márgenes aplicados por las entidades a los préstamos ordinarios (29%, frente al 10%, en términos netos) y a los de mayor

Gráfico D Cambios en los criterios de concesión aplicados a los préstamos a hogares para adquisición de vivienda

(porcentaje neto)



Nota: Véanse las notas del gráfico A.

riesgo (33%, frente al 14%), así como a un endurecimiento neto adicional de la mayor parte de las condiciones no relacionadas con el precio, en comparación con el tercer trimestre.

De cara al futuro, las entidades esperan que el grado de endurecimiento neto de los criterios de concesión de préstamos para adquisición de vivienda disminuya ligeramente (24%) en el primer trimestre de 2012.

Demanda de préstamos: De forma paralela a la disminución de la demanda neta de préstamos por parte de las empresas y como consecuencia de la moderación del crecimiento económico, las entidades participantes en la encuesta señalaron que la demanda neta de préstamos para adquisición de vivienda había registrado un nuevo descenso, aunque moderado (-27%, desde el -24%; véase gráfico E). Esta reducción pareció estar impulsada, fundamentalmente, por el deterioro de las perspectivas relativas al mercado de la vivienda (-27%, desde el -23%) y de la confianza de los consumidores (-34%, desde el -24%).

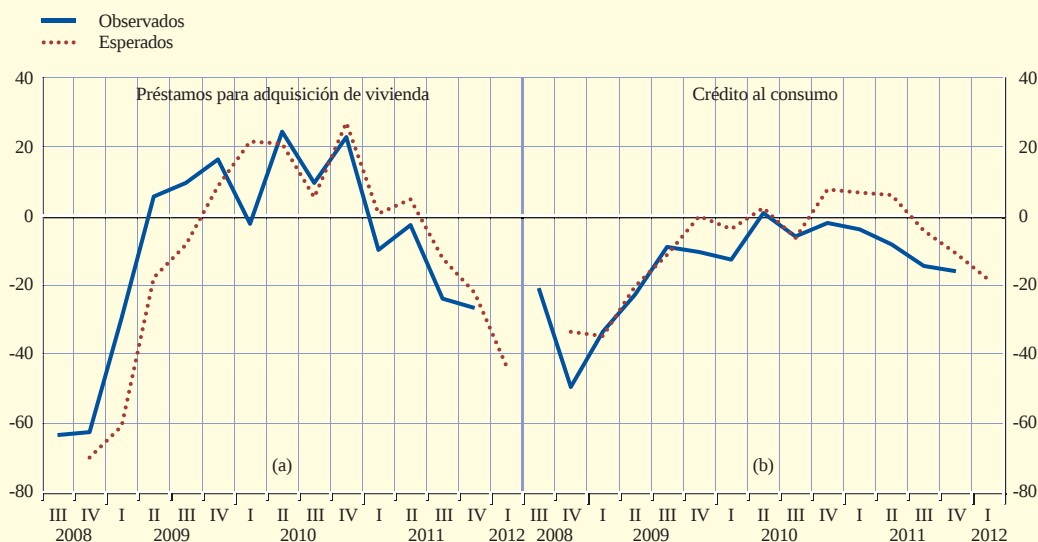
De cara al futuro, las entidades esperan un acusado descenso de la demanda de préstamos para adquisición de vivienda (-44%, en términos netos) en el primer trimestre de 2012.

Crédito al consumo y otros préstamos a hogares

Criterios de aprobación del crédito: Para el cuarto trimestre de 2011, las entidades de crédito de la zona del euro indicaron que el grado de endurecimiento neto de los criterios de aprobación del crédito al consumo y otros préstamos a hogares había aumentado moderadamente (13%, frente al 10%; véase gráfico F), siendo este incremento menor que en otras categorías de préstamo. Los principales factores determinantes del endurecimiento neto fueron los costes de financiación y la disponibilidad de fondos, mientras que la percepción de riesgos relacionados con las perspectivas económicas y la

Gráfico E Cambios en la demanda de préstamos a hogares para adquisición de vivienda y de crédito al consumo

(porcentaje neto)



Notas: El porcentaje neto se refiere a la diferencia entre la suma de los porcentajes correspondientes a las respuestas «se ha incrementado considerablemente» y «se ha incrementado en cierta medida» y la suma de los porcentajes correspondientes a las respuestas «se ha reducido en cierta medida» y «se ha reducido considerablemente». Los valores «observados» se refieren al período en que se realizó la encuesta. Los valores «esperados» se refieren a los cambios esperados en los tres meses siguientes.

solvencia de los consumidores prácticamente no se modificó. El mayor endurecimiento neto de los criterios de aprobación se tradujo en un endurecimiento de las condiciones relacionadas con el precio. El porcentaje neto de entidades que señaló una ampliación de sus márgenes se incrementó ligeramente en el cuarto trimestre, mientras que la contribución de las condiciones no relacionadas con el precio apenas se modificó en comparación con la encuesta anterior.

Gráfico F Cambios en los criterios de concesión aplicados al crédito al consumo y a otros préstamos a hogares

(porcentaje neto)



Nota: Véanse las notas del gráfico A.

De cara al futuro, en términos netos, el 11 % de las entidades esperan que los criterios de aprobación del crédito al consumo y otros préstamos a hogares vuelvan a endurecerse en el primer trimestre de 2012.

Demanda de préstamos: En el cuarto trimestre de 2011, las entidades encuestadas manifestaron que la demanda neta de crédito al consumo había vuelto a disminuir ligeramente (–16 %, en términos netos, desde el –15 % del trimestre anterior; véase gráfico E), principalmente como consecuencia de la menor confianza de los consumidores y de la reducción del gasto en bienes de consumo duradero.

De cara al futuro, las entidades esperan que la demanda de crédito al consumo continúe descendiendo en el primer trimestre de 2012 (–18 %, en términos netos).

Preguntas ad hoc sobre el acceso a la financiación

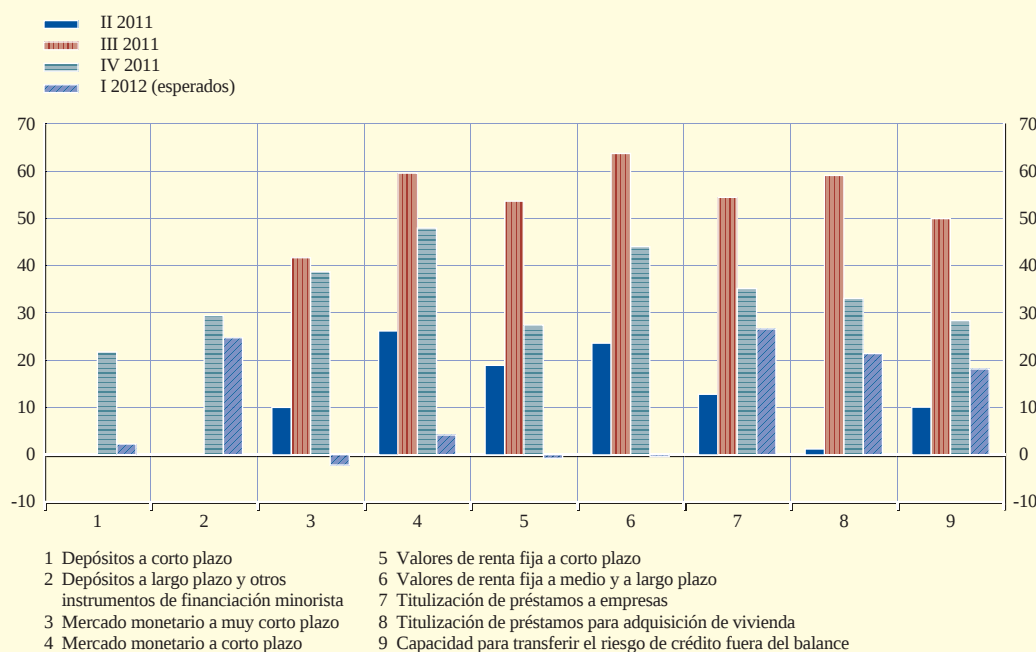
Al igual que en encuestas anteriores, en la de enero de 2012 se planteó una pregunta ad hoc con el objeto de valorar la medida en que las tensiones registradas en los mercados financieros habían afectado al acceso de las entidades de crédito a la financiación en los mercados mayoristas en el cuarto trimestre de 2011, así como hasta qué punto podrían seguir influyendo en el primer trimestre de 2012. Por primera vez, en la pregunta también se contemplaba el acceso a la financiación minorista.

En términos netos, las entidades de la zona del euro participantes en la encuesta señalaron una ligera mejora del acceso a los mercados monetarios, tanto a los de muy corto plazo³ como a aquellos con

3 Menos de una semana.

Gráfico G Cambios en el acceso a la financiación en los mercados mayoristas en los tres últimos meses

(porcentaje neto de entidades que han señalado que el acceso se ha deteriorado)



Nota: El porcentaje neto se refiere a la diferencia entre la suma de los porcentajes correspondientes a las respuestas «se ha deteriorado considerablemente» y «se ha deteriorado en cierta medida», y la suma de los porcentajes correspondientes a las respuestas «ha mejorado en cierta medida» y «ha mejorado considerablemente».

plazos de vencimiento superiores a una semana, así como de la emisión de valores de renta fija para todos los plazos de vencimiento (véase gráfico G). Además, las condiciones de acceso a la titulización parecieron haber mejorado considerablemente en el cuarto trimestre de 2011, tanto en lo que respecta a la titulización fuera de balance o real como a la capacidad de las entidades para transferir riesgos fuera del balance (titulización sintética). En cuanto al acceso a la financiación minorista, las entidades indicaron la existencia de dificultades en este sentido en el cuarto trimestre de 2011, aunque, en promedio, menores que para acceder a la financiación en los mercados mayoristas.

De cara al futuro, las entidades de crédito de la zona del euro esperan que las condiciones de acceso a la financiación en los mercados mayoristas se estabilicen en el primer trimestre de 2012 y que, en cambio, el acceso a la titulización de préstamos siga siendo limitado. Además, las entidades prevén que las condiciones de acceso a la financiación minorista mejoren solo ligeramente.

Preguntas ad hoc sobre el impacto de la crisis de la deuda soberana en las condiciones de financiación de las entidades de crédito y en los criterios de aprobación del crédito

En la encuesta de enero de 2012 se incluyó también una nueva pregunta ad hoc con el objeto de valorar el impacto de la crisis de la deuda soberana en las condiciones de financiación de las entidades de crédito y en los criterios de aprobación del crédito. Las entidades encuestadas señalaron que las tensiones registradas en los mercados de deuda soberana provocaron un deterioro considerable de las condiciones de financiación debido a problemas de disponibilidad de fondos y de gestión de la liquidez, así como a través de otros canales más indirectos. En términos netos, aproximadamente el 30% de las entidades consideraron que el deterioro de las condiciones de financiación era consecuencia de la crisis de la deuda soberana a través de su exposición directa a este instrumento, la reducción del valor de las garantías materializadas en deuda pública u otros efectos.

Las entidades participantes en la encuesta también manifestaron que las vulnerabilidades relacionadas con la crisis de la deuda soberana han contribuido sustancialmente al endurecimiento de los criterios de aprobación del crédito, aunque parte del sistema bancario estaba en posición de proteger su política crediticia del impacto de la crisis. De hecho, un porcentaje neto más reducido de entidades reconoció que habían influido en el endurecimiento de los citados criterios, situándose en torno al 27%, en promedio, en el caso de los préstamos a las sociedades no financieras y al 15% en el de los préstamos a hogares.

Preguntas ad hoc sobre el impacto de Basilea III y de otros cambios en la regulación bancaria

En la encuesta de enero de 2012 también se incluyeron dos preguntas ad hoc con el objeto de valorar la medida en que los nuevos requerimientos de capital regulatorio fijados en «Basilea III»⁴ o en cualquier otra normativa nacional específica relativa al capital de las entidades de crédito pueden afectar a las políticas crediticias de las entidades de crédito.

Según las respuestas de las entidades encuestadas, en términos netos⁵, el 34% indicó que sus activos ponderados por el riesgo habían disminuido en los seis meses precedentes y el 43% espera una nueva reducción en los seis meses siguientes, como consecuencia del cumplimiento de los requerimientos de capital establecidos en «Basilea III» (o en cualquier otra normativa nacional específica relativa al

4 Véase el documento titulado *Basel III: A global regulatory framework for more resilient banks and banking systems*, Comité de Supervisión Bancaria de Basilea, Banco de Pagos Internacionales, 16 de diciembre de 2010 (disponible en: <http://www.bis.org/publ/bcbs189.pdf>).

5 Los resultados presentados se calculan en porcentaje del número de entidades que no respondieron «no es aplicable a mi entidad».

capital de las entidades de crédito que se haya aprobado recientemente o que esté previsto aprobar en un futuro próximo). Se esperaba y se espera que esta reducción siga centrada en los préstamos de mayor riesgo, en contraposición a los préstamos ordinarios. En cuanto al efecto en su nivel de capital, en términos netos, el 42 % de las entidades señaló que su nivel de capital había aumentado en los seis meses anteriores, mientras que el 34 % espera un incremento en el primer semestre de 2012. En los seis meses anteriores, el aumento de los niveles de capital de las entidades se consiguió fundamentalmente a través de la emisión de nuevas acciones, en lugar de a través de los beneficios no distribuidos. La comparación de las respuestas con las de la encuesta de julio de 2011 muestra una clara aceleración del proceso de ajuste a las nuevas exigencias regulatorias a través de una reducción de los activos ponderados por el riesgo en la segunda mitad de 2011.

Aproximadamente un tercio de las entidades encuestadas indicaron que habían endurecido los criterios de aprobación de los préstamos a grandes empresas como consecuencia de los ajustes aplicados para cumplir la nueva normativa nacional y/o los requerimientos de capital fijados en Basilea III. Los criterios de aprobación de los préstamos a pymes y a hogares para vivienda o con fines de consumo se vieron afectados en menor medida, aunque más de lo esperado en la encuesta de julio de 2011. Para el primer semestre de 2012, las entidades esperan un mayor endurecimiento neto de los criterios debido a las presiones regulatorias, que deberían afectar principalmente a los préstamos a las grandes empresas y a los préstamos para adquisición de vivienda.

2.2 EMISIONES DE VALORES

La tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones emitidos por residentes en la zona del euro cayó hasta el 2,5 % en noviembre de 2011. El descenso de la actividad emisora por parte de las Administraciones Públicas y de las instituciones financieras distintas de las IFM no se vio compensado por el crecimiento interanual más intenso de los valores distintos de acciones emitidos por las sociedades no financieras y, en menor medida, por las IFM. Al mismo tiempo, la tasa de crecimiento interanual de la emisión de acciones cotizadas disminuyó ligeramente, hasta el 1,5 %, como consecuencia, principalmente, de la contracción de la actividad emisora del sector financiero, mientras que las emisiones de las sociedades no financieras se mantuvieron casi sin variación.

VALORES DISTINTOS DE ACCIONES

En noviembre de 2011, la tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones emitidos por residentes en la zona del euro cayó hasta el 2,5 %, desde el 3,4 % registrado el mes anterior (véase cuadro 4). Esta evolución general estuvo impulsada, sobre todo, por la mayor contracción interanual de la emisión de valores a corto plazo, mientras que el crecimiento de la emisión de valores distintos de acciones a largo plazo a tipo de interés fijo fue más lento que en octubre. Si se analizan las tendencias a corto plazo, la tasa de crecimiento semestral anualizada y desestacionalizada de las emisiones de valores distintos de acciones disminuyó hasta situarse en el 3,1 % en noviembre de 2011, frente al 3,5 % del mes precedente (véase gráfico 9). Este descenso fue generalizado en todos los sectores, excepto el de IFM.

La contracción interanual de la emisión de valores a corto plazo, que comenzó a principios de 2010, se vio compensada con creces en noviembre de 2011 por el crecimiento de las emisiones de valores distintos de acciones a largo plazo a tipo de interés fijo. Al mismo tiempo, las emisiones de valores distintos de acciones a largo plazo a tipo de interés variable experimentaron un retroceso adicional, continuando con la tendencia que se inició a mediados de 2011.

Cuadro 4 Valores emitidos por residentes en la zona del euro

Sector emisor	Saldo vivo (mm de euros) Noviembre 2011	Tasas de crecimiento interanual ¹⁾					
		2010 IV	2011 I	2011 II	2011 III	2011 Oct	2011 Nov
Valores distintos de acciones	16.456	3,6	3,8	3,5	3,5	3,4	2,5
IFM	5.453	-0,1	0,6	1,1	1,9	2,9	3,1
Instituciones financieras no monetarias	3.283	1,5	1,9	0,8	-0,3	0,0	-1,9
Sociedades no financieras	870	8,3	6,2	4,1	4,9	4,7	5,0
Administraciones Públicas	6.850	7,5	7,3	6,9	6,6	5,3	3,9
<i>De las cuales:</i>							
Administración Central	6.229	7,1	6,7	6,1	5,9	4,7	3,0
Otras Administraciones Públicas	621	12,4	13,0	15,8	14,6	12,8	13,6
Acciones cotizadas	3.893	1,7	1,4	1,5	1,9	1,7	1,5
IFM	331	6,6	6,4	7,5	12,4	10,2	9,1
Instituciones financieras no monetarias	271	4,2	3,4	4,2	5,0	5,8	4,6
Sociedades no financieras	3.291	0,8	0,6	0,5	0,4	0,3	0,3

Fuente: BCE.

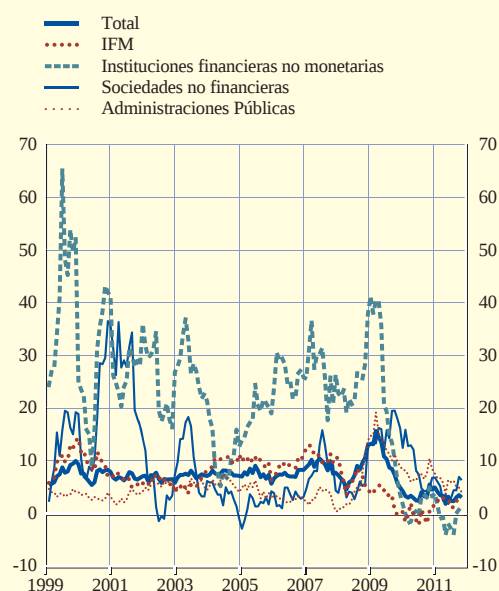
1) Para más información, véanse las notas técnicas relativas a las secciones 4.3 y 4.4 de las «Estadísticas de la zona del euro».

La tasa de crecimiento total de las emisiones de valores distintos de acciones registrada en noviembre ocultó una evolución dispar en los distintos sectores. La tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones emitidos por las sociedades no financieras repuntó hasta situarse en el 5% en dicho mes, frente al 4,7% de octubre. Este ligero aumento debería valorarse en un entorno de disminución de los rendimientos, particularmente en el caso de las empresas con una calificación crediticia intermedia o elevada. Como consecuencia de las tensiones relacionadas con la crisis de la deuda soberana en la zona del euro, algunos valores de renta fija privada de la zona tenían una rentabilidad más baja que la deuda pública emitida por los países donde se encuentran ubicadas las empresas emisoras.

Según los datos facilitados por los participantes en los mercados, en noviembre la actividad emisora se distribuyó por igual entre los principales sectores, como los de automoción, energía y telecomunicaciones. En el sector financiero, la tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones emitidos por las IFM se incrementó ligeramente, 0,2 puntos porcentuales, hasta situarse en el 3,1% en noviembre, en un entorno de necesidades de capitalización adicionales, y pese al coste nominal relativamente elevado de la financiación mediante valores de renta fija para las instituciones financieras. En cambio, las emisiones de valores de las instituciones financieras distintas de las IFM se contrajeron un 1,9% en términos interanuales en noviembre, frente al 0% del mes anterior. Por último, la tasa de crecimiento interanual de la deuda emitida por el sector de Administraciones Públicas continuó descendiendo, situándose en el 3,9% en noviembre, frente al 5,3% de octubre, en un contexto de esfuerzos renovados para mejorar la situación presupuestaria de los países.

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

(tasas de crecimiento semestrales anualizadas desestacionalizadas)



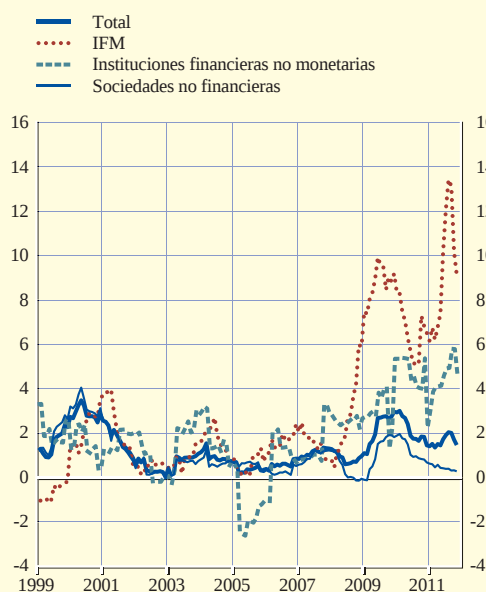
Fuente: BCE.

ACCIONES COTIZADAS

La tasa de crecimiento interanual de la emisión de acciones cotizadas por parte de residentes en la zona del euro disminuyó levemente, hasta situarse en el 1,5% en noviembre, debido sobre todo al descenso de la actividad emisora del sector financiero. La tasa de crecimiento interanual de la emisión de acciones por parte de las IFM cayó hasta el 9,1% en noviembre, desde el 10,2% de octubre (véase gráfico 10). El menor dinamismo de las emisiones de acciones por parte de las IFM de la zona del euro fue reflejo, en parte, de las continuas tensiones en los mercados financieros. Al mismo tiempo, la tasa de crecimiento interanual de las acciones cotizadas emitidas por las instituciones financieras distintas de las IFM se redujo en 1,2 puntos porcentuales, hasta situarse en el 4,6%, mientras que la de las acciones cotizadas emitidas por las sociedades no financieras se mantuvo prácticamente sin variación en el 0,3%.

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

(tasas de crecimiento interanual)



Fuente: BCE.

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

2.3 TIPOS DE INTERÉS DEL MERCADO MONETARIO

Los tipos de interés del mercado monetario se redujeron entre principios de enero y comienzos de febrero de 2012. En el primer período de mantenimiento de 2012, que comenzó el 18 de enero, el eonia se mantuvo en un nivel reducido, siendo reflejo del abundante exceso de liquidez, asociado, en parte, al recorte del coeficiente de reservas obligatorias que entró en vigor en dicho período.

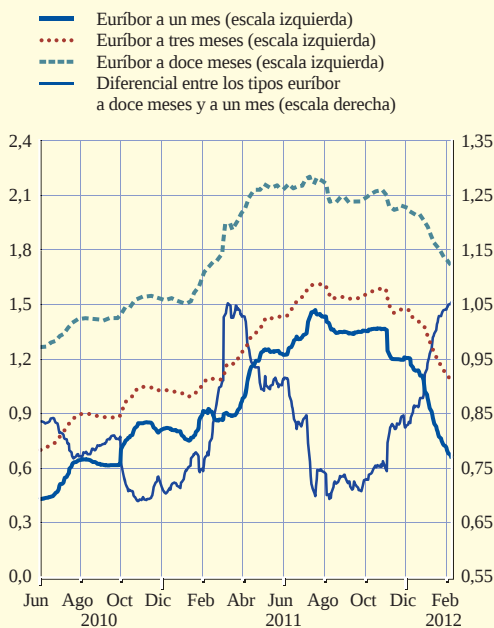
Los tipos de interés del mercado monetario sin garantías se redujeron entre principios de enero y comienzos de febrero de 2012. El 8 de febrero, los tipos euríbor a un mes, a tres meses, a seis meses y a doce meses se situaron en el 0,66%, el 1,08%, el 1,38% y el 1,71%, respectivamente, es decir, 22, 18, 16 y 16 puntos básicos, respectivamente, por debajo de los niveles observados el 11 de enero. Además, el diferencial entre el euríbor a doce meses y a un mes —un indicador de la pendiente de la curva de rendimientos del mercado monetario— aumentó ligeramente, hasta situarse en 105 puntos básicos el 8 de febrero (véase gráfico 11).

El tipo *swap* del eonia a tres meses se situó en el 0,34% el 8 de febrero, 1 punto básico por debajo del nivel observado el 11 de enero. El tipo sin garantías correspondiente se redujo 18 puntos básicos, hasta el 1,08%, por lo que el diferencial entre el euríbor a tres meses sin garantías y el tipo *swap* del eonia al mismo plazo disminuyó 17 puntos básicos y se situó en 74 puntos básicos el 8 de febrero.

El 8 de febrero, los tipos de interés implícitos en los precios de los futuros del euríbor a tres meses con vencimiento en marzo, junio, septiembre y diciembre de 2012 se situaron en el 0,89%, el 0,78%, el 0,76% y el 0,78%, respectivamente, lo que representa descensos de 12, 13, 10 y 8 puntos básicos, respectivamente, en comparación con los niveles observados el 11 de enero.

Gráfico 11 Tipos de interés del mercado monetario

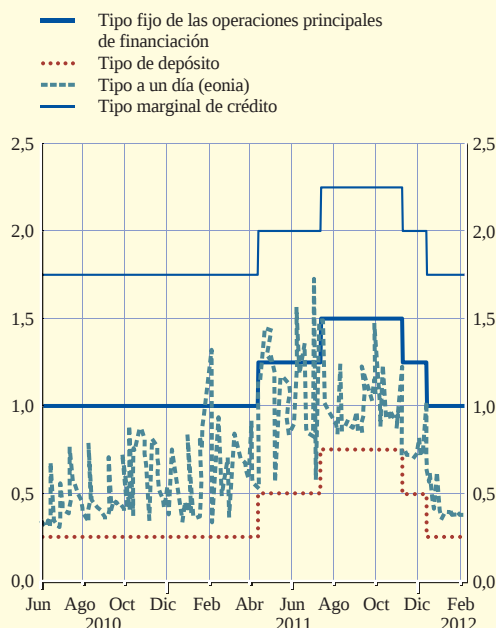
(porcentajes; diferencial en puntos porcentuales; datos diarios)



Fuentes: BCE y Thomson Reuters.

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

(porcentajes; datos diarios)



Fuentes: BCE y Thomson Reuters.

Entre el 11 y el 17 de enero, último día del duodécimo período de mantenimiento de 2011, el eonia permaneció estable en torno al 0,37 %, en un contexto de mayores niveles de exceso de liquidez, y, a diferencia de lo ocurrido en los últimos meses, no repuntó el último día del período de mantenimiento y se situó en el 0,39 %. Durante el resto de enero y principios de febrero, el eonia se mantuvo igualmente estable y siguió rondando el 0,37 %. En conjunto, el diferencial negativo entre el eonia y el tipo de interés de las operaciones principales de financiación (OPF) fue reflejo del volumen total de exceso de liquidez. El 8 de febrero, el eonia se situó en el 0,36 %.

El Eurosistema llevó a cabo varias operaciones de financiación entre el 11 de enero y el 8 de febrero. El 17 de enero efectuó una operación de ajuste en la que se absorbieron 217 mm de euros, con el fin de contrarrestar el superávit de liquidez que se originó al final del duodécimo período de mantenimiento de 2011. En consonancia con una decisión adoptada por el Consejo de Gobierno el 8 de diciembre, estas operaciones de ajuste han quedado interrumpidas hasta nuevo aviso. En las operaciones principales de financiación del primer período de mantenimiento de 2012, realizadas los días 17, 24 y 31 de enero y 7 de febrero, el Eurosistema adjudicó 126,9 mm de euros, 130,3 mm de euros, 115,6 mm de euros y 109,5 mm de euros, respectivamente.

El Eurosistema también llevó a cabo dos OFPML en enero, en las que aplicó un procedimiento de subasta a tipo de interés fijo con adjudicación plena: una operación de financiación a plazo especial efectuada el 17 de enero con plazo de vencimiento de un período de mantenimiento (en la que se adjudicaron 38,7 mm de euros), y una OFPML a tres meses realizada el 25 de enero (en la que se adjudicaron 19,6 mm de euros). El descenso observado en los volúmenes de adjudicación de las operaciones principales de financiación y de las OFPML fue reflejo del hecho de que el sector bancario había recibido abundante

liquidez en la OFPML a tres años llevada a cabo el 21 de diciembre, y de la reducción del coeficiente de reservas obligatorias del 2 % al 1 %, que entró en vigor con el primer período de mantenimiento de reservas de 2012. El objetivo de las operaciones a tres años y del recorte del citado coeficiente era apoyar la provisión de crédito a la economía, al permitir a las entidades de crédito gestionar su riesgo de liquidez a plazos más largos, lo que también generó el efecto automático de contraer la demanda de liquidez a plazos cortos por parte de las entidades bancarias (véase también el recuadro 2).

El Eurosistema también ejecutó cuatro operaciones de absorción de liquidez a una semana los días 17, 24 y 31 de enero y 7 de febrero, aplicando un procedimiento de subasta a tipo de interés variable con un tipo máximo de puja del 1 %. Con estas operaciones, el Eurosistema absorbió totalmente la liquidez proporcionada mediante las adquisiciones efectuadas en el marco del Programa para los Mercados de Valores.

El primer período de mantenimiento de 2012, que comenzó el 18 de enero, se caracterizó por unos niveles elevados de exceso de liquidez, situándose el recurso medio diario a la facilidad de depósito en 483,6 mm de euros el 8 de febrero.

Recuadro 2

APLICACIÓN DE NUEVAS NORMAS SOBRE ACTIVOS DE GARANTÍA Y RESERVAS MÍNIMAS

Continuando sus esfuerzos de apoyo al crédito bancario y a la liquidez en el mercado monetario de la zona del euro a fin de asegurar una transmisión efectiva de la política monetaria del BCE a la economía real en toda la zona del euro, el Consejo de Gobierno anunció tras su reunión de 8 de diciembre de 2011 otras medidas no convencionales¹. Además de ampliar la oferta de operaciones de financiación, el Consejo de Gobierno decidió, con objeto de asegurar la correcta transmisión de la política monetaria, ampliar temporalmente la lista de activos de garantía admisibles en las operaciones del Eurosistema, pues algunas entidades de crédito podían ver restringido su acceso a las operaciones de financiación por falta de activos admisibles². Para reducir la necesidad de liquidez del sistema bancario y apoyar la actividad del mercado monetario de la zona del euro, el Consejo de Gobierno decidió reducir temporalmente el coeficiente de reservas mínimas del 2 % al 1 %.

La ampliación de la lista de activos de garantía admisibles facilita el acceso a la financiación

La ampliación temporal de la lista de activos de garantía admisibles anunciada el 8 de diciembre de 2011 consta de dos elementos. En primer lugar, el Consejo de Gobierno decidió reducir el umbral de calidad crediticia de ciertos tipos de bonos de titulización de activos admisibles³. En segundo lugar, se aceptará como activos de garantía en las operaciones del Eurosistema una mayor proporción de préstamos no titulizados (es decir, créditos). En concreto, como solución temporal, cada BCN podrá autorizar la utilización de créditos sobre la base de criterios de admisibilidad y normas pertinentes de control de riesgos que habrá de aprobar el Consejo de Gobierno. La dimensión nacional de

1 Véase además, en el Boletín Mensual de enero de 2012, el recuadro «Efecto de la primera operación de financiación a plazo más largo con vencimiento a tres años» y, en el Boletín Mensual de diciembre de 2011, el recuadro «Otras medidas de política monetaria no convencionales adoptadas por el Consejo de Gobierno el 8 de diciembre de 2011».

2 Los criterios de admisibilidad generales del Eurosistema aplicables a los créditos y establecidos en la publicación titulada «La aplicación de la política monetaria en la zona del euro – Documentación General sobre los instrumentos y procedimientos de la política monetaria del Eurosistema» se mantienen inalterados.

3 Para más información, véase la nota de prensa de 8 de diciembre de 2011 titulada «El BCE anuncia medidas para apoyar el crédito bancario y la actividad en el mercado monetario».

esta medida proporciona una protección adicional frente a los riesgos, ya que cada BCN posee un profundo conocimiento de su mercado de crédito nacional. Se espera que esta medida facilite una transmisión más uniforme de la política monetaria única en la zona del euro. La responsabilidad derivada de la admisión de estos «otros créditos al corriente de pago» recaerá sobre el BCN que haya autorizado su uso. El 9 de febrero, el Consejo de Gobierno aprobó un primer grupo de siete marcos reguladores de «otros créditos al corriente de pago», presentados por los BCN siguientes: Banc Ceannais na hÉireann/Central Bank of Ireland, Banco de España, Banque de France, Banca d'Italia, Central Bank of Cyprus, Oesterreichische Nationalbank y Banco de Portugal.

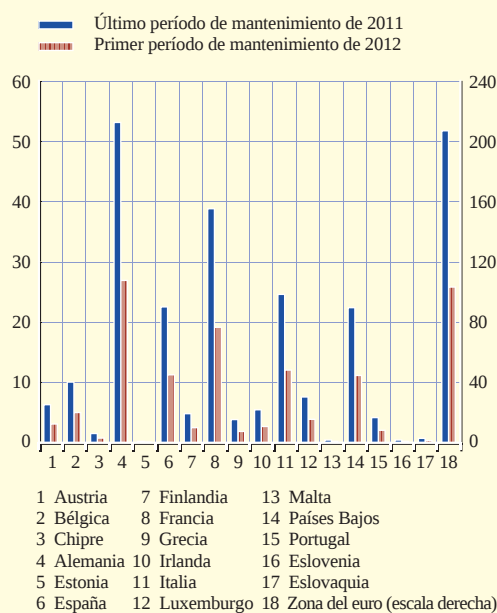
A fin de mantener la coherencia entre los diversos marcos para otros créditos al corriente de pago y entre estos y el sistema de control de riesgos del Eurosistema, el Consejo de Gobierno decidió, además, que a todos los marcos para otros créditos al corriente de pago se les aplicara un umbral mínimo de calidad crediticia. No obstante, cada BCN podrá optar por fijar un umbral mínimo más estricto. Además, se ha establecido un sistema de recortes mínimos de valoración para créditos individuales distintos de los garantizados por activos inmobiliarios. Tanto para créditos individuales garantizados por activos inmobiliarios como para grupos de créditos («credit pools») se han adoptado calibraciones equivalentes de recortes de valoración. Los sistemas de recortes de valoración aseguran la equivalencia de riesgos para los distintos tipos de créditos presentados en todas las jurisdicciones. Asimismo, el Consejo de Gobierno realizará un seguimiento continuo de la utilización y la eficacia de los marcos para «otros créditos al corriente de pago». Se espera que, después de aplicar los criterios de admisibilidad y los recortes de valoración especificados en los respectivos marcos para otros créditos al corriente de pago, el Banc Ceannais na hÉireann/Central Bank of Ireland, el Banco de España, el Banque de France, la Banca d'Italia, el Central Bank of Cyprus, el Oesterreichische Nationalbank y el Banco de Portugal podrán aceptar otros créditos al corriente de pago por un importe total estimado de unos 200.000 millones de euros. Este sistema flexible de aceptación de marcos para «otros créditos al corriente de pago» permitirá una rápida expansión de los activos de garantía admisibles cuando se necesiten para contrarrestar el riesgo de una escasez más generalizada de dichos activos provocado por las tensiones persistentes en los mercados financieros. Al mismo tiempo, al mantener soluciones uniformes sobre el control de riesgos, se garantiza el cumplimiento del alto nivel de prudencia del Eurosistema.

Un menor coeficiente de reservas reduce las necesidades de liquidez del sistema bancario

El Consejo de Gobierno decidió, además, reducir el coeficiente de reservas mínimas del 2% al 1% a partir del período de mantenimiento que comienza el 18 de enero de 2012. Esta medida significa que el volumen medio de liquidez que las entidades de crédito han de mantener en sus cuentas corrientes durante el período de mantenimiento para cumplir las exigencias de reservas mínimas se reduce a la

Examen comparativo de reservas mínimas

(mm de EUR)



Fuente: BCE.

mitad, de aproximadamente 200.000 millones de euros en cifras agregadas a aproximadamente 100.000 millones de euros. El gráfico muestra que las exigencias de reservas se redujeron proporcionalmente en todos los países entre el último período de mantenimiento de 2011 y el primer período de mantenimiento de 2012. Reducir las exigencias de reservas responde a una doble finalidad. La primera y principal, se reducen las necesidades de liquidez de las entidades de crédito y, con ello, el volumen de activos que pueden tener que movilizar a fin de lograr la financiación del Eurosistema para cumplir las exigencias de reservas. La segunda finalidad que se persigue, el fomento de la actividad del mercado monetario, principalmente porque aumentan los incentivos para que las entidades de crédito con exceso de efectivo ofrezcan su liquidez a otras entidades, puesto que ya no pueden depositarla en la cuenta de reservas plenamente remunerada.

2.4 MERCADOS DE RENTA FIJA

Entre principios enero y comienzos de febrero de 2012, los rendimientos de la deuda pública a largo plazo con calificación AAA de la zona del euro prácticamente no experimentaron variación, mientras que los rendimientos de la deuda pública comparable de Estados Unidos aumentaron ligeramente. La evolución de los mercados de deuda pública durante este período parece reflejar una combinación de factores. En Estados Unidos, en el positivo clima de los mercados influyó la publicación de unos datos macroeconómicos que, en general, fueron mejores de lo esperado. En la zona del euro, la ambivalente información sobre la evolución económica y financiera, incluidas las rebajas de la calificación crediticia de varios emisores soberanos de la zona del euro, no parece haber afectado significativamente al clima de los mercados. La incertidumbre respecto a la futura evolución de los mercados de renta fija, medida por la volatilidad implícita de estos mercados, sigue siendo elevada en términos históricos, pese a la notable moderación observada durante el período de referencia. Los indicadores de mercado sugieren que las expectativas de inflación siguen estando plenamente en consonancia con la estabilidad de precios.

Entre el 2 de enero y el 8 de febrero de 2012, los rendimientos de la deuda pública a largo plazo con calificación AAA de la zona del euro prácticamente no experimentaron variación, situándose, el 8 de febrero, en torno al 2,6%. En Estados Unidos, los rendimientos de la deuda pública a largo plazo aumentaron 11 puntos básicos, elevándose hasta el 2% durante el mismo período, debido en gran medida al hecho de que los datos macroeconómicos publicados fueron mejores de lo esperado (véase gráfico 13). La tendencia alcista de los rendimientos de la deuda pública resultante de la evolución más favorable de las variables fundamentales podría haberse visto empañada hasta cierto punto por la declaración del Comité de Operaciones de Mercado Abierto de la Reserva Federal, formulada a finales de enero, en la que se afirmaba que la situación económica probablemente justifique que los tipos de interés de los fondos federales se mantengan en niveles excepcionalmente bajos, como mínimo hasta finales de 2014. Así pues, el diferencial de tipos de interés nominales entre los rendimientos de la deuda pública a diez años de Estados Unidos y los de la zona del euro se estrechó ligeramente durante el período de referencia. En Japón, los rendimientos de la deuda pública al mismo plazo prácticamente no experimentaron variación durante dicho período, situándose justo por debajo del 1% el 8 de febrero.

La incertidumbre de los inversores respecto a la evolución a corto plazo de los mercados de renta fija de la zona del euro y de Estados Unidos, medida por la volatilidad implícita obtenida de las opciones en las respectivas regiones, se redujo moderadamente durante el período de referencia, especialmente en la zona del euro, en donde la publicación de datos económicos y financieros relativamente ambivalentes, incluidas las nuevas rebajas de la calificación crediticia de algunos emisores soberanos, no parece haber afectado notablemente al clima de los mercados. En cambio, los mercados de renta fija parecen haber evolucionado más

positivamente en el período anterior a la reunión de Jefes de Estado o de Gobierno de los países de la zona del euro, celebrada el 30 de enero, y también han influido las decisiones adoptadas por los líderes de la zona respecto a la conclusión del Tratado de Estabilidad, Coordinación y Gobernanza de la Unión Económica y Monetaria (comúnmente conocido como «pacto fiscal»), así como los avances en el mecanismo permanente de resolución de crisis (el Mecanismo Europeo de Estabilidad).

No obstante, la volatilidad implícita de los mercados de renta fija en la zona del euro siguió siendo elevada en términos históricos durante el período de referencia. Pese a una moderación de la aversión al riesgo por parte de los inversores, la demanda de «activos refugio» (aproximada por las primas de liquidez todavía elevadas de la deuda pública de Alemania en relación con las de los bonos de institutos públicos de financiación) continuó siendo alta durante dicho período, lo que sugiere que el clima general en los mercados de renta fija, aunque está mejorando, sigue siendo frágil.

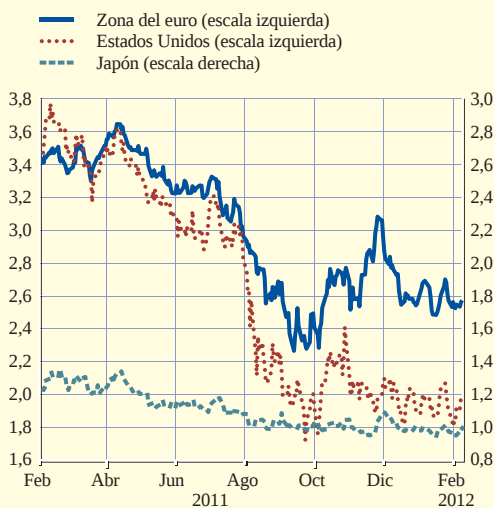
Durante el período de referencia, los diferenciales de rendimiento de la deuda soberana frente a la de Alemania tendieron a estrecharse —en algunos casos de forma significativa— en la mayor parte de los países de la zona del euro. En este contexto, las rebajas de la calificación crediticia de un gran número de emisores soberanos por dos agencias de calificación (Fitch Ratings y Standard & Poor's) no parecen haber tenido un impacto alcista duradero sobre los diferenciales de rendimiento de la deuda soberana de la zona. Por ejemplo, en el caso de Francia y Austria, dos países que vieron recortada su calificación de AAA por parte de Standard & Poor's, los diferenciales de rendimiento se redujeron de forma moderada durante el período, en 40 y 25 puntos básicos, respectivamente, mientras que en Italia, país que vio reducida su calificación crediticia por ambas agencias de calificación, el diferencial de rendimiento de la deuda soberana registró una caída de 155 puntos básicos durante el mismo período. El anuncio de reformas estructurales y medidas fiscales adicionales por parte de algunos Gobiernos de la zona del euro también contribuyó a que el clima en los mercados de renta fija fuese más favorable.

Los rendimientos de la deuda pública a cinco y diez años indiciada a la inflación se redujeron en 20 y 6 puntos básicos, respectivamente, en el período de referencia; los correspondientes rendimientos reales se situaron en el -0,3% y el 0,6%, respectivamente, el 8 de febrero (véase gráfico 14). En el mismo período, las tasas de inflación implícitas *forward* (a cinco años dentro de cinco años) de la zona del euro se mantuvieron prácticamente sin variación en el 2,5% (véase gráfico 15). No obstante, los correspondientes tipos *swap* indiciados a la inflación con el mismo horizonte temporal se incrementaron en 25 puntos básicos en ese período, para situarse en el 2,6% el 8 de febrero.

Las tasas de inflación implícitas han seguido siendo volátiles en los últimos meses, como consecuencia de la fuerte volatilidad de los mercados de deuda pública, así como de la existencia de unas primas de liquidez de notable magnitud. Por consiguiente, las expectativas de inflación obtenidas de los mercados

Gráfico 13 Rendimiento de la deuda pública a largo plazo

(porcentajes; datos diarios)

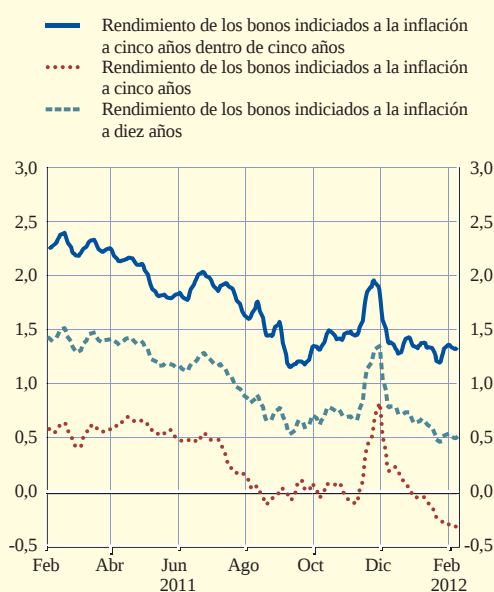


Fuentes: Bloomberg y Thomson Reuters.

Nota: El rendimiento de la deuda pública a largo plazo se refiere a los bonos a diez años o con vencimiento más próximo a este plazo.

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

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

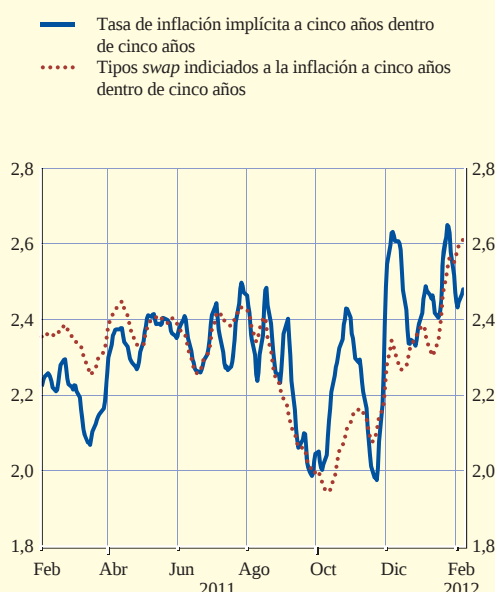


Fuentes: Thomson Reuters y cálculos del BCE.

Nota: Desde finales de agosto de 2011, los tipos reales se calculan como media ponderada por el PIB de los tipos reales de Francia y Alemania, estimados por separado. Antes de esa fecha, los tipos reales se calculaban estimando una curva combinada de rendimientos reales para Francia y Alemania.

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

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



Fuentes: Thomson Reuters y cálculos del BCE.

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

de renta fija han sido menos fiables que las basadas en las señales recibidas de los mercados de *swaps* indicados a la inflación. Si bien los mercados de *swaps* se han mostrado relativamente más estables, no han sido inmunes a las tensiones en los mercados y el aumento de los tipos de los *swaps* indicados a la inflación registrado en los últimos meses (especialmente en el segmento a cinco años dentro de cinco años) refleja, en parte, el aumento de las primas de riesgo de inflación. En general, teniendo en cuenta no solo la volatilidad de los mercados y las distorsiones en un contexto de elevadas primas de liquidez, sino también las primas de riesgo de inflación, los indicadores de mercado sugieren que las expectativas de inflación siguen estando plenamente en consonancia con la estabilidad de precios.

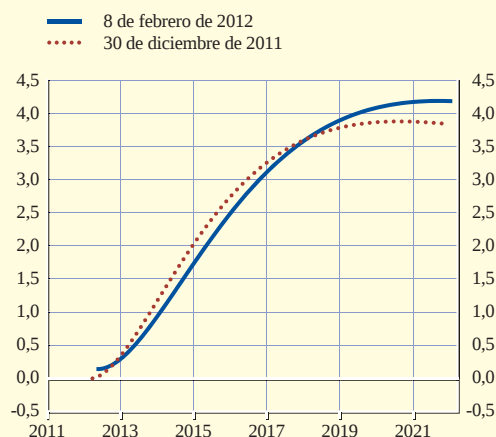
El patrón general de rendimiento de la deuda pública a largo plazo con calificación AAA de la zona del euro puede descomponerse en variaciones de las expectativas de tipos de interés (y de las primas de riesgo asociadas) en distintos horizontes (véase gráfico 16). En comparación con finales de diciembre de 2011, la estructura temporal de los tipos *forward* a corto plazo se desplazó a la baja en los vencimientos a corto y medio plazo (alrededor de seis años) y al alza en el caso de los vencimientos a más largo plazo, como consecuencia de ajustes de las expectativas de rendimiento y de las perspectivas respecto a la actividad económica y la inflación en diferentes horizontes.

Los diferenciales de los valores de renta fija privada con grado de inversión emitidos por las sociedades no financieras se redujeron de forma moderada durante el período analizado. En cambio, los diferenciales

de los valores de renta fija privada con grado de inversión emitidos por las instituciones financieras experimentaron una caída mucho más acusada, especialmente en las categorías de calificación más baja. La fuerte compresión de los diferenciales podría reflejar una combinación de factores, entre ellos, i) la menor aversión al riesgo, aproximada por el diferencial de los valores de renta fija privada con calificación BBB frente a los de calificación AAA, por ejemplo; ii) la reducción de las presiones de financiación para las instituciones financieras, especialmente después de que el Eurosistema anunciara operaciones de financiación a largo plazo a dos o tres años (la primera de las cuales se llevó a cabo en diciembre de 2011), y iii) la perspectiva de que los efectos de contagio de los emisores soberanos fueran más limitados en el período previo a la adopción de decisiones por los Jefes de Estado o de Gobierno de los países de la zona del euro el 30 de enero de 2012, con las que buscaban reforzar el marco fiscal y de gestión de crisis de la Unión Monetaria. El coste nominal de la financiación mediante valores de renta fija para las instituciones financieras de la zona del euro también se redujo significativamente.

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

(porcentajes; datos diarios)



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

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

2.5 TIPOS DE INTERÉS DE LOS PRÉSTAMOS Y DE LOS DEPÓSITOS

En diciembre de 2011, los tipos de interés aplicados por las IFM tendieron a aumentar en la mayor parte de las categorías de préstamos y plazos. Estos incrementos fueron sustanciales en el caso de los préstamos a corto plazo concedidos a las sociedades no financieras, mientras que fueron moderados en el caso de los préstamos a los hogares.

En diciembre de 2011, los tipos de interés a corto plazo aplicados por las IFM a los depósitos prácticamente no se modificaron con respecto al mes anterior. En particular, los tipos de interés a corto plazo de los depósitos a plazo hasta un año de los hogares y de los depósitos de las sociedades no financieras descendieron ligeramente, mientras que los de los depósitos disponibles con preaviso hasta tres meses de los hogares experimentaron un leve aumento (véase gráfico 17). Los tipos de interés aplicados por las IFM a los préstamos a corto plazo registraron un ligero ascenso, de 5 puntos básicos, en el caso de los préstamos a hogares para adquisición de vivienda, mientras que se redujeron 28 puntos básicos en el del crédito al consumo. En ese mismo período, los tipos de interés aplicados por las IFM a los préstamos a corto plazo otorgados a las sociedades no financieras se incrementaron de forma más acusada en todas las categorías de préstamo; más concretamente, los tipos de interés de los préstamos de hasta un millón de euros se incrementaron 13 puntos básicos, mientras que los de los préstamos de más de un millón de euros se elevaron 23 puntos básicos. En diciembre de 2011, los tipos de interés de los descubiertos de las sociedades no financieras prácticamente no se modificaron. Como el euríbor descendió unos 11 puntos básicos ese

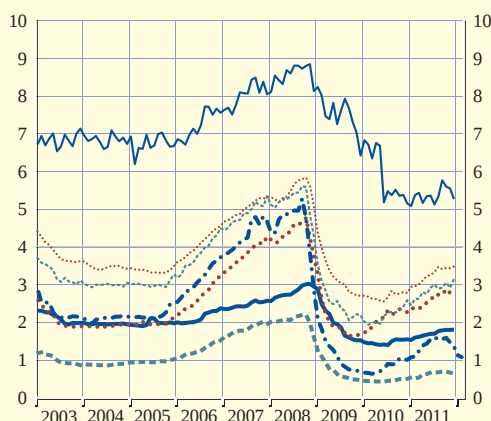
mes, en un contexto de recortes de los tipos de interés oficiales del BCE, el diferencial frente a los tipos de interés a corto plazo aplicados por las IFM a los préstamos de más de un millón de euros concedidos a las sociedades no financieras aumentó hasta situarse en unos 180 puntos básicos, mientras que el diferencial frente a los hogares se elevó hasta situarse próximo a los 210 puntos básicos (véase gráfico 18).

Desde una perspectiva de más largo plazo, durante el último ciclo de relajación de la política monetaria (entre octubre de 2008 y marzo de 2010) se produjo una transmisión significativa de las variaciones observadas en los tipos de interés de mercado a los tipos de interés de los préstamos bancarios. En cuanto al episodio más reciente de acomodación de la política monetaria, la transmisión de los dos recortes recientes de los tipos de interés oficiales del BCE a los tipos de interés aplicados por las IFM a los préstamos debe valorarse en un contexto de agudas tensiones en los mercados de financiación de las entidades de crédito y de considerables necesidades de desapalancamiento. Las últimas medidas no convencionales adoptadas por el BCE tienen por objeto mejorar la situación de financiación de las entidades y, con ello, asegurar el funcionamiento adecuado del mecanismo de transmisión de la política monetaria en un entorno de gran incertidumbre. En este contexto, aunque las regularidades históricas sugieren que las

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

(porcentajes; tipos de interés de las nuevas operaciones)

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



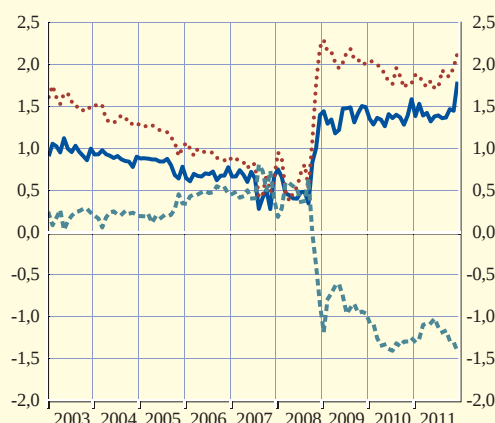
Fuente: BCE.

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

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

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

- Préstamos a las sociedades no financieras de más de un millón de euros a tipo flexible y hasta un año de fijación del tipo inicial
- Préstamos a hogares para adquisición de vivienda a tipo flexible y hasta un año de fijación del tipo inicial
- Depósitos hasta un año de los hogares



Fuente: BCE.

Notas: Los diferenciales de los préstamos se calculan como el tipo de interés de los préstamos y créditos menos el tipo a tres meses del mercado monetario, y los de los depósitos se calculan como el tipo a tres meses del mercado monetario menos el tipo de interés de los depósitos. Es posible que los datos a partir de junio de 2010 no sean totalmente comparables con los anteriores a esa fecha, debido a los cambios metodológicos derivados de la aplicación de los Reglamentos BCE/2008/32 y BCE/2009/7 (por el que se modifica el Reglamento BCE/2001/18).

reducciones de los tipos de mercado deberían reflejarse gradualmente en los tipos de interés de los préstamos, esto no puede darse por sentado si se tiene en cuenta que, actualmente, los tipos de interés oficiales están en niveles muy bajos, y también puede que dependa significativamente de la magnitud de las presiones sobre los balances y la financiación de las entidades.

En cuanto a los vencimientos a más largo plazo, los tipos de interés aplicados por las IFM a los préstamos concedidos a las sociedades no financieras tendieron a aumentar en diciembre de 2011, mientras que descendieron ligeramente en el caso de los hogares (véase gráfico 19). Más concretamente, los tipos de interés de los préstamos de más de un millón de euros y más de cinco años de fijación del tipo inicial otorgados a empresas se incrementaron 10 puntos básicos, mientras que los de los préstamos de hasta un millón de euros con plazo de vencimiento similar descendieron 5 puntos básicos. En cambio, los tipos de los préstamos a hogares para adquisición de vivienda a más de cinco años y hasta diez años de fijación del tipo inicial cayeron ligeramente, unos 3 puntos básicos.

En diciembre de 2011, los diferenciales con respecto al rendimiento de la deuda pública a siete años con calificación AAA aumentaron sustancialmente, debido, en parte, a las presiones a la baja sobre los rendimientos de la deuda pública con la misma calificación provocadas por la búsqueda de activos más seguros. En particular, el diferencial entre los tipos de interés aplicados a los préstamos a largo plazo para adquisición de vivienda concedidos a los hogares y el rendimiento de la deuda pública a siete años con calificación AAA se amplió 30 puntos básicos, hasta el 1,7 %. En el caso de las sociedades no financieras, el diferencial entre el citado rendimiento y los tipos de los préstamos de más de un millón de euros también se incrementó, unos 50 puntos básicos, hasta situarse en el 1,7 %.

Desde una perspectiva de más largo plazo, los tipos de interés de los préstamos concedidos a los hogares y los de los préstamos a largo plazo de hasta un millón de euros otorgados a las empresas se han transmitido, en general, de forma algo incompleta y lenta, mientras que los tipos de los préstamos a largo plazo de más de un millón de euros a este último sector han evolucionado de manera más acorde con los rendimientos de la deuda pública a largo plazo con calificación AAA. Al igual que en el caso de la transmisión de los tipos de interés de mercado a corto plazo a los tipos a corto plazo que aplican las entidades de crédito, las regularidades históricas observadas entre los tipos de interés a largo plazo aplicados a los préstamos y créditos y los rendimientos de la deuda pública con calificación AAA correspondiente pueden haberse visto distorsionadas recientemente por las tensiones asociadas a la crisis de la deuda soberana en la zona del euro, así como por las vulnerabilidades de las entidades de crédito de la zona.

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

(porcentajes; tipos de interés de las nuevas operaciones)



Fuente: BCE.

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

2.6 MERCADOS DE RENTA VARIABLE

Entre principios de enero y comienzos de febrero de 2012, las cotizaciones bursátiles subieron tanto en la zona del euro como en Estados Unidos. El favorable clima observado en los mercados pareció apoyarse en la publicación de datos macroeconómicos mejores de lo esperado en Estados Unidos y en las renovadas esperanzas de alcanzar una solución duradera para la crisis de la deuda soberana en la zona del euro. Las ganancias registradas en los valores de renta variable en la zona del euro, que se debieron a que los precios de los activos financieros se beneficiaron de la relajación de las condiciones de financiación atribuible a las operaciones de financiación a plazo más largo del Eurosistema, parecieron reflejar una moderada reducción de la aversión al riesgo, a pesar de la publicación de resultados relativamente malos y de la debilidad de las perspectivas a corto plazo para la actividad económica. La incertidumbre en los mercados bursátiles, medida por la volatilidad implícita, se redujo en el período considerado, hasta alcanzar niveles que se habían observado por última vez a mediados de 2011.

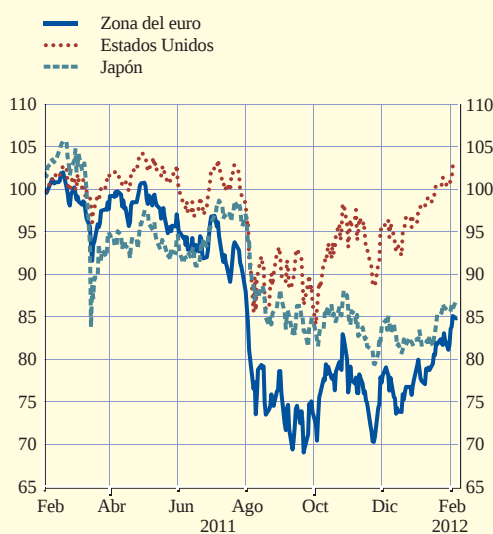
Entre el 2 de enero y el 8 de febrero de 2012, los precios de las acciones aumentaron sustancialmente tanto en la zona del euro como en Estados Unidos. En la zona del euro, las cotizaciones, medidas por el índice Dow Jones EURO STOXX amplio, se incrementaron un 9,5% durante el período analizado, mientras que, en Estados Unidos, el índice Standard and Poor's 500 subió un 7,3% (véase gráfico 20). Durante el mismo período, las cotizaciones bursátiles en Japón, medidas por el índice Nikkei 225, registraron un aumento del 6,6%.

El favorable clima existente en los mercados de renta variable de Estados Unidos pareció apoyarse en la publicación de datos macroeconómicos mejores de lo esperado. En este contexto, los indicios de que la positiva dinámica del crecimiento se mantendría en el nuevo año (por ejemplo, los pedidos de bienes de consumo duradero en diciembre de 2011, los datos de empleo del sector no agrícola en enero) y los sólidos indicadores de beneficios de algunas de las principales sociedades no financieras parecieron compensar con creces los datos contradictorios relativos al mercado de la vivienda y una confianza de los consumidores peor de lo previsto.

La favorable evolución registrada en el período previo a la reunión de Jefes de Estado y de Gobierno de los países de la zona del euro que se celebró el 30 de enero y, posteriormente, las decisiones adoptadas en esta reunión para reforzar el marco de la Unión Monetaria relativo a la gestión de las finanzas públicas y de la crisis constituyeron un apoyo para los mercados bursátiles de la zona del euro. Las expectativas de que podría alcanzarse un acuerdo de reestructuración de la deuda soberana entre Grecia y sus acreedores privados en un plazo muy corto y reducirse las presiones de financiación sobre las instituciones financieras de la zona después de que el Eurosistema reforzara las operaciones de financiación a

Gráfico 20 Índices bursátiles

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



Fuentes: Thomson Reuters.

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

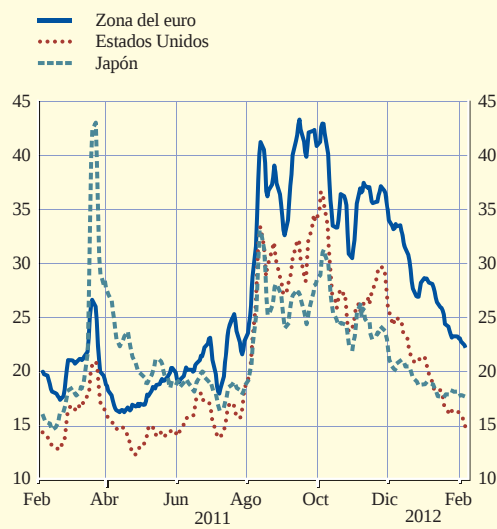
plazo más largo parecieron respaldar, asimismo, a los mercados de renta variable de la zona durante el período considerado. La publicación de datos económicos divergentes y la rebaja de la calificación crediticia de la deuda soberana de varios países de la zona del euro por dos de las principales agencias de calificación no parecieron tener demasiada influencia en el clima de los mercados.

La incertidumbre existente en los mercados de renta variable, medida por la volatilidad implícita, se redujo moderadamente tanto en Estados Unidos como en la zona del euro durante el período analizado, acercándose a niveles observados por última vez a mediados de 2011 (véase gráfico 21). Sin embargo, los niveles de incertidumbre continuaron siendo elevados desde una perspectiva histórica, reflejando la preocupación sobre la crisis de la deuda soberana de la zona del euro y la percepción de los inversores de la existencia de riesgos futuros. Teniendo en cuenta las diferencias en la composición subyacente de los índices respectivos, la volatilidad implícita se mantuvo en niveles significativamente más altos en la zona del euro que en Estados Unidos, lo que podría reflejar las tensiones originadas en los mercados de deuda soberana de la zona.

Las ganancias registradas en las cotizaciones bursátiles de la zona del euro durante el período considerado se debieron principalmente al precio de los activos financieros, cuyo comportamiento relativo mejoró un 16,3% en el período analizado, mientras que los precios de las acciones de las sociedades no financieras de la zona se incrementaron un 8,1%. Parece que los precios de los activos financieros se vieron respaldados por una disminución de las restricciones de financiación de las entidades de crédito tras la primera de las dos operaciones de financiación con vencimiento a tres años llevada a cabo por el Eurosistema. Las perspectivas de que los efectos de contagio negativos de la deuda soberana a los balances del sector financiero fueran más limitados tras el acuerdo sobre un «pacto fiscal» en la zona del euro también parecieron ayudar en este contexto. En cambio, la rebaja de calificaciones crediticias de algunas entidades de crédito de la zona del euro y la publicación de resultados generalmente malos no parecieron afectar significativamente al clima de los mercados. En Estados Unidos, los activos financieros aumentaron un 11,8% durante el período de referencia, superando también con ello las ganancias totales registradas en el índice general.

Gráfico 21 Volatilidad implícita en los mercados de renta variable

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



Fuente: Bloomberg.

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

Recuadro 3

LOS DESEQUILIBRIOS DE LA ZONA DEL EURO DESDE LA PERSPECTIVA DE LAS CUENTAS SECTORIALES

En los años anteriores a las turbulencias financieras se habían ido acumulando persistentes desequilibrios entre los países de la zona del euro. A continuación, se examinan con más detalle las heterogeneidades entre países en el período que precedió a la crisis financiera y en los trimestres más recientes, basándose en la información sobre los países de las cuentas de los sectores de la zona del euro¹. A los efectos del análisis que se presenta a continuación, se compilan cuentas para dos grupos de países de la zona del euro: los que registraron superávit exterior por cuenta corriente durante el período de cinco años previo al inicio de la crisis financiera en 2007 («grupo de países con superávit exterior», es decir, Bélgica, Alemania, Luxemburgo, Países Bajos, Austria y Finlandia) y los que registraron déficit por cuenta corriente («grupo de países con déficit exterior», a saber, Irlanda, Estonia, Grecia, España, Francia, Italia, Chipre, Malta, Portugal, Eslovaquia y Eslovenia)².

El criterio utilizado para clasificar los países en cada uno de los grupos se ha seleccionado a efectos ilustrativos, a fin de presentar ciertas regularidades empíricas sobre el período de auge observado hasta 2008. Cada uno de los grupos considerados es, de por sí, más bien heterogéneo, ya que incluye países con déficits o superávits exteriores muy abultados, mientras que otros registraban (y aún registran) posiciones próximas al equilibrio. Además, los países presentan a menudo diferencias considerables en lo que respecta a otros indicadores, como la situación de las finanzas públicas o la presencia de situaciones cíclicas específicas. Evidentemente, la composición del grupo guarda una estrecha relación con el período de referencia y podría variar con el tiempo. Alemania, por ejemplo, habría sido incluida en el «grupo de países con déficit exterior» de haberse realizado un ejercicio similar a este en los primeros años del siglo, mientras que Italia y Francia se habrían situado, en aquel momento, en el «grupo de países con superávit exterior», lo que pone de manifiesto el hecho de que, a lo largo del tiempo, dentro de la Unión Monetaria se producen correcciones y cambios de signo de los desequilibrios.

Evolución de la capacidad o la necesidad de financiación

En el panel 1 del gráfico A se describe la capacidad o la necesidad de financiación, por sectores de la economía³, del conjunto de la zona del euro, basándose en las sumas de cuatro trimestres, conforme a la desagregación tradicional (es decir, hogares, sociedades no financieras, Administraciones Públicas e instituciones financieras). El panel 2 de dicho gráfico muestra esos déficits o superávits solo para el sector de Administraciones Públicas y el sector privado⁴, pero diferencia entre los grupos de países con déficit o superávit exterior definidos anteriormente. El panel 1 del gráfico A muestra que el período comprendido entre 2006 y 2008 se caracterizó, para el conjunto de la zona del euro,

1 Este tipo de presentación se utilizó por primera vez en el artículo titulado «La crisis financiera desde la óptica de las cuentas de la zona del euro: una perspectiva de flujos de fondos», *Boletín Mensual*, BCE, octubre de 2011. Los totales de cada grupo se obtienen mediante agregación simple de los datos nacionales, manteniendo al mismo tiempo la aditividad a los totales de la zona del euro mediante la asignación, por prorrateo a cada grupo, de cualquier diferencia en relación con dichos totales (derivada, principalmente, de asimetrías en la balanza de pagos intra zona). No se realiza ninguna otra consolidación (que es lo apropiado, en general, ya que las cuentas integradas de la zona del euro se compilan, principalmente, de forma no consolidada).

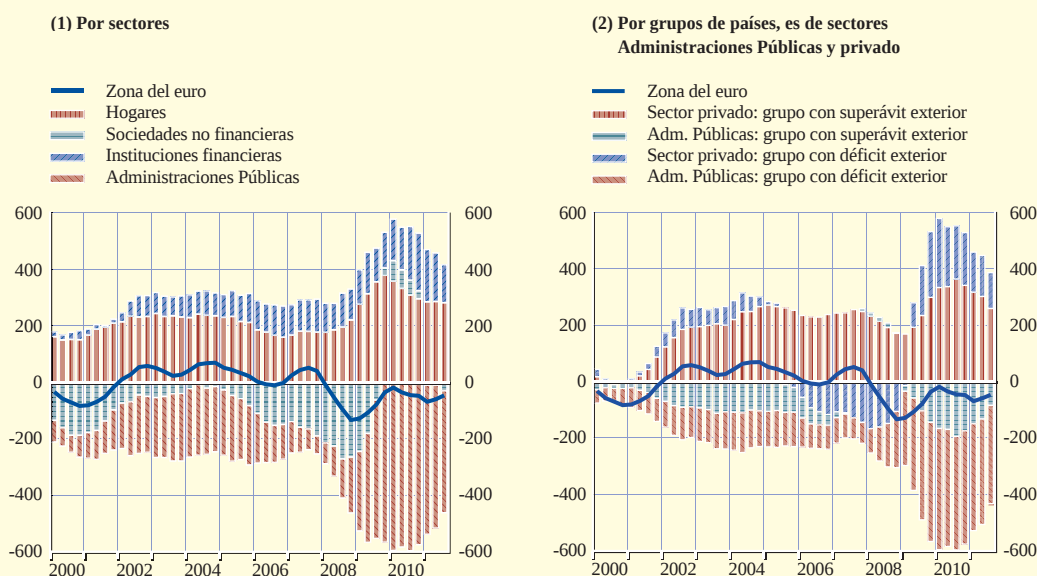
2 Grecia, Chipre, Malta, Eslovaquia, Eslovenia y Estonia se incluyen durante todo el período estudiado, aunque se hayan ido incorporando a la zona del euro progresivamente.

3 La capacidad (necesidad) de financiación, o superávit (déficit) financiero, de un sector es el saldo de su cuenta de capital y mide el exceso (defecto) de ahorro y transferencias netas de capital recibidas con respecto a las inversiones de capital. Representa la diferencia entre el ingreso y el gasto de cada sector. Es, además, el saldo de las cuentas financieras del sector, que mide la diferencia entre las transacciones de activos financieros y las transacciones de pasivos financieros.

4 Definido aquí como la suma de todos los sectores distintos de las Administraciones Públicas (y, por lo tanto, incluye las empresas públicas).

Gráfico A Capacidad/necesidad de financiación de la zona del euro

(sumas de cuatro trimestres; mm de euros)



Fuentes: Eurostat y BCE.

Nota: La capacidad/necesidad de financiación que se presenta en los gráficos ha sido ajustada, por comodidad, para excluir las «adquisiciones menos cesiones de activos no financieros no producidos» (a fin de evitar las distorsiones creadas por los grandes ingresos resultantes de las ventas de licencias de telefonía móvil UMTS en 2000).

por un acusado incremento de las necesidades de financiación de las sociedades no financieras, que se revirtió después entre 2008 y 2010. Junto con un aumento de la capacidad de financiación de los hogares, esta última corrección tuvo su contrapartida en un considerable aumento de las necesidades de financiación de las Administraciones Públicas.

Desde una perspectiva de grupo de países, el panel 2 del gráfico A destaca el pronunciado incremento de los déficits financieros del sector privado en el grupo de países con déficit exterior en los años de auge, que tuvo como contrapartida unos abultados superávits del sector privado y fuertes reducciones de los déficits de las Administraciones Públicas en el grupo de países con superávits exteriores. Estos crecientes desequilibrios sectoriales entre los dos grupos de países reflejan, en parte, la mayor integración financiera y la circulación transfronteriza más fluida del ahorro dentro de la Unión Monetaria. Al mismo tiempo, reflejan también el impacto sobre la competitividad de los períodos de auge de la demanda local y de las rigideces de oferta.

En 2008, la crisis financiera dio lugar a una reducción de los desequilibrios financieros del sector privado en el grupo de países con déficits exteriores, que se transformaron bruscamente en superávits en 2009. Al mismo tiempo, en el grupo de países con superávit exterior, se incrementaron aún más los superávits del sector privado. Dado que no se registraron mejoras significativas en la cuenta corriente y en la cuenta de capital de la zona del euro (línea «zona del euro» de los paneles 1 y 2 del gráfico A), estos superávits crecientes del sector privado tuvieron su contrapartida en unos déficits de las Administraciones Públicas generalmente elevados⁵. Además, en el grupo de países con déficit

⁵ Cabe señalar que esta restricción contable fundamental no indica, *per se*, la dirección de la causalidad, es decir, si los déficits públicos fueron resultado de un incremento de los superávits o del ahorro privados o, por el contrario, estos últimos reaccionaron ante el aumento de los déficits públicos.

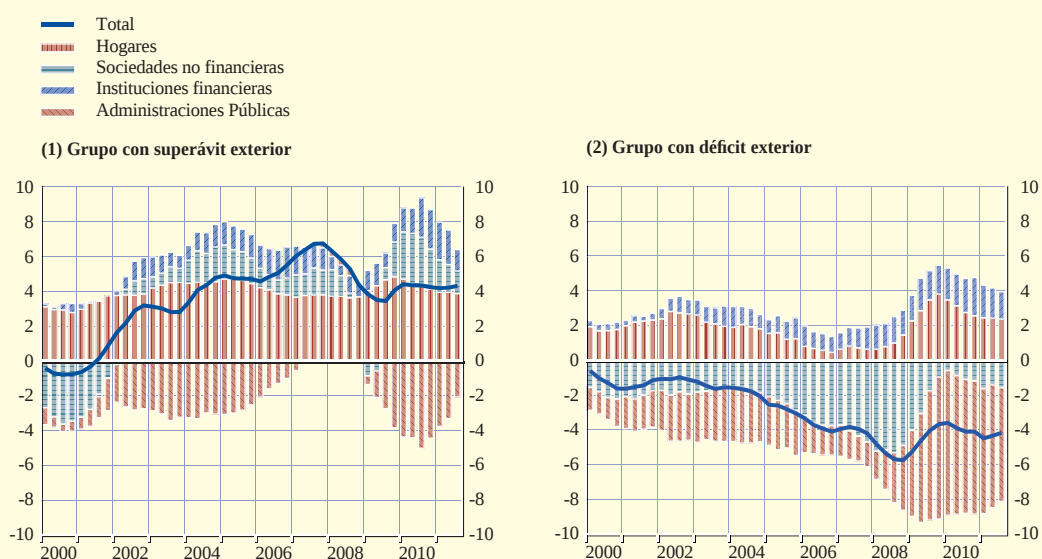
exterior, considerado en su conjunto⁶, la situación presupuestaria no mejoró suficientemente durante los años de auge (registrando un déficit total del 1,4% del PIB en 2007), de modo que las finanzas públicas terminaron por verse seriamente afectadas en 2009-2010 y se hizo necesario adoptar medidas correctivas inmediatas y de gran alcance. Esta situación contrasta con la de los Gobiernos del grupo de países con superávit exterior, que aprovecharon el período de auge para transformar su déficit total en superávit (2007), aunque ello no evitó la posterior aparición de déficits excesivos, que también fue necesario corregir.

La composición por sectores de las diferencias en los saldos del sector privado entre los dos grupos de países puede apreciarse en el gráfico B. Durante la crisis, partiendo de los niveles más bajos registrados en el punto álgido del período de auge, la capacidad de financiación de los hogares aumentó más en el grupo de países con déficit exterior que en el de los superavitarios. Los superávits de las instituciones financieras (principalmente sus beneficios no distribuidos) fueron significativos en ambos grupos, pero aumentaron ligeramente más en el grupo de países con superávit exterior tras la crisis, después de haberse reducido en el punto más alto del período de expansión. Sin embargo, en general, la heterogeneidad entre los dos grupos de países parece más pronunciada en el caso de las sociedades no financieras. Mientras que, en el grupo de países con déficit exterior, este sector mantuvo una posición deudora neta tradicional durante todo el período, los países del grupo con superávit exterior registraron una posición acreedora neta atípica y duradera a partir de 2003, algo que puede observarse, en general, durante las recesiones o que se asocia a una fuerte inversión directa en el exterior. Cabe señalar que los saldos financieros expansivos de las sociedades no financieras habían

6 No obstante, algunos países del grupo que registraba déficits exteriores (como España o Irlanda) registraron superávit en el sector de Administraciones Públicas en el momento de mayor auge. Por lo tanto, sus déficits por cuenta corriente reflejaban desahorro del sector privado y desfases en la competitividad.

Gráfico B Capacidad/necesidad de financiación por grupos de países

(sumas de cuatro trimestres; mm de euros)



Fuentes: Eurostat y BCE.

Nota: La capacidad/necesidad de financiación que se presenta en los gráficos ha sido ajustada, por comodidad, para excluir las «adquisiciones menos cesiones de activos no financieros no producidos» (a fin de evitar las distorsiones creadas por los grandes ingresos resultantes de las ventas de licencias de telefonía móvil UMTS en 2000).

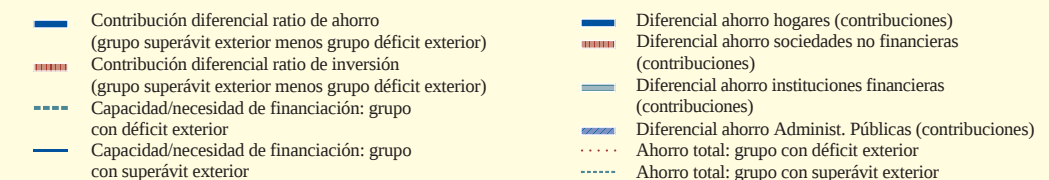
dado un giro anteriormente, al principio de la crisis, en el grupo de países con déficit exterior, registrando las necesidades de financiación un máximo en el tercer trimestre de 2008. En el grupo de países con superávit exterior, ese máximo no se alcanzó hasta el primer trimestre de 2009.

Ahorro e inversión

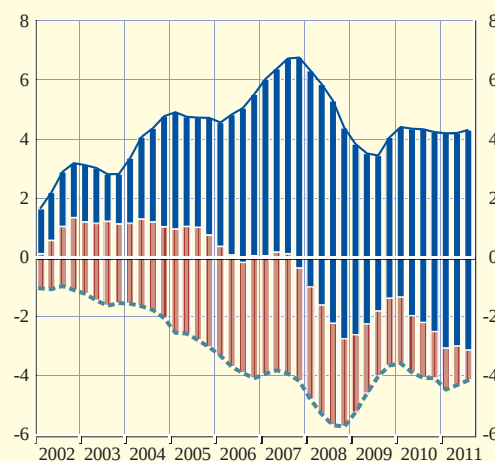
Una forma de obtener información útil a partir del análisis de los superávits o los déficits es examinar la dinámica de los dos principales componentes de la capacidad o la necesidad de financiación, a saber, la inversión (formación bruta de capital) y el ahorro (incluidas las transferencias netas de capital). El panel 1 del gráfico C muestra la dinámica de los diferenciales entre los grupos, tanto en las tasas de ahorro (es decir, la relación entre el ahorro interno y el PIB en el grupo de países con superávit exterior menos la correspondiente al grupo de países con déficit exterior) como en las tasas de inversión, que explican la dinámica de la brecha entre los saldos exteriores de ambos grupos de países. Como puede observarse en el gráfico, el gradual, aunque en última instancia notable, incremento de dicha brecha antes de la recesión de 2008 tuvo su origen, principalmente, en un aumento de los diferenciales de ahorro interno y, en menor medida, en un aumento de los diferenciales de inversión (por las tasas de inversión siempre más elevadas del grupo de países con déficit exterior). El panel 2 del mismo gráfico muestra la rápida expansión de los diferenciales de ahorro hasta 2007, resultante de la caída generalizada de las tasas de ahorro en el grupo de países con déficit exterior, que contrasta de forma acusada con el pronunciado aumento en el grupo de países con superávit. El gráfico muestra, además, las contribuciones de cada sector a los diferenciales de las tasas de ahorro.

Gráfico C Diferenciales entre el grupo con superávit exterior y el grupo con déficit exterior

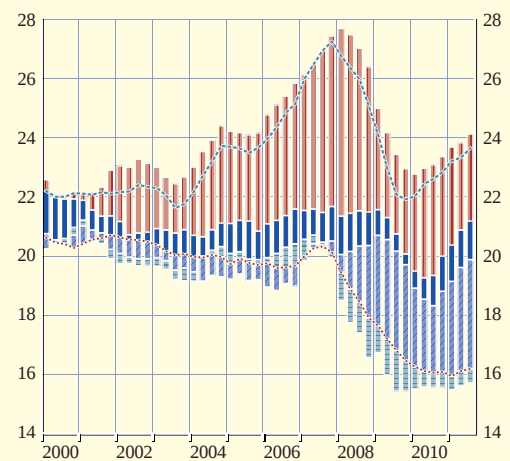
(sumas de cuatro trimestres; porcentaje del PIB)



(1) Ratios de ahorro e inversión¹⁾



(2) Ratios de ahorro por sectores



Fuentes: Eurostat y BCE.

1) El diferencial de la ratio de ahorro incluye las transferencias de capital netas.

La divergencia en el comportamiento ahorrador entre ambos grupos de países tuvo su origen, en gran medida, en el sector de sociedades no financieras, en el que el diferencial aumentó hasta el año 2008. La relación entre el ahorro de estas sociedades y el PIB en el grupo de países con superávit exterior registró un persistente incremento durante los cinco años transcurridos hasta 2008, mientras que, durante el mismo período, se fue reduciendo de forma sostenida en el grupo de países con déficit exterior. En cambio, el diferencial de ahorro de los hogares se mantuvo más estable a lo largo del tiempo.

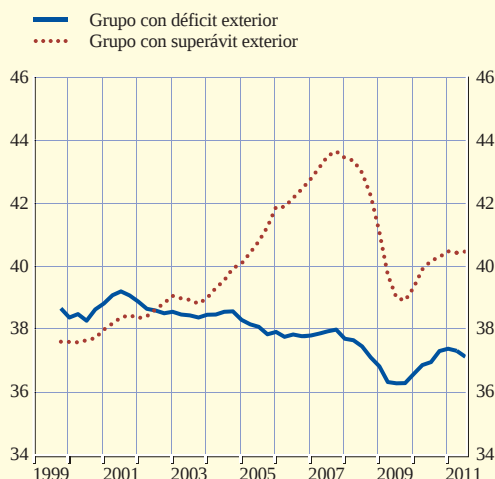
Durante la recesión de 2008-2009, los diferenciales de ahorro se redujeron en cierta medida, tanto en el caso de las sociedades no financieras como en el de los hogares, ya que el ahorro de las empresas experimentó una contracción mayor en el grupo de países con superávit exterior que en el de los que registraban déficit, y el ahorro de los hogares aumentó más en este último grupo que en el primero. Estos significativos movimientos asimétricos del ahorro durante la recesión se revirtieron en parte posteriormente. Por último, si bien antes de 2007 solo hubo unas pocas divergencias entre ambos grupos respecto al ahorro público, a partir de ese año las divergencias se hicieron notables. Durante la recesión, el ahorro del sector público registró una caída más rápida y más pronunciada en el grupo de países con déficit exterior. Esta deriva no se corrigió, sino que se intensificó con el repunte más pronunciado del ahorro público en el grupo de países con superávit exterior desde mediados de 2010. En este grupo, el ahorro bruto volvió a ser positivo en los doce meses transcurridos hasta el segundo trimestre de 2011.

Márgenes empresariales

Una de las causas de la reducción de los beneficios no distribuidos y del elevado déficit consiguiente registrado por las sociedades no financieras en el grupo de países con déficit exterior es su menor rentabilidad medida, por ejemplo, por el margen de excedente bruto de explotación en relación con el valor añadido (véase gráfico D). Dicho margen se situaba en un nivel similar de alrededor del 38% en ambos grupos de países hasta 2004, pero comenzó a variar a partir de entonces, aumentando hasta

**Gráfico D Ratio excedente bruto de explotación/
valor añadido de las sociedades no financieras**

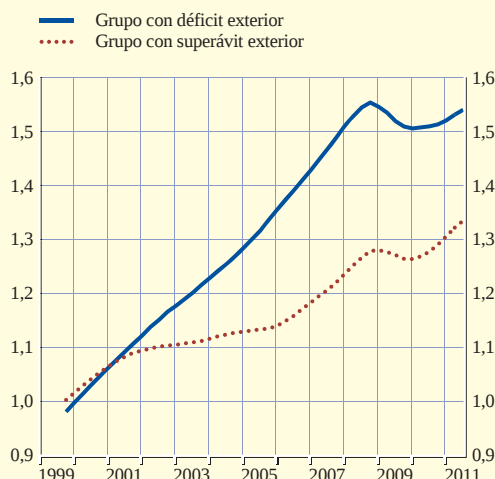
(medias de cuatro trimestres; porcentajes)



Fuentes: Eurostat y BCE.

**Gráfico E Remuneración de los asalariados pagada
por las sociedades no financieras**

(sumas de cuatro trimestres; billones de euros)



Fuentes: Eurostat y BCE.

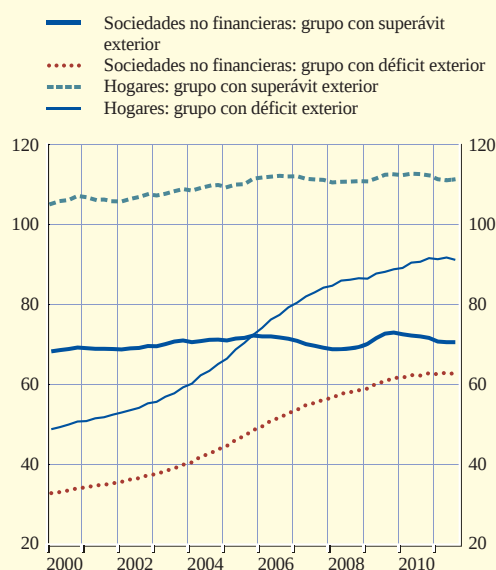
un máximo del 43,7% a finales de 2007 en el grupo de países con superávit exterior y reduciéndose en el grupo de países deficitarios. Con ello se abrió una brecha de casi seis puntos porcentuales, que se estrechó temporalmente durante la recesión de 2008-2009, pero que comenzó a aumentar de nuevo durante la posterior recuperación. En el tercer trimestre de 2011, los márgenes de las sociedades no financieras se mantuvieron, en general, en niveles deprimidos en el grupo de países con déficit exterior, situándose 3,4 puntos porcentuales por debajo del nivel observado en el grupo de países con superávit. Uno de los motivos principales por los que los márgenes fueron menores en el grupo de países con déficit exterior es el incremento mucho mayor de los salarios pagados por las empresas en el período comprendido entre 2000 y 2010 (véase gráfico E), incremento que sobrepasó con mucho los niveles que habrían justificado el mayor crecimiento del producto (tanto por aumentos de la productividad como del empleo) en esos países. De hecho, cualquier variación de la remuneración total de los asalariados puede descomponerse en crecimiento del producto en términos reales y en crecimiento de los costes laborales unitarios. En el grupo de países con déficit exterior, estos últimos aumentaron un 28 % en los diez años transcurridos hasta 2010, frente a un incremento de menos del 11 % en el grupo de países con superávit exterior⁷. Esta brecha refleja un crecimiento excesivo de los salarios en los países con déficit exterior, en comparación con el registrado en el grupo de países con superávit. Ello dio lugar a una pérdida de competitividad, que comprimó los márgenes empresariales en el grupo de países con déficit, dado que las empresas no pudieron repercutir en su totalidad los incrementos de los costes, especialmente en el caso de las sociedades no financieras expuestas a la competencia extranjera.

Apalancamiento

La distinta configuración de los superávits o los déficits en la zona del euro también se tradujo en patrones de acumulación de deuda diferentes. Ello se manifiesta en la ratio de deuda de los sectores no financieros (véase gráfico F). Las ratios de deuda en términos de renta o PIB aumentaron de forma constante en los sectores de hogares y sociedades no financieras, respectivamente, en el grupo de países con déficit exterior, y se mantuvieron prácticamente sin variación en el grupo con superávit exterior. En el caso de los hogares, la evolución estuvo determinada, principalmente, por el auge de los precios de la vivienda en algunos de los países que registraron déficit exterior (en particular, España e Irlanda), mientras que, en lo que respecta a las sociedades no financieras, la evolución fue más generalizada. Al mismo tiempo, en el grupo de países con superávit exterior, las sociedades no financieras siguieron una senda de desapalancamiento en 2009, mientras que, en el grupo de países con déficit exterior, la tendencia al desapalancamiento fue mucho más moderada, habiéndose registrado ratios básicamente estables en los últimos trimestres. De la misma manera, la ratio de deuda de los hogares mostró más capacidad de resistencia en

Gráfico F Ratio de deuda de los sectores privados no financieros

(porcentaje de la renta disponible bruta o PIB)



7 Ponderadas por el PIB.

Fuentes: Eurostat y BCE.

el grupo de países con déficit exterior que en el de países con superávit exterior, y, como consecuencia, en los últimos trimestres la ratio total de la zona del euro prácticamente no ha variado.

Conclusiones

En conjunto, utilizar una presentación de las cuentas de la zona del euro en términos de grupos de países con déficit o superávit exterior puede arrojar luz sobre la dinámica de los crecientes desequilibrios sectoriales observados en la zona durante el período de auge. *Ex post*, dichos desequilibrios han reflejado, principalmente, el impacto de los auges de la demanda local en el grupo de países con déficit exterior. El análisis de los patrones de ahorro e inversión muestra que, hasta 2008, una gran parte de los crecientes desequilibrios entre los dos grupos de países fue el resultado de divergencias en la evolución de los beneficios no distribuidos de las sociedades no financieras, que aumentaron en el grupo de países con superávit exterior, mientras que disminuyeron en el grupo de países con déficit. Esto, a su vez, refleja, sobre todo, el impacto del rápido crecimiento de los salarios en el grupo de países deficitarios, que se produjo sin que se registrase el correspondiente aumento de la competitividad, lo que supuso un deterioro de la competitividad en los países de este grupo. Finalmente, la existencia de desequilibrios de los años de auge y el hecho de que no se equilibrasen por completo los superávits o los déficits de los sectores desde el inicio de la crisis se reflejaron también en las constantes diferencias en la dinámica del apalancamiento, siendo los sectores no financieros del grupo de países con superávit exterior los que presentan una evolución más favorable de la ratio de deuda.

Recuadro 4

CUENTAS INTEGRADAS DE LA ZONA DEL EURO DEL TERCER TRIMESTRE DE 2011¹

Las cuentas integradas de la zona del euro hasta el tercer trimestre de 2011, que se publicaron el 30 de enero de 2012, ofrecen información completa sobre las rentas, los gastos y las decisiones de financiación y de cartera de los sectores institucionales de la zona del euro. El gradual reequilibrio de los déficits/superávits sectoriales observados durante la fase de recuperación económica se reanudó en el tercer trimestre: la tasa de ahorro de los hogares, después de estabilizarse en los trimestres precedentes, cayó de nuevo hasta situarse en los mínimos anteriores a la crisis; se volvió a una situación de fuerte reducción de los déficits públicos; y las sociedades no financieras tuvieron de nuevo necesidades de financiación, aunque estas necesidades quedaron estabilizadas en cierta medida. Al mismo tiempo, las considerables pérdidas de capital en acciones y otras participaciones registradas en el trimestre en un contexto de recrudecimiento de las turbulencias en los mercados financieros contribuyeron a aumentar la ratio de apalancamiento de las sociedades no financieras, a moderar el crecimiento del patrimonio neto de los hogares y a invertir la tendencia de mejora de las ratios de capital de las instituciones financieras, medidas a precios de mercado.

Renta y capacidad/necesidad de financiación de la zona del euro

El crecimiento interanual de la renta bruta disponible, en términos nominales, se redujo hasta un 3 % en el tercer trimestre de 2011, como consecuencia de la desaceleración de la actividad económica (véase gráfico A). No obstante, la renta de la zona del euro creció a un ritmo más rápido que el consumo

1 Para obtener información más detallada, véase el sitio web del BCE: <http://sdw.ecb.europa.eu/browse.do?node=2019181>.

total (que incluye un crecimiento interanual del consumo público inferior al 1%), lo que se tradujo en una sólida y continua expansión del ahorro bruto de la zona del euro (6,6%, en tasa interanual) en el tercer trimestre de 2011. Cabe atribuir este hecho al considerable descenso del desahorro del sector público y al aumento del ahorro de las instituciones financieras, pero también a un menor ahorro de los hogares y de las sociedades no financieras. El crecimiento de la formación bruta de capital fijo en la zona del euro disminuyó hasta el 3,1% en el tercer trimestre de 2011, principalmente como resultado de una caída de la inversión pública, mientras que el crecimiento de la inversión tanto de las sociedades no financieras como de los hogares aumentó levemente. Además, al estabilizarse la reposición de existencias, la formación bruta de capital creció a un ritmo más moderado en el tercer trimestre de 2011 (3,6%, en tasa interanual) que a principios de año.

Como la formación bruta de capital de la zona del euro creció más lentamente que el ahorro en el tercer trimestre de 2011, las necesidades de financiación volvieron a disminuir, hasta situarse próximas al equilibrio, en términos desestacionalizados (y cercanas a un déficit del 0,5% del PIB, en flujos acumulados de los cuatro últimos trimestres). Esta evolución refleja la caída del déficit exterior por cuenta corriente como consecuencia de la mejora observada en la demanda exterior neta de bienes y servicios y, desde un punto de vista sectorial, se debe principalmente a que los déficits públicos se redujeron de nuevo (desde un máximo del 6,7% en el primer trimestre de 2010 hasta el 4,6% del PIB en el tercer trimestre de 2011, en flujos acumulados de los cuatro últimos trimestres), así como a un ligero descenso de la necesidad de financiación de las sociedades no financieras y a un leve incremento de la capacidad de financiación de las instituciones financieras (todo ello en términos desestacionalizados). Por el contrario, la capacidad de financiación de los hogares se contrajo levemente (véase gráfico B)². Por lo que se refiere a

2 La capacidad/necesidad de financiación de un sector es el saldo de su cuenta de capital, que mide el exceso de ahorro y de transferencias de capital netas recibidas con respecto a las inversiones de capital (capacidad de financiación), o viceversa (necesidad de financiación). Es también el saldo de las cuentas financieras, que mide la diferencia entre las adquisiciones netas de activos financieros y los pasivos netos contraídos.

Gráfico A Renta bruta disponible de la zona del euro: contribuciones por sector

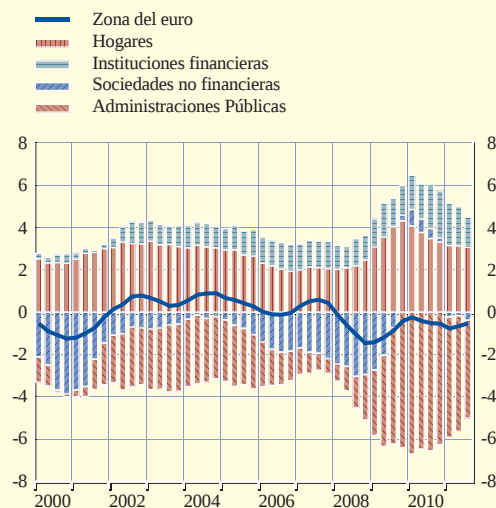
(tasa de variación interanual; contribuciones en puntos porcentuales)



Fuentes: Eurostat y BCE.

Gráfico B Capacidad/necesidad de financiación de la zona del euro

(en porcentaje del PIB; flujos acumulados de los cuatro últimos trimestres)



Fuentes: Eurostat y BCE.

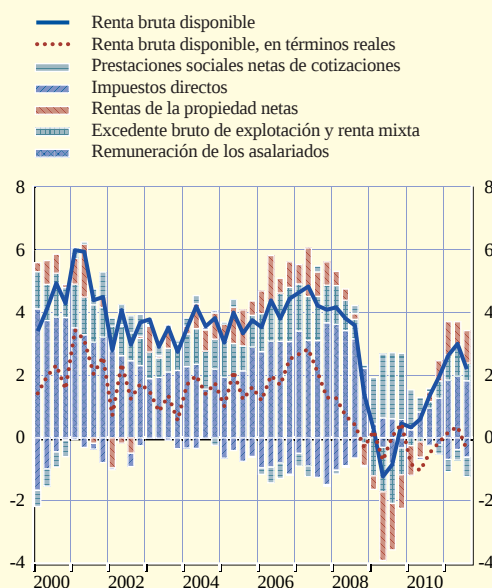
la financiación, las operaciones transfronterizas siguieron registrando una expansión (de 100 mm-200 mm de euros al trimestre en los últimos trimestres), pero la caída de las entradas brutas de valores distintos de acciones y algunas ventas de acciones y participaciones mantenidas en el extranjero durante el tercer trimestre de 2011 sugieren un retorno al sesgo de los inversores por invertir en activos de la zona del euro.

Evolución de los sectores institucionales

El crecimiento de la renta nominal de los hogares se redujo hasta el 2,2%, en tasa interanual, en el tercer trimestre de 2011, debido al efecto fiscal cada vez más negativo (pago de impuestos y transferencias sociales netas) y a un menor crecimiento del excedente bruto de explotación y de la renta mixta (véase gráfico C). El crecimiento de los sueldos y salarios también se estabilizó, mientras que las rentas de la propiedad netas obtuvieron el crecimiento de la renta de los hogares. En términos reales, la renta de los hogares reanudó su caída (-0,4%, en tasa interanual), tras una breve interrupción en el primer semestre del año, a causa de la elevada inflación medida por los precios de las materias primas. Como el consumo privado mantuvo una solidez mayor que la renta, los hogares recurrieron a sus ahorros por motivo de precaución. Como resultado, la ratio de ahorro volvió a caer, en términos desestacionalizados, hasta niveles anteriores a la crisis (13,3%; véase gráfico D). Sumado a un leve incremento de la inversión, este hecho redujo la capacidad de financiación de los hogares. En este contexto, como el crecimiento de la financiación se estabilizó en niveles reducidos, los hogares redujeron aún más la acumulación de activos financieros, desplazando sus carteras hacia activos de menor riesgo: depósitos y valores distintos de acciones. Las pérdidas de capital en que incurrieron los hogares en sus carteras de acciones y participaciones hicieron disminuir el crecimiento interanual de su patrimonio neto (véase gráfico E).

Gráfico C Renta bruta disponible de los hogares, en términos nominales

(tasas de variación interanual; contribuciones en puntos porcentuales)



Fuentes: Eurostat y BCE.

Gráfico D Renta, consumo y tasa de ahorro de los hogares

(tasas de variación interanual; porcentaje de la renta bruta disponible; flujos acumulados de los cuatro últimos trimestres)



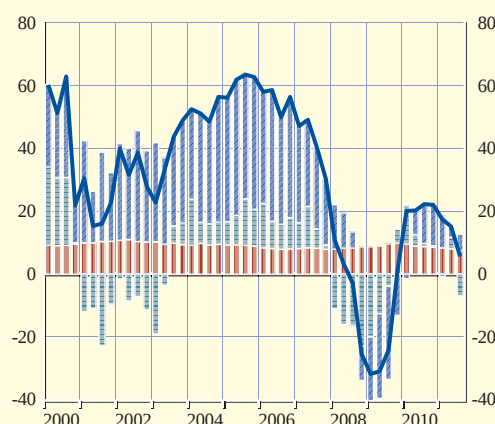
Fuentes: Eurostat y BCE.

El crecimiento del excedente bruto de explotación de las *sociedades no financieras* se redujo de nuevo considerablemente en el tercer trimestre de 2011, al disminuir el crecimiento del valor añadido, aunque esta reducción se vio compensada parcialmente por una cierta moderación en el crecimiento anual de los salarios, con respecto a su segundo máximo trimestral de +3,7%, en tasa interanual. Del mismo modo, las sociedades no financieras aceleraron la distribución de dividendos (netos de ingresos por dividendos) y sus pagos del impuesto de sociedades fueron más elevados. Como consecuencia, la tasa de crecimiento del ahorro de las sociedades no financieras (es decir, sus beneficios no distribuidos) registró un brusco descenso, hasta el -1,3% en tasa interanual, aunque se mantuvo en niveles elevados (véase gráfico F). Con una inversión creciente en capital fijo y una reposición de existencias cada vez más débil, la necesidad de financiación de las sociedades no financieras (en flujos acumulados de los cuatro últimos trimestres) aumentó, aunque de forma moderada. Este hecho contrasta con la fragilidad, anterior a la quiebra de Lehman Brothers, de un sector de sociedades no financieras sobredimensionado, que en aquel momento mostraba importantes necesidades de financiación. La actual postura prudentemente expansiva de las sociedades no financieras se refleja en una leve aceleración de la financiación en base consolidada, si bien incrementaron sus adquisiciones de acciones y otras participaciones en el tercer trimestre de 2011 y siguieron acumulando abundantes reservas de liquidez (2,6 billones de euros). La desintermediación observada en la financiación externa de las sociedades no financieras provocada por la quiebra de Lehman Brothers continuó moderándose, a medida que aumentaban ligeramente los préstamos concedidos por estas sociedades

Gráfico E Variaciones del patrimonio neto de los hogares

(flujos acumulados de los cuatro últimos trimestres; porcentaje de la renta bruta disponible)

- Variación del patrimonio neto
- Variación del patrimonio neto debido al ahorro neto ¹⁾
- Otros flujos de activos financieros y pasivos ²⁾
- Otros flujos de activos no financieros ³⁾



Fuentes: Eurostat y BCE.

Notas: Los datos de activos no financieros son estimaciones del BCE.

1) Esta variable comprende el ahorro neto, las transferencias de capital recibidas netas y la discrepancia entre las cuentas no financieras y las financieras.

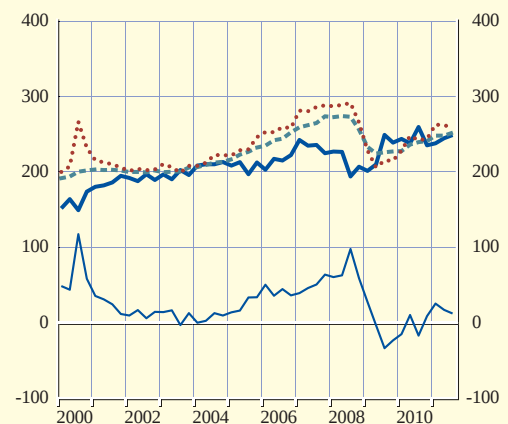
2) Principalmente pérdidas y ganancias de capital en acciones y otras participaciones.

3) Principalmente pérdidas y ganancias de capital en activos inmobiliarios y de suelo.

Gráfico F Ahorro, inversión de capital y capacidad (-)/ necesidad (+) de financiación de las sociedades no financieras

(mm de euros; datos desestacionalizados)

- Beneficios no distribuidos (ahorro bruto) neto de transferencias de capital
- Inversión no financiera
- De la cual, formación bruta de capital fijo
- Capacidad (+)/necesidad (-) de financiación



Fuentes: Eurostat y BCE.

Nota: Datos desestacionalizados por el BCE.

(hasta el 1,9%, en tasa interanual), mientras que el crecimiento de las emisiones de valores distintos de acciones y la financiación intrasectorial (crédito comercial y crédito intragrupo) se mantuvieron prácticamente estabilizados, por debajo de los sólidos niveles observados en 2009-2010. Al mismo tiempo, se interrumpió la reducción gradual del apalancamiento observado desde el primer trimestre de 2009, con un segundo incremento intertrimestral, como consecuencia del impacto negativo de las pérdidas de capital en acciones y otras participaciones.

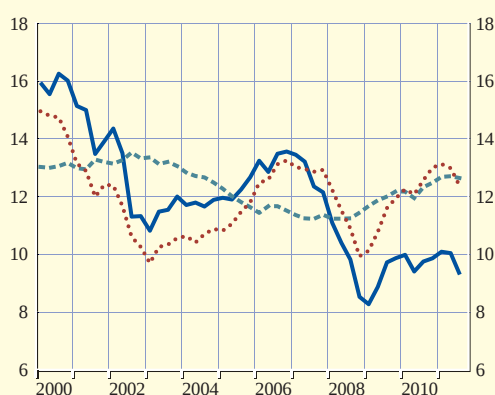
En el tercer trimestre de 2011, se reanudó la reducción bastante rápida de los déficits de las *Administraciones Públicas* que se había observado desde principios de 2010 (en términos desestacionalizados), tras la interrupción registrada en el segundo trimestre, al desaparecer la debilidad temporal de los ingresos fiscales. El crecimiento interanual del gasto total siguió siendo bastante bajo, cercano al 1% (excluidas las transferencias extraordinarias), como consecuencia del impacto de las importantes medidas de consolidación (incluido el crecimiento interanual próximo a cero de las remuneraciones de los asalariados), pese a los significativos aumentos de los pagos por intereses. La emisión de valores distintos de acciones disminuyó en términos intertrimestrales (aunque siguió siendo elevada en flujos acumulados de los cuatro últimos trimestres) y se vio absorbida en gran medida por las adquisiciones realizadas en el marco del programa para los mercados de valores, al reducir los bancos y los no residentes sus tenencias.

La renta disponible de las *instituciones financieras* aumentó en el tercer trimestre de 2011, debido a un crecimiento mayor de los ingresos por dividendos que de los dividendos distribuidos, mientras

Gráfico G Ratios de capital de las instituciones financieras, excluidos los fondos de inversión

(en porcentaje de los activos totales)

- Acciones y otras participaciones en relación con los activos
- ... Capital en relación con los activos
- - - Capital nomenclal en relación con los activos



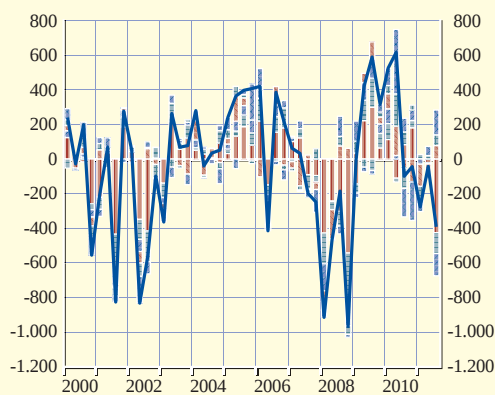
Fuentes: Eurostat y BCE.

Nota: Las «acciones y otras participaciones» incluyen las acciones y otras participaciones distintas de las participaciones en fondos de inversión. El «capital» se define como la diferencia entre los activos financieros y los pasivos distintos de acciones y otras participaciones. Todos los activos y pasivos se valoran a precio de mercado. El «capital nomenclal en relación con los activos» se calcula sobre la base de las operaciones de capital y las operaciones financieras de activo, es decir, se excluyen las variaciones de precios de los activos y los pasivos.

Gráfico H Pérdidas y ganancias de capital en los activos de las instituciones financieras

(flujos intertrimestrales; mm de euros)

- Total
- Acciones cotizadas
- Acciones no cotizadas
- Participaciones en fondos de inversión
- Valores distintos de acciones
- Préstamos
- Otros



Nota: El total hace referencia a «otros flujos económicos», que se refieren, principalmente, a las ganancias y las pérdidas de capital (realizadas o no realizadas) (incluido el saneamiento de los préstamos).

que el valor añadido y los intereses netos obtenidos siguieron incrementándose. A pesar de los cuantiosos beneficios netos no distribuidos (35 mm de euros al trimestre en los últimos trimestres), los activos netos de las instituciones financieras a precios de mercado (una medida de la ratio de capital de las cuentas de la zona del euro) cayeron de forma acusada como consecuencia de las considerables pérdidas de capital registradas en la cartera de acciones y otras participaciones, aunque se mantuvieron significativamente por encima de la valoración de mercado de sus acciones y otras participaciones (véase gráfico G). En el gráfico H se muestra que las instituciones financieras sufrieron importantes pérdidas de capital principalmente en sus carteras de acciones y otras participaciones (acciones cotizadas, acciones no cotizadas y fondos de inversión). Por el contrario, en otros instrumentos (depósitos, préstamos y valores distintos de acciones) se registraron ganancias de capital, derivadas en parte de la apreciación de los activos denominados en moneda extranjera. Además, las pérdidas de capital en valores distintos de acciones emitidos por los Gobiernos sometidos a tensiones (registradas todas a precios de mercado en las cuentas de la zona del euro, independientemente de si formaban parte de la cartera de negociación o de la cartera de inversión) se vieron compensadas con creces por las ganancias obtenidas en otros valores distintos de acciones, incluidos los emitidos por los Gobiernos de la zona del euro que se beneficiaron de los flujos en valores refugio.

Evolución de los balances

En el tercer trimestre de 2011, el crecimiento interanual del patrimonio neto de los hogares se ralentizó notablemente, hasta el 5,6 % de la renta (en comparación con el máximo del 22 % registrado en el cuarto trimestre de 2010). Aunque se observó una influencia positiva, pero levemente decreciente, del ahorro neto (7,2 % de la renta), los hogares sufrieron pérdidas de capital (1,6 % de la renta), principalmente en las carteras de acciones y otras participaciones. En los activos no financieros (vivienda), se observaron de nuevo ligeras pérdidas de capital (véase gráfico E).

La caída de los precios de las acciones se tradujo asimismo en un marcado incremento de la ratio de deuda en relación con los activos de las sociedades no financieras, interrumpiendo la gradual reducción del apalancamiento observada desde el primer trimestre de 2009, y explica también el fuerte descenso de las ratios de capital de las instituciones financieras medidas a precios de mercado. El capital nocial en relación con los activos de las instituciones financieras —calculado a partir de las operaciones acumuladas a lo largo del tiempo y que excluye, por lo tanto, el impacto de las variaciones en el precio de los activos— registró una reducción mucho menor (0,1 puntos porcentuales), lo que refleja principalmente el efecto automático en los dos lados del balance del mayor apoyo a la liquidez prestado por el Eurosistema. Al mismo tiempo, los sustanciales beneficios no distribuidos de las instituciones financieras y el elevado recurso a los mercados de renta variable (con una emisión superior a los 100 mm de euros en el tercer trimestre de 2011) siguieron contribuyendo positivamente a la acumulación de su base de capital (gráfico G).

3 PRECIOS Y COSTES

Según el avance de Eurostat, la inflación interanual medida por el IAPC de la zona del euro fue del 2,7% en enero de 2012, sin variación con respecto al mes anterior. En promedio, las tasas de inflación se situaron en el 2,7% en 2011, principalmente como consecuencia de la subida de los precios de la energía y de otras materias primas. De cara al futuro, es probable que la inflación se mantenga por encima del 2% durante varios meses, antes de caer por debajo de ese nivel. Este patrón refleja la expectativa de que, en un entorno de crecimiento débil en la zona del euro y a escala mundial, las presiones subyacentes sobre los precios en la zona del euro sigan siendo moderadas. Los riesgos para las perspectivas de evolución de los precios a medio plazo siguen estando, en general, equilibrados.

3.1 PRECIOS DE CONSUMO

Según el avance de Eurostat, la inflación interanual medida por el IAPC de la zona del euro fue del 2,7% en enero de 2012, sin variación con respecto a diciembre de 2011 (véase cuadro 5). Las subidas de los precios del petróleo y de los impuestos especiales sobre los carburantes en algunos países de la zona, así como los efectos de la anterior depreciación del euro, parecen haber impulsado los precios de la energía en enero y prácticamente compensaron un efecto de base de -0,2 puntos porcentuales procedente del componente energético. Los precios de la energía y, en menor medida, los de los alimentos fueron el principal factor determinante de la elevada tasa de inflación medida por el IAPC observada en 2011, que fue del 2,7%. En el recuadro 5, titulado «Efectos de base y su impacto en la inflación medida por el IAPC en 2012», se analizan los efectos de base generados por las fuertes escaladas de los precios de la energía y de los alimentos en 2011 y el modo en que afectarán a la trayectoria de la tasa de inflación interanual en 2012.

En diciembre de 2011, el último mes para el que se dispone de una desagregación oficial del IAPC, la tasa de crecimiento interanual de la inflación medida por el IAPC general cayó hasta el 2,7%, desde el 3% observado en los tres meses anteriores (véase gráfico 22), debido a la reducción de las tasas de variación interanual de todos sus componentes, en particular de la energía. La única excepción fue el componente de servicios, cuya tasa de variación interanual no se modificó.

Si se consideran con más detalle los principales componentes del IAPC, la inflación de los precios de la energía descendió desde el 12,3% registrado en noviembre hasta el 9,7% en diciembre, el nivel más bajo

Cuadro 5 Evolución de los precios

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

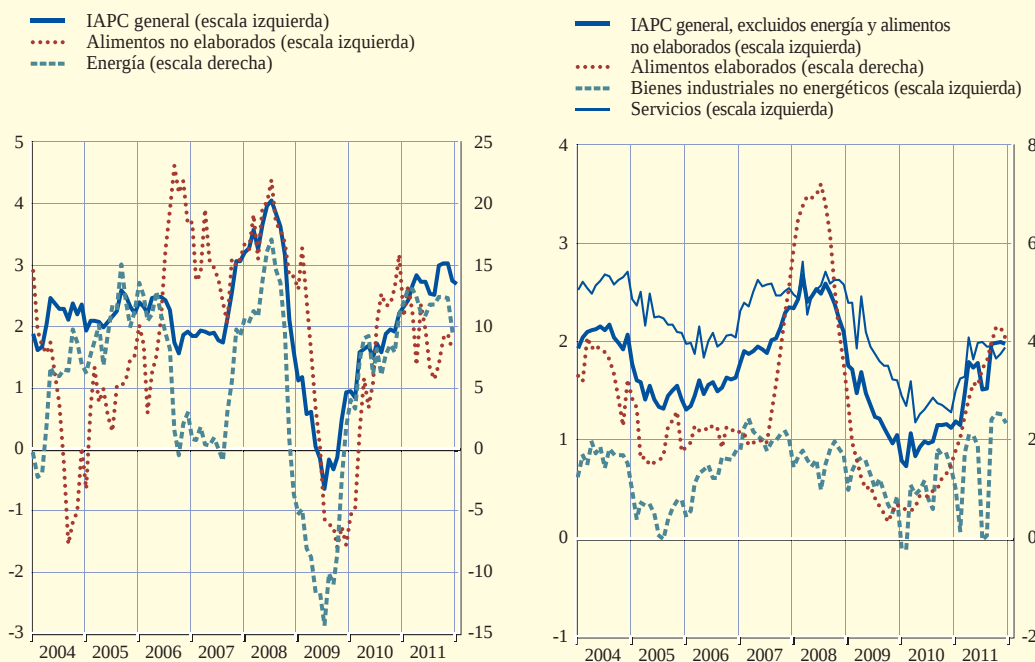
	2010	2011	2011 Ago	2011 Sep	2011 Oct	2011 Nov	2011 Dic	2012 Ene
IAPC y sus componentes								
Índice general ¹⁾	1,6	2,7	2,5	3,0	3,0	3,0	2,7	2,7
Energía	7,4	11,9	11,8	12,4	12,4	12,3	9,7	.
Alimentos no elaborados	1,3	1,8	1,1	1,4	1,8	1,9	1,6	.
Alimentos elaborados	0,9	3,3	3,6	4,0	4,3	4,3	4,1	.
Bienes industriales no energéticos	0,5	0,8	0,0	1,2	1,3	1,3	1,2	.
Servicios	1,4	1,8	1,9	1,9	1,8	1,9	1,9	.
Otros indicadores de precios								
Precios industriales	2,9	5,9	5,8	5,8	5,5	5,4	4,3	.
Precios del petróleo (euros por barril)	60,7	79,7	76,7	79,8	78,9	81,4	81,7	86,2
Precios de las materias primas no energéticas	44,6	12,2	2,5	1,5	1,6	-1,9	-6,7	-4,6

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

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

Gráfico 22 Desagregación del IAPC por principales componentes

(tasas de variación interanual; datos mensuales)



Fuente: Eurostat.

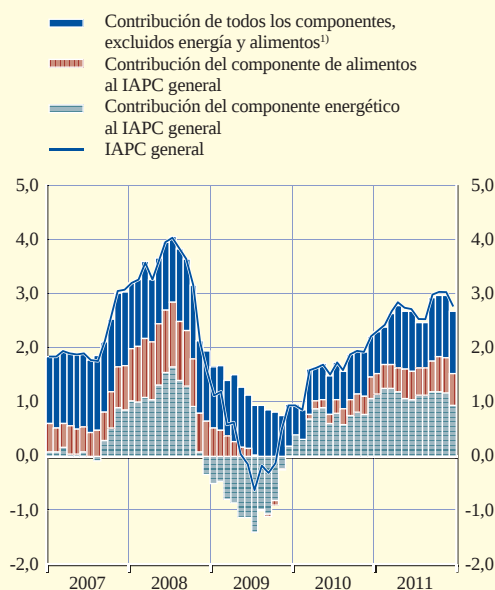
observado desde noviembre de 2010. Este descenso se debió a un efecto de base a la baja, así como a una ligera caída de los precios de la energía en términos intermensuales. Concretamente, en diciembre, las tasas de variación interanual de los precios de los combustibles líquidos y de los combustibles y lubricantes para vehículos privados se redujeron con respecto al mes precedente (desde el 26,7% hasta el 18,9% y desde el 13,1% hasta el 8,9%, respectivamente).

Recuadro 5

EFFECTOS DE BASE Y SU IMPACTO EN LA INFLACIÓN MEDIDA POR EL IAPC EN 2012

La inflación medida por el IAPC de la zona del euro aumentó significativamente en la primera parte de 2011 y permaneció en niveles elevados durante el resto del año, reflejando, sobre todo, la considerable contribución de los precios de la energía y, en menor medida, de los alimentos (véase gráfico A). En este recuadro se analizan los denominados efectos de base generados por las fuertes escaladas de los precios de la energía y de los alimentos en 2011 y el modo en que afectarán a la trayectoria de la tasa de inflación interanual en 2012.

Los efectos de base se producen cuando los cambios de la tasa de variación interanual de un indicador económico —en este caso el IAPC— son atribuibles a un movimiento atípico del índice doce meses antes debido, por ejemplo, a cambios significativos en los precios de las materias

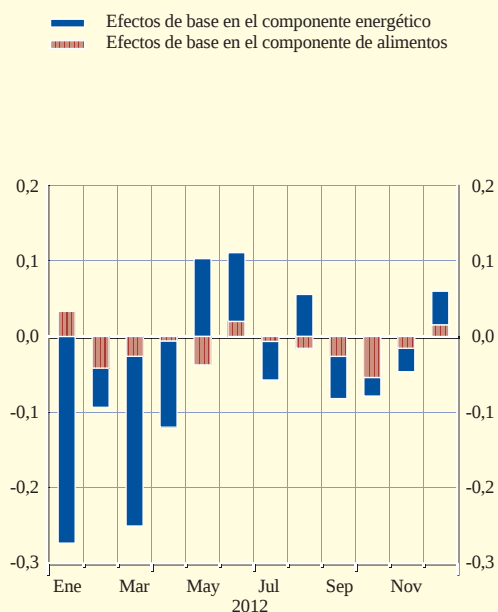
Gráfico A Contribuciones a la inflación interanual medida por el IAPC a partir de enero de 2007

Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

1) Incluye servicios y bienes industriales no energéticos.

Gráfico B Contribución de los efectos de base en los componentes de energía y alimentos a la variación intermensual de la tasa de inflación anual en 2012

(puntos porcentuales)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

primas¹. Más concretamente, explican en qué medida la variación de la tasa de inflación interanual de un mes al siguiente obedece a la «desaparición» de un movimiento intermensual atípico del índice de precios hace doce meses. A la hora de analizar la evolución de la tasa de inflación interanual, es importante distinguir los efectos de estas variaciones intermensuales atípicas que se produjeron hace doce meses de aquellas que ocurrieron en el último mes (es decir, las «novedades» reales).

Teniendo en cuenta los acusados incrementos de los precios de la energía y de los alimentos a principios de 2011, es de esperar que los efectos de base ejerzan una fuerte influencia a la baja en la trayectoria de la inflación general en 2012. El gráfico B refleja la contribución esperada de los efectos de base derivados de los componentes de energía y alimentos a la variación de la tasa de inflación interanual de un mes al siguiente en el período comprendido entre enero y diciembre de 2012². En particular, el gráfico muestra que se estima una contribución negativa de los efectos de base derivados de los precios de la energía en la mayoría de los meses, la cual será especialmente marcada en el primer cuatrimestre del año, ya que las acusadas subidas de los precios de la energía registradas un año antes desaparecen de la comparación anual. Asimismo, se estima que la contribución de los efectos de base originados por los precios de los alimentos será principalmente negativa a lo largo de 2012, aunque de menor escala, en general.

1 Técnicamente, un efecto de base se puede definir como la contribución a la variación de la tasa de inflación interanual en un determinado mes derivada de una desviación de la tasa de variación intermensual en el mes base (es decir, el mismo mes del año anterior), con respecto al perfil habitual o normal, teniendo en cuenta las fluctuaciones estacionales. Para obtener un análisis más detallado, véase el recuadro titulado «Evolución reciente y futura de la inflación medida por el IAPC: incidencia de los efectos de base», *Boletín Mensual*, BCE, diciembre de 2008.

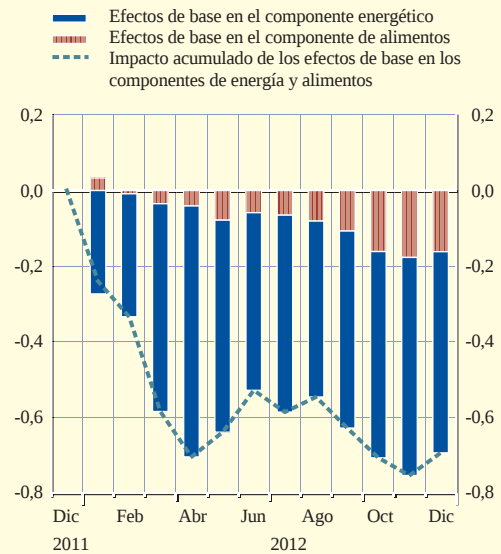
2 Identificar y estimar los efectos de base no es una tarea sencilla. Definir un efecto de base como aquel que se deriva de las influencias atípicas que afectaron al índice de precios doce meses antes supone calcular la desviación de la tasa de variación intermensual en el período base con respecto a su perfil habitual. No existe un método comúnmente aceptado para identificar dichas influencias atípicas sobre la inflación. A los efectos de este recuadro, el perfil habitual de la variación intermensual del IAPC se calcula añadiendo un efecto estacional estimado a la variación intermensual media de cada mes observada desde enero de 1995.

El impacto acumulado de estos efectos de base influirá en el perfil de la evolución del IAPC en 2012. Se estima que, si se combinan los efectos de base de los componentes de energía y de alimentos, el impacto a la baja habrá alcanzado unos 0,7 puntos porcentuales en abril y rondará esta magnitud durante el resto de 2012 (véase gráfico C). La contribución de los efectos de base derivados de los precios de los alimentos continúa siendo moderada en términos absolutos, pero su relevancia aumenta a medida que avanza el año con respecto a la aportación de los precios de la energía.

En conjunto, se espera que los efectos de base a la baja derivados principalmente de variaciones anteriores en los precios de la energía se traduzcan en un perfil descendente de la inflación interanual medida por el IAPC en los próximos meses. Esta estimación presupone que los precios de la energía y de los alimentos no experimentarán fuertes subidas en 2012, en consonancia con el actual perfil prácticamente plano de los precios de futuro del petróleo de los próximos meses. Sin embargo, el perfil de la tasa de variación interanual del IAPC también dependerá del impacto de los movimientos de las variables económicas fundamentales, como la fuerza de la demanda de consumo y el crecimiento de los costes laborales, así como de la evolución de los impuestos indirectos y de los precios administrados, lo que significa que no puede evaluarse automáticamente solo en función de los efectos de base.

Gráfico C Impacto acumulado de los efectos de base en los componentes de energía y alimentos en 2012

(puntos porcentuales)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

En diciembre, la tasa de variación interanual de los precios de los alimentos no elaborados se redujo 0,3 puntos porcentuales, hasta el 1,6%, como consecuencia de la disminución de las tasas de variación interanual de los precios de la fruta y de las legumbres y hortalizas, que compensó con creces el aumento de la tasa de variación interanual de los precios de la carne. La tasa de variación interanual de los precios de los alimentos elaborados cayó ligeramente, hasta el 4,1%, siendo reflejo de pequeñas variaciones de los precios de varios productos, y la de los precios del tabaco retrocedió de nuevo en diciembre.

Si se excluyen los alimentos y la energía, que representan en torno al 30% de la cesta del IAPC, la inflación interanual medida por el IAPC se mantuvo estable, en el 1,6%, en diciembre de 2011 por cuarto mes consecutivo. La inflación medida por el IAPC, excluidos los alimentos y la energía, está determinada fundamentalmente por factores internos, como los salarios, los márgenes y los impuestos indirectos, y consta de dos componentes principales, los bienes industriales no energéticos y los servicios.

La tasa de variación interanual de los precios de los bienes industriales no energéticos descendió hasta el 1,2% en diciembre, mientras que la de los precios de los servicios se mantuvo en el 1,9%, debido a una subida de los precios de los servicios de transporte que quedó compensada con un descenso de los precios de los servicios de comunicación. Los precios de los servicios de vivienda, así como los de los servicios recreativos y personales, no se modificaron.

La introducción de los billetes y monedas en euros el 1 de enero de 2002 llevó aparejado un amplio temor acerca de que el cambio de moneda pudiera provocar un incremento generalizado de los precios. En el recuadro 6, titulado «Incrementos medios de los precios desde la introducción del euro», se considera la evolución de la inflación percibida y se examinan los incrementos medios de los precios en la zona del euro en su conjunto en los últimos diez años.

Recuadro 6

INCREMENTOS MEDIOS DE LOS PRECIOS DESDE LA INTRODUCCIÓN DEL EURO

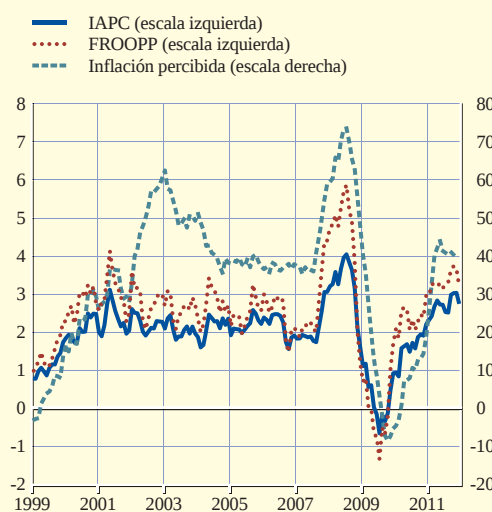
La introducción de los billetes y monedas en euros el 1 de enero de 2002 llevó aparejado un amplio temor acerca de que el cambio de moneda pudiera provocar un incremento generalizado de los precios. Sin embargo, este sentir contrastaba con la expectativa general de que, a largo plazo, la introducción del euro tendría un impacto moderador en los precios por la mayor transparencia y competencia¹. Con este telón de fondo, en este recuadro se recuerda primero la evolución de la inflación percibida tras el cambio de moneda y, posteriormente, se examinan los incrementos medios de los precios en la zona del euro en su conjunto en los diez años transcurridos desde su puesta en circulación.

Inflación percibida y observada

En la época del cambio de moneda, la evolución de la inflación percibida —medida según la encuesta de opinión de la Comisión Europea— comenzó a desviarse significativamente de la trayectoria de la inflación observada medida por el IAPC (véase gráfico A)². No obstante, conviene señalar que los niveles de las dos series no son directamente comparables, ya que el indicador de la inflación percibida se basa en información cualitativa sobre la dirección del cambio en la trayectoria de los precios, más que en el nivel de inflación³. Sin embargo, hubo una clara desviación en la tendencia de ambos indicadores, que duró alrededor de un año y volvió a disminuir posteriormente, cuando las percepciones se corrigieron a la baja. Desde mediados de 2004, la inflación percibida y la observada han evolucionado de manera más sincronizada.

Gráfico A Inflación medida por el IAPC, inflación medida por el FROOPP e inflación percibida

(tasas de variación anual; saldos netos)



Fuentes: Comisión Europea y cálculos del BCE.

Nota: FROOPP corresponde a la expresión inglesa «frequent out-of-pocket purchases».

- 1 Véase el recuadro titulado «No se espera que la introducción de los billetes y monedas en euros repercuta de forma significativa sobre los precios de consumo agregados», *Boletín Mensual*, BCE, enero de 2002.
- 2 Para obtener más información, véanse el recuadro titulado «Evolución reciente de las percepciones de los consumidores respecto a la inflación», *Boletín Mensual*, BCE, julio de 2002, y el recuadro titulado «Evolución reciente de la inflación percibida y observada», *Boletín Mensual*, BCE, octubre de 2002.
- 3 Véase el recuadro titulado «Encuesta de opinión de la Comisión Europea sobre la inflación percibida por los consumidores», *Boletín Mensual*, BCE, mayo de 2007.

La desviación entre la evolución de la inflación percibida y la observada en la época de la introducción del euro fue especialmente evidente en el caso de los precios de los bienes y servicios que los consumidores compran con mayor frecuencia y que, por tanto, pueden tener un impacto mayor en la inflación percibida (véase gráfico A). Estas compras se denominan en inglés «frequent out-of-pocket purchases» (FROOPP) e incluyen todos los alimentos y la mayoría de los componentes energéticos del IAPC, pero excluyen, por ejemplo, alquileres y seguros. Puede apreciarse que las variaciones de la inflación percibida han tenido una correlación más alta con el índice FROOPP que con el IAPC. Dado que el peso de los alimentos y de la energía es relativamente más elevado en el índice FROOPP que en el IAPC⁴, y teniendo en cuenta el hecho de que la zona del euro se ha visto afectada por una serie de perturbaciones adversas⁵ en estos dos componentes de los precios, la inflación medida por el FROOPP ha sido, en promedio, más errática y alta que la inflación medida por el IAPC general en los últimos diez años y, especialmente, en el período de graves perturbaciones en los precios internacionales de las materias primas, en 2007 y 2008⁶.

Incremento medio de los precios de los componentes individuales del IAPC

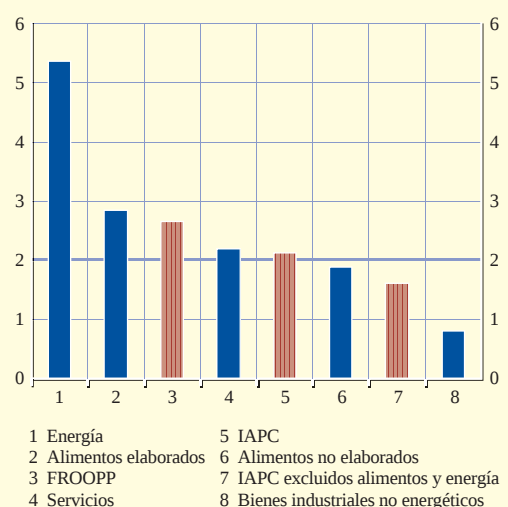
En conjunto, la tasa de variación media del IAPC de la zona del euro desde el cambio de moneda ha sido del 2,1 %. Sin embargo, se han registrado diferencias significativas en las tendencias de algunas categorías desde 2002. Los gráficos B y C ilustran con mucha claridad este extremo.

El número de perturbaciones adversas al alza en los precios de los alimentos y de la energía se refleja en que las tasas medias de variación anual de estos dos componentes son mucho más elevadas que las de los demás. La tasa media de variación anual desde la introducción del euro ha sido del 5,4 % para el conjunto del componente energético, mientras que, en el caso del subcomponente de combustibles líquidos, por ejemplo, ha ascendido al 9,6 %.

Los precios de los alimentos elaborados se han incrementado un 2,8 % anual, en promedio, como consecuencia, en gran medida, de una tasa media de variación anual del 6 % en los precios del tabaco, derivada, sobre todo, de las subidas de impuestos. Los precios de los alimentos no elaborados se elevaron, en promedio, un 1,9 % anual (2,4 % el pescado, 2,2 % la fruta, 1,8 % la carne y 1,4 % las legumbres y hortalizas).

Gráfico B IAPC y componentes principales

(tasa media de variación anual entre diciembre de 2001 y diciembre de 2011)



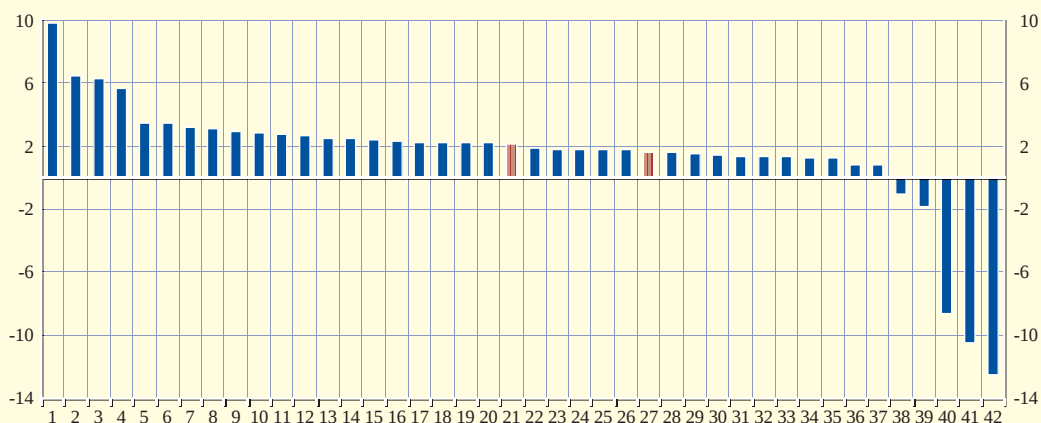
Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Notas: Los principales componentes del IAPC son energía, alimentos elaborados, servicios, alimentos no elaborados y bienes industriales no energéticos. El índice FROOPP y el IAPC excluidos alimentos y energía se incluyen únicamente a efectos de referencia.

- 4 En conjunto, los alimentos y la energía tienen un peso del 29,7 % en el IAPC. El peso de algunos subcomponentes relacionados con los alimentos y la energía en el índice FROOP es del 53 %.
- 5 Para obtener un análisis general de la coincidencia de perturbaciones que han afectado a la inflación medida por el IAPC, véase el recuadro titulado «Coincidencia de perturbaciones que han afectado a la inflación medida por el IAPC desde el inicio de la tercera fase de la UEM», *Boletín Mensual*, BCE, junio de 2002.
- 6 Véase el recuadro titulado «Implicaciones de las presiones inflacionistas externas para la inflación de la zona del euro medida por el IAPC», *Boletín Mensual*, BCE, octubre de 2011.

Gráfico C Algunas categorías del IAPC

(tasa media de variación anual entre diciembre de 2001 y diciembre de 2011)



- | | |
|---|---|
| 1 Combustibles líquidos | 22 Servicios culturales |
| 2 Joyería y relojería | 23 Alquileres brutos de viviendas |
| 3 Tabaco | 24 Carne |
| 4 Combustibles y lubricantes para vehículos privados | 25 Artículos de vidrio y cristal, vajillas y utensilios para el hogar |
| 5 Transporte de pasajeros por ferrocarril | 26 Servicios postales |
| 6 Mantenimiento y reparaciones de vehículos privados | 27 IAPC excluidos alimentos y energía |
| 7 Servicios hospitalarios | 28 Vino |
| 8 Educación | 29 Cerveza |
| 9 Servicios recreativos y deportivos | 30 Mobiliario y enseres domésticos |
| 10 Restaurantes, bares, cafeterías y establecimientos similares | 31 Legumbres y hortalizas |
| 11 Diarios y publicaciones periódicas | 32 Vacaciones organizadas |
| 12 Pan y cereales | 33 Libros |
| 13 Servicios dentales | 34 Zapatos y otro calzado |
| 14 Café, té y cacao | 35 Productos farmacéuticos |
| 15 Pescado | 36 Vehículos de motor |
| 16 Comedores colectivos | 37 Prendas de vestir |
| 17 Limpieza, reparación y alquiler de artículos de vestir | 38 Juegos, juguetes y pasatiempos |
| 18 Frutas | 39 Equipos y servicios de telefonía y fax |
| 19 Peluquerías y establecimientos de cosmética personal | 40 Equipos de imagen y sonido |
| 20 Transporte aéreo de pasajeros | 41 Equipos fotográficos y cinematográficos e instrumentos ópticos |
| 21 IAPC | 42 Equipos de procesos de datos |

Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

En relación con los precios de los servicios, su tasa media de variación anual desde la introducción del euro se ha situado en el 2,2 %, es decir, bastante en línea con la inflación media medida por el IAPC. El componente de servicios incluye, por ejemplo, el precio de una comida en un restaurante, de un corte de pelo o de una entrada de cine, que se percibía que habían aumentado significativamente con el cambio de moneda. Sin embargo, en los diez años transcurridos desde entonces, el incremento medio de los precios no ha sido extraordinario. Por ejemplo, los precios incluidos en la categoría de «peluquerías y establecimientos de cosmética personal» han subido, en promedio, el 2,2 % anual, y los precios de la categoría «restaurantes, bares, cafeterías y establecimientos similares» han aumentado el 2,8 % anual, en promedio, habiéndose visto afectados también estos últimos, de manera indirecta, por las escaladas de los precios de los alimentos elaborados. Por último, la tasa media de inflación anual de los bienes industriales no energéticos ha sido solo del 0,8 %, debido, principalmente, a la considerable caída de los precios de los bienes de tecnologías de la información y de las comunicaciones (TIC),

como consecuencia de los rápidos avances tecnológicos en este ámbito. Por ejemplo, los precios de los equipos de proceso de datos han disminuido un 12,5 % anual, y los de los equipos fotográficos y cinematográficos e instrumentos ópticos, un 10,5 % anual. En cambio, la tasa media de variación anual de los precios de joyería y relojería se ha situado en el 6,4 %, en gran parte como resultado de la subida de los precios de las materias primas, y en particular del oro, en los últimos años.

En conjunto, la zona del euro ha sido testigo de grandes diferencias en el comportamiento de los precios de determinados bienes y servicios desde la introducción del euro. Ha sido claro el impacto al alza de los precios de la energía y los alimentos, derivado de las perturbaciones en los precios internacionales de las materias primas, así como el impacto moderador de los precios de los bienes de TIC, como consecuencia de los avances tecnológicos conseguidos en este sector. Al mismo tiempo, los precios de los servicios han evolucionado bastante en línea con la inflación media medida por el IAPC.

3.2 PRECIOS INDUSTRIALES

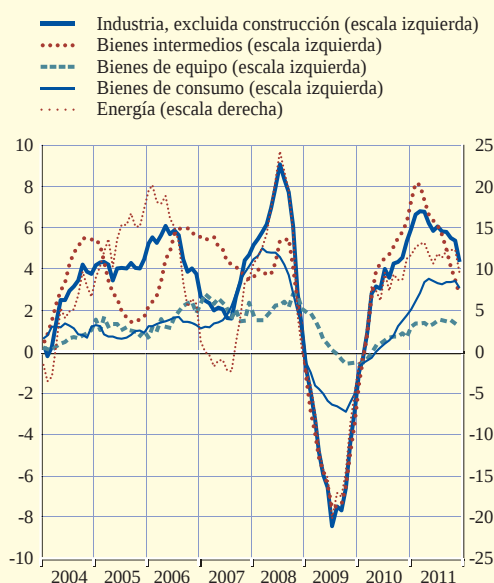
La inflación de los precios industriales (excluida la construcción) cayó hasta el 4,3 % en diciembre de 2011, desde el 5,4 % de noviembre (véase gráfico 23), reflejo, en gran medida, del pronunciado descenso de la tasa de variación interanual de los precios de los bienes intermedios y de la energía, lo que a su vez se debió a efectos de base negativos en ambos componentes. Las presiones sobre los precios de los consumos intermedios siguieron disminuyendo, lo que actualmente es más evidente en las primeras fases de la cadena de producción (los precios industriales de los bienes intermedios) que en fases posteriores (los precios industriales de los bienes de consumo excluidos los alimentos). La inflación de los precios industriales, excluidas la construcción y la energía, cayó desde el 3 % registrado en noviembre hasta el 2,6 % en diciembre.

En ese mismo período, la inflación de los precios industriales en la rama de bienes de consumo descendió desde el 3,4 % hasta el 3,1 %. Esta disminución estuvo impulsada por los precios de consumo de los alimentos, cuya tasa de variación interanual cayó desde el 4,7 % hasta el 4,1 %. En los próximos meses se esperan nuevos descensos, debido a la pronunciada disminución que ha registrado recientemente la tasa de variación interanual de los precios de las materias primas alimenticias en la UE. La tasa de variación interanual del componente no alimenticio se mantuvo sin variación, en el 1,7 %, un nivel elevado en términos históricos. Esto, junto con el aumento de la inflación de los precios de importación resultante de la reciente depreciación del euro, apunta a la persistencia de presiones latentes a corto plazo sobre la inflación subyacente de los precios de consumo.

Por lo que respecta a los indicadores basados en encuestas, que anticipan la evolución de los precios industriales, el índice de directores de compras (PMI) de los precios de venta de las manufacturas se

Gráfico 23 Desagregación de los precios industriales

(tasas de variación interanual; datos mensuales)



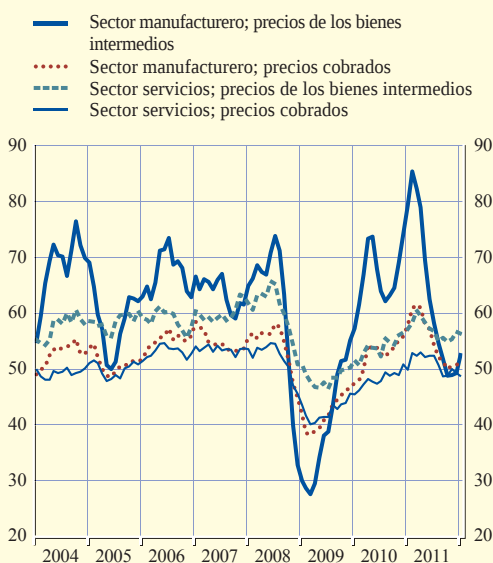
Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

mantuvo prácticamente sin variación en enero de 2012 y, por tanto, confirmó la estabilización que siguió al descenso que se registró desde la primavera hasta octubre de 2011 (véase gráfico 24). En cambio, los precios de los consumos intermedios del sector manufacturero del PMI aumentaron de 49,8 en diciembre de 2011 a 52,8 en enero de 2012, la primera subida intermensual de estos precios desde septiembre de 2011. En los servicios, el índice PMI de precios de los consumos intermedios y de venta se redujo de 56,6 a 53,3 y de 49,3 a 48,7, respectivamente, en enero.

En síntesis, los nuevos efectos de base a la baja, junto con las menores presiones inflacionistas que anticipan los datos sobre precios basados en encuestas, señalan que la inflación de los precios industriales seguirá disminuyendo en los próximos meses. En conjunto, los indicadores de precios basados en las encuestas siguen estando ligeramente por debajo de sus medias a largo plazo, lo que hace que las presiones de los precios estén contenidas, en líneas generales.

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

(índices de difusión; datos mensuales)



Fuente: Markit.

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

3.3 INDICADORES DE COSTES LABORALES

Como consecuencia de la mejora de la situación del mercado de trabajo que duró hasta el verano de 2011, los indicadores de costes laborales de la zona del euro aumentaron gradualmente (véanse cuadro 6 y gráfico 25). Sin embargo, los datos preliminares de noviembre sobre los salarios negociados en la zona muestran señales de estabilización del crecimiento de los salarios.

Los salarios negociados de la zona del euro crecieron un 2,1 %, en términos interanuales, en el tercer trimestre de 2011, frente al 1,9 % del trimestre anterior. La tasa de crecimiento interanual de los costes laborales por hora se redujo hasta situarse en el 2,7 % en el tercer trimestre, en comparación con el 3,2 % del trimestre precedente. Esta desaceleración estuvo determinada fundamentalmente por la evolución

Cuadro 6 Indicadores de costes laborales

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

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

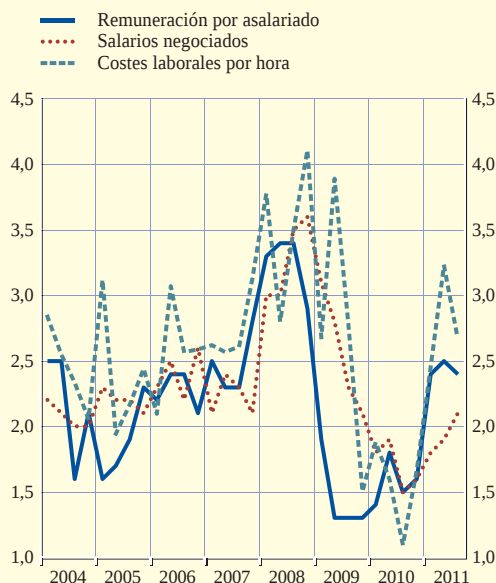
Fuentes: Eurostat, datos nacionales y cálculos del BCE.

de la industria, ya que la contracción observada en la construcción y en los servicios de mercado fue mucho menos pronunciada. En general, los costes laborales no salariales siguieron creciendo a un ritmo más rápido que el componente de sueldos y salarios de los costes laborales por hora de la zona del euro.

Otros indicadores de los costes laborales también mostraron algunas señales de estabilización. La remuneración por asalariado se situó en el 2,4%, en términos interanuales, en el tercer trimestre de 2011, prácticamente sin variación con respecto a los dos trimestres anteriores. Al mismo tiempo, el crecimiento interanual de los costes laborales unitarios solo experimentó un ligero aumento, hasta el 1,3%, en el tercer trimestre. Esto se debió principalmente a la disminución de la tasa de crecimiento interanual de la productividad del trabajo, desde el 1,3% del segundo trimestre hasta el 1% en el tercero, como consecuencia del menor crecimiento del producto. De cara al futuro, las encuestas más recientes apuntan a una nueva desaceleración de la productividad en los próximos trimestres, lo que podría seguir impulsando al alza el crecimiento de los costes laborales unitarios. A medio plazo es probable que las presiones sobre los costes laborales se mantengan contenidas, habida cuenta de unas perspectivas de crecimiento bastante débiles y de la persistente atonía del mercado de trabajo.

Gráfico 25 Indicadores de costes laborales

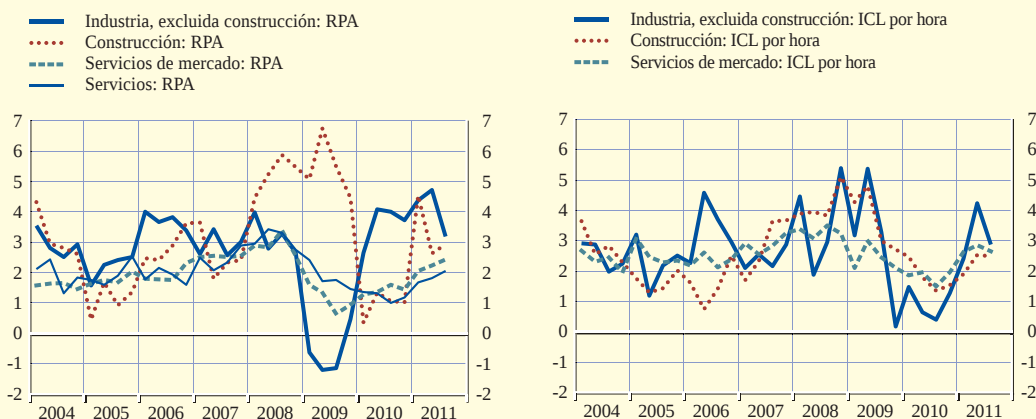
(tasas de variación interanual; datos trimestrales)



Fuentes: Eurostat, datos nacionales y cálculos del BCE.

Gráfico 26 Evolución de los costes laborales por sectores

(tasas de variación interanual; datos trimestrales)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

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

3.4 PERSPECTIVAS DE INFLACIÓN

De cara al futuro, es probable que las tasas de inflación se mantengan por encima del 2 % durante varios meses, antes de caer por debajo de ese nivel. Aunque los precios actuales de los futuros sobre materias primas indican que afectarán menos a la inflación, las presiones subyacentes sobre los precios en la zona del euro deberían seguir siendo moderadas, reflejando las expectativas de débil crecimiento en la zona del euro y a escala mundial.

La última encuesta del BCE a expertos en previsión económica (véase recuadro 7) muestra que, en comparación con la encuesta anterior, los encuestados prácticamente no han modificado las perspectivas de inflación para 2012 y 2013, con una ligera revisión al alza, hasta el 1,9 %, de las expectativas de inflación para 2012, y a la baja, hasta el 1,7 %, para 2013. Estas previsiones son acordes, en líneas generales, con los intervalos de las proyecciones macroeconómicas para la zona del euro elaboradas por los expertos del Eurosistema en diciembre de 2011. Las expectativas de inflación a más largo plazo (para 2016) han permanecido en el 2 %.

Se considera que los riesgos para las perspectivas de evolución de los precios a medio plazo siguen estando, en general, equilibrados. Los riesgos al alza están relacionados con incrementos mayores de lo previsto de los impuestos indirectos y de los precios administrados, dada la necesidad de lograr la consolidación fiscal en los próximos años, y con subidas de los precios de las materias primas. Los principales riesgos a la baja están asociados al impacto de un crecimiento económico más débil de lo esperado en la zona del euro y a escala mundial.

Recuadro 7

RESULTADOS DE LA ENCUESTA DEL BCE A EXPERTOS EN PREVISIÓN ECONÓMICA CORRESPONDIENTES AL PRIMER TRIMESTRE DE 2012

En este recuadro se presentan los resultados de la encuesta del BCE a expertos en previsión económica (EPE) correspondientes al primer trimestre de 2012. La encuesta se llevó a cabo entre el 17 y el 20 de enero de 2012, y se recibieron 58 respuestas¹.

En comparación con la encuesta anterior, los resultados de la última encuesta muestran que las perspectivas de inflación para 2012 y 2013 de los encuestados prácticamente no se han modificado. En cuanto a las expectativas de inflación a más largo plazo (para 2016), la previsión media y la mediana de las previsiones se mantuvieron sin variación, en el 2 %. Las expectativas de crecimiento del PIB para 2012 y 2013 se han revisado considerablemente a la baja.

Ligera revisión al alza de las expectativas de inflación a más corto plazo para 2012 y a la baja para 2013

Las expectativas de inflación para 2012 y 2013 obtenidas de la EPE se sitúan en el 1,9 % y en el 1,7 %, respectivamente (véase cuadro), en consonancia general con las previsiones correspondientes de

¹ La encuesta recopila información sobre las expectativas de inflación, de crecimiento del PIB real y de desempleo en la zona del euro basadas en las predicciones de expertos de instituciones financieras y no financieras radicadas en la UE. Los datos pueden consultarse en el sitio web del BCE: www.ecb.europa.eu/stats/prices/indic/forecast/html/index.en.html.

Resultados de la EPE, de las proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema, de Consensus Economics y del Barómetro de la Zona del Euro

(tasas de variación anual, salvo indicación en contrario)

	Horizonte de la encuesta		
	2012	2013	A más largo plazo ²⁾
Inflación medida por el IAPC			
EPE I 2012	1,9	1,7	2,0
EPE anterior (IV 2011)	1,8	1,8	2,0
Proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema (dic 2011)	1,5-2,5	0,8-2,2	-
Consensus Economics (enero 2012)	1,9	1,7	2,0
Barómetro de la Zona del Euro (enero 2012)	1,8	1,7	2,1
Crecimiento del PIB real			
EPE I 2012	-0,1	1,1	1,8
EPE anterior (IV 2011)	0,8	1,6	1,8
Proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema (dic 2011)	-0,4-1,0	0,3-2,3	-
Consensus Economics (enero 2012)	-0,3	1,0	1,7
Barómetro de la Zona del Euro (enero 2012)	-0,3	1,0	1,9
Tasa de desempleo ¹⁾			
EPE I 2012	10,6	10,6	8,8
EPE anterior (IV 2011)	10,0	9,7	8,5
Consensus Economics (enero 2012)	10,6	10,6	-
Barómetro de la Zona del Euro (enero 2012)	10,6	10,5	9,2

1) En porcentaje de la población activa.

2) Las expectativas de inflación a más largo plazo se refieren a 2016 en la EPE, en Consensus Economics y en el Barómetro de la Zona del Euro.

Consensus Economics y del Barómetro de la Zona del Euro de enero de 2012, y están dentro de los intervalos de las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema en diciembre de 2011.

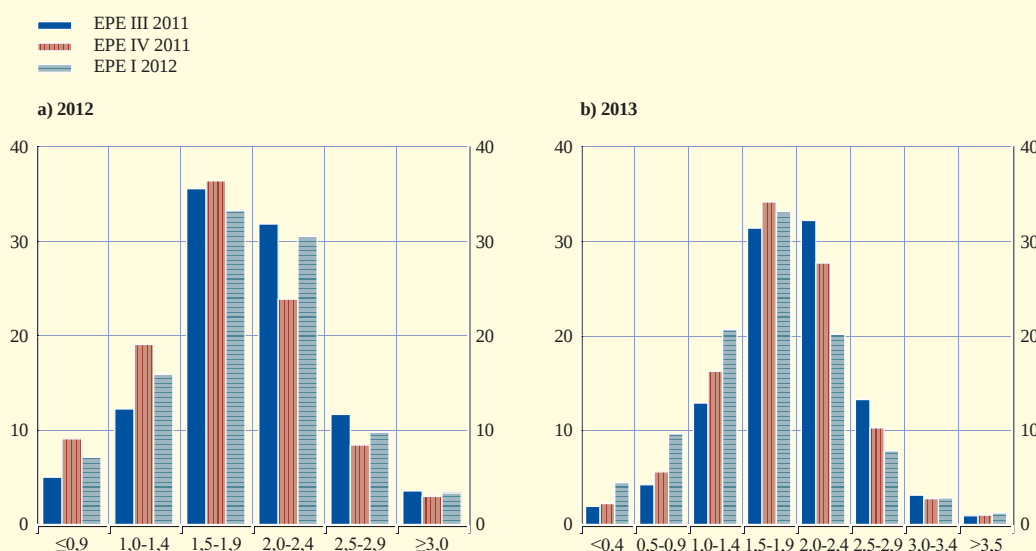
En comparación con la encuesta anterior, las expectativas de inflación han aumentado 0,1 puntos porcentuales para 2012 y han disminuido ligeramente, 0,1 puntos porcentuales, para 2013. En las respuestas cualitativas, los encuestados atribuyeron la revisión al alza de la previsión de inflación para 2012 a una combinación de revisiones al alza de las expectativas relativas a los impuestos indirectos y a los precios administrados en algunos países, de la revisión al alza de las expectativas de los precios del petróleo y de la revisión a la baja del tipo de cambio esperado entre el euro y el dólar estadounidense. Además, consideran que la revisión a la baja de la previsión de inflación para 2013 es resultado de las expectativas de contracción de la actividad económica (parcialmente como consecuencia de la adopción de medidas más enérgicas de saneamiento presupuestario) y de los márgenes, así como de un aumento del desempleo.

En cuanto a los riesgos para las perspectivas de inflación, la distribución de probabilidad agregada para 2012 se ha desplazado ligeramente a la derecha en comparación con la encuesta anterior (véase gráfico A). Las probabilidades que se asignan al intervalo comprendido entre el 1,5 % y el 1,9 % y entre el 2 % y el 2,4 % actualmente son más o menos iguales, algo por encima del 30 %, y la probabilidad asignada a que la inflación se sitúe en el 2 % o por encima de este nivel ha aumentado del 35 % al 44 %. A diferencia de 2012, la distribución de la probabilidad agregada para 2013 se ha desplazado levemente a la izquierda en relación con la encuesta anterior, y la probabilidad más alta se asigna ahora con mayor claridad al intervalo comprendido entre el 1,5 % y el 1,9 %.

Algunos de los expertos encuestados mencionaron aumentos de los precios de la energía y las materias primas, así como nuevas subidas de los impuestos indirectos y de los precios administrados, como riesgos alcistas para sus escenarios centrales de inflación, así como unas perspectivas económicas

Gráfico A Distribución de probabilidad agregada de las expectativas de inflación media anual para 2012 y 2013 en las últimas encuestas EPE

(probabilidad en porcentaje)



Fuente: BCE.

Nota: La distribución de probabilidad agregada corresponde a la media de las distribuciones de probabilidad individuales asignadas por los expertos en previsión económica.

peores de lo previsto como el principal riesgo bajista. Tomando como base las distribuciones de probabilidad individuales, los encuestados consideran que los riesgos para las previsiones a más corto plazo son bajistas para 2012 y que, en general, están equilibrados para 2013².

Las expectativas de inflación a más largo plazo se mantienen sin variación, en el 2 %

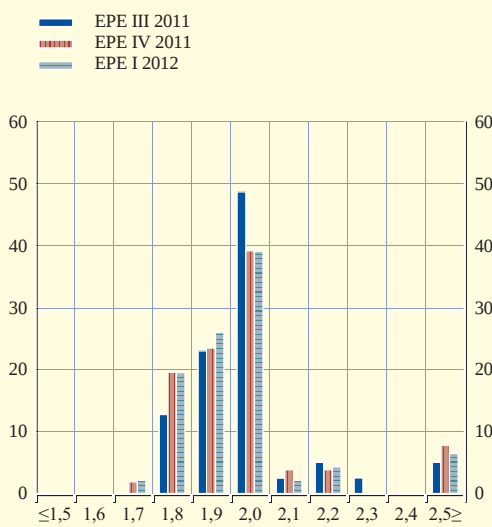
La previsión media de inflación a más largo plazo se mantiene en el 2 % para 2016. Mostradas con dos decimales, las expectativas se sitúan en el 1,98 %, en promedio, frente al 2,01 % de la encuesta anterior. La mediana y la moda de las previsiones permanecen sin variación, en el 2 %, y el porcentaje de encuestados que situaron la previsión en el 2 % se mantiene estable, en torno al 40 % (véase gráfico B). Las expectativas de inflación a más largo plazo de la EPE también son acordes, en líneas generales, con las previsiones a más largo plazo de Consensus Economics de octubre de 2011 y del Barómetro de la Zona del Euro de enero de 2012 (ambas para 2016).

La distribución de probabilidad agregada se ha desplazado ligeramente hacia la izquierda, en comparación con la encuesta anterior. La probabilidad de que la inflación se sitúe en el 2 % o por encima de este nivel ha descendido del 48 % al 46 %. Dado que sigue habiendo muchos encuestados con una previsión por encima de la media de su distribución de probabilidad, se considera que los riesgos en torno a la previsión media son fundamentalmente riesgos bajistas.

2 Los riesgos se definen como alcistas (bajistas) cuando es menor el número de encuestados cuyas previsiones se sitúan por encima (por debajo) de la media de su distribución de probabilidad que el número de encuestados cuyas previsiones se encuentran por debajo (por encima) de dicha media. La media de la distribución de probabilidad se calcula partiendo del supuesto de que la masa de probabilidad se concentra en el punto medio del intervalo.

Gráfico B Distribución de corte transversal de las previsiones de inflación a más largo plazo (a cinco años vista)

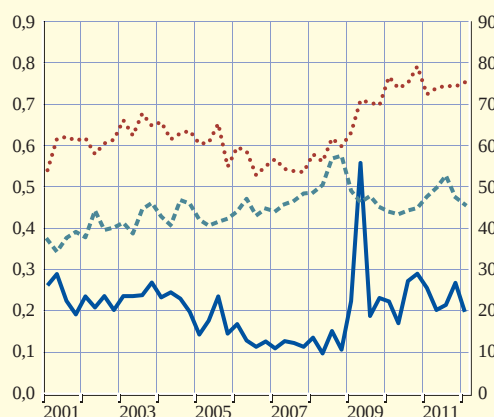
(porcentaje de encuestados)



Fuente: BCE.

Gráfico C Desacuerdo e incertidumbre respecto a las expectativas de inflación a más largo plazo

— Desviación típica de las previsiones (escala izquierda)
 Incertidumbre agregada (escala izquierda)
 - - - Probabilidad de inflación igual o superior al 2 % (escala derecha)



Fuente: BCE.

Nota: La incertidumbre agregada se define como la desviación típica de la distribución de probabilidad agregada (suponiendo una función de densidad de probabilidad discreta con masa de probabilidad concentrada en el punto medio del intervalo).

El desacuerdo sobre las expectativas de inflación a más largo plazo, medido por la desviación típica de las previsiones, disminuyó hasta situarse en 0,2 puntos porcentuales (0,3 puntos porcentuales en la encuesta anterior). La incertidumbre agregada en torno a estas expectativas, medida por la desviación típica de la distribución de probabilidad agregada, se mantiene estable en un nivel relativamente elevado (véase gráfico C)³.

Considerable revisión a la baja de las expectativas de crecimiento del PIB real para 2012 y 2013

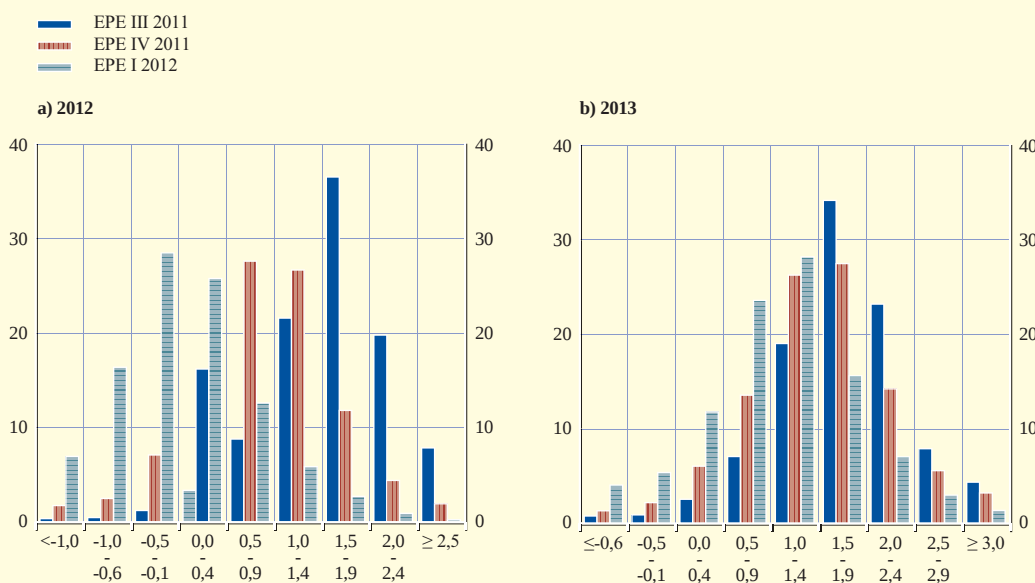
Según los resultados de la última encuesta, las expectativas de crecimiento del PIB real se sitúan en el -0,1 % para 2012 y en el 1,1 % para 2013. En comparación con las previsiones más recientes de Consensus Economics y del Barómetro de la Zona del Euro, estas expectativas son ligeramente más altas para 2012, pero prácticamente similares para 2013, y se sitúan dentro de los intervalos de las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema en diciembre de 2011.

En comparación con la EPE anterior, las expectativas de crecimiento del PIB se han revisado sustancialmente a la baja (0,9 puntos porcentuales para 2012 y 0,5 puntos porcentuales para 2013). En opinión de los encuestados, esta previsión central más negativa fue atribuible a las medidas adicionales de saneamiento presupuestario adoptadas en muchos países de la zona del euro, al nuevo endurecimiento de las condiciones de concesión del crédito, a la caída de la confianza y a un grado, en general, más elevado de incertidumbre.

3 Para más información sobre las medidas de incertidumbre, véase el recuadro titulado «Cómo medir las percepciones de la incertidumbre macroeconómica», *Boletín Mensual*, BCE, enero de 2010.

Gráfico D Distribución de probabilidad agregada de las expectativas de crecimiento del PIB para 2012 y 2013 en las últimas encuestas EPE

(probabilidad en porcentaje)



Fuente: BCE.

Nota: La distribución de probabilidad agregada corresponde a la media de las distribuciones de probabilidad individuales proporcionadas por los expertos en previsión económica.

Las distribuciones de probabilidad agregada para 2012 y 2013 se han desplazado sensiblemente hacia la izquierda. Para 2012, en particular, los encuestados asignan ahora una probabilidad del 54 % a los intervalos comprendidos entre el -0,5 % y el 0,4 % (véase gráfico D). Según los expertos encuestados, el principal riesgo alcista para la previsión central era encontrar una solución creíble a la crisis de la deuda soberana, mientras que el principal riesgo bajista estaba asociado a un nuevo empeoramiento de la crisis. Otros riesgos bajistas incluían disminuciones adicionales de la confianza, un aumento de la incertidumbre y la posibilidad de un incremento sustancial de las restricciones crediticias. Se estima que los riesgos para estas perspectivas de crecimiento son al alza para 2012 y a la baja para 2013.

Las expectativas de crecimiento a más largo plazo (para 2016) se sitúan en el 1,8 %, sin variación con respecto a las de la encuesta anterior. Se considera que los riesgos para estas perspectivas son principalmente a la baja. No obstante, la distribución de probabilidad agregada no se ha modificado sustancialmente con respecto a la encuesta anterior, y los expertos siguen asignando una probabilidad cercana al 30 % de que el crecimiento del PIB real a más largo plazo se sitúe en un intervalo comprendido entre el 1,5 % y el 1,9 %.

Considerable revisión al alza de las expectativas relativas a la tasa de desempleo para 2012 y 2013

Las expectativas relativas a la tasa de desempleo se sitúan en el 10,6 % para 2012 y 2013. Estas previsiones son acordes, en líneas generales, con las previsiones más recientes de Consensus Economics y del Barómetro de la Zona del Euro. En comparación con la EPE anterior, las expectativas relativas a la tasa de desempleo se han revisado sustancialmente al alza (0,6 puntos porcentuales para 2012 y

0,9 puntos porcentuales para 2013). Según los expertos encuestados, estas revisiones al alza se debieron principalmente a revisiones a la baja de las expectativas sobre la actividad económica.

En lo que respecta a los riesgos para estas perspectivas, los encuestados mencionaron un empeoramiento de la crisis actual, un aumento de la incertidumbre y un deterioro de las condiciones de financiación como los principales riesgos alcistas, mientras que la aplicación de nuevas reformas estructurales, así como los efectos retardados de reformas ya implementadas, se consideraron riesgos bajistas. Si las previsiones se comparan con las medias de las distribuciones de probabilidad, se estima que los riesgos se sitúan ligeramente a la baja para 2012 y al alza para 2013.

Las expectativas relativas a la tasa de desempleo a más largo plazo (para 2016) han aumentado hasta el 8,8 %, y se considera que los riesgos para estas perspectivas son claramente alcistas. La distribución de probabilidad agregada se ha desplazado significativamente hacia la derecha.

Otras variables y supuestos condicionantes

Según otros datos facilitados por los encuestados, los supuestos relativos al tipo de cambio entre el euro y el dólar estadounidense y al tipo de interés de las operaciones principales de financiación del BCE se han revisado considerablemente a la baja. Los supuestos sobre los precios del petróleo se han desplazado al alza, mientras que los relativos al crecimiento de la remuneración por asalariado no se han modificado. Concretamente, ahora se espera que los precios del petróleo rondan los 110 dólares por barril en 2012 y que aumenten ligeramente en 2013, así como que el tipo de cambio entre el euro y el dólar se sitúe en torno a 1,28 en 2012, y que el euro se aprecie ligeramente al final del año. Se prevé que el tipo de interés de las operaciones principales de financiación del BCE se sitúe, en promedio, en el 0,9 % en 2012 y en el 1 % en 2013. Por último, se espera que el crecimiento medio anual de la remuneración por asalariado se estabilice en torno al 2,1 % en 2012 y 2013 y que aumente hasta el 2,4 % a largo plazo.

4 PRODUCTO, DEMANDA Y MERCADO DE TRABAJO

El crecimiento intertrimestral del PIB real, que siguió ralentizándose hasta el 0,1 % en el tercer trimestre de 2011, probablemente haya sido muy débil en el cuarto trimestre. Según los datos procedentes de las encuestas de opinión correspondientes a los dos últimos meses, se observan señales incipientes de estabilización de la actividad económica en un nivel reducido. De cara al futuro, se prevé que la economía se recupere de forma muy gradual a lo largo de 2012. Los bajísimos tipos de interés a corto plazo y todas las medidas adoptadas para favorecer el funcionamiento adecuado del sector financiero de la zona del euro están respaldando la economía de la zona. Además, las tensiones existentes en los mercados financieros han disminuido en respuesta a las medidas de política monetaria adoptadas, pero también a los avances realizados en la consecución de un marco de gobernanza más fuerte y en la intensificación del proceso de consolidación fiscal en varios países de la zona del euro. Sin embargo, el exiguo crecimiento de la demanda mundial, las tensiones que persisten en los mercados de deuda soberana de la zona y sus efectos en las condiciones de concesión de créditos, así como el proceso de ajuste de los balances en los sectores financiero y no financiero, continúan frenando el dinamismo subyacente del crecimiento. Estas perspectivas están sometidas a riesgos a la baja.

4.1 PIB REAL Y COMPONENTES DE LA DEMANDA

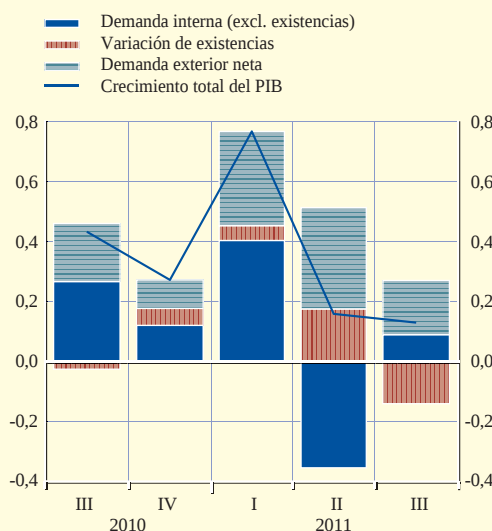
El crecimiento del PIB real de la zona del euro siguió ralentizándose, hasta situarse en una tasa intertrimestral del 0,1 % en el tercer trimestre de 2011, tras un crecimiento del 0,2 % en el segundo trimestre y del 0,8 % en el primero (véase gráfico 27). Las menores contribuciones de la demanda exterior neta y de las existencias compensaron con creces el mayor crecimiento del consumo privado. El nivel del producto en el tercer trimestre seguía estando un 1,7 % por debajo del máximo registrado en el primer trimestre de 2008.

Después de experimentar una contracción del 0,5 % en el segundo trimestre de 2011, el crecimiento del consumo privado se tornó nuevamente positivo en el tercer trimestre, incrementándose un 0,2 % en ese trimestre. Este incremento parece deberse totalmente al consumo de los servicios, ya que el volumen del comercio al por menor y las matriculaciones de automóviles se redujeron entre el segundo y el tercer trimestre.

Por lo que se refiere al cuarto trimestre de 2011, la información sobre el consumo privado apunta a una persistente falta de dinamismo del gasto en consumo. El volumen de ventas del comercio al por menor disminuyó de nuevo en diciembre, provocando un descenso del 0,7 % en el cuarto trimestre de 2011, lo que representa un nuevo deterioro con respecto al trimestre anterior, en el que las ventas minoristas se redujeron un 0,1 %. Al mismo tiempo, las matriculaciones de automóviles se elevaron de forma acusada en diciembre de 2011 con respecto al mes anterior y registraron un aumento intertrimestral del 1,3 % en el cuarto trimestre de 2011. Ello constituyó una mejora en relación con el tercer trimestre, aunque el aumento compensó solo ligeramente la desaceleración del crecimiento de las ventas del comercio al por menor.

Gráfico 27 Crecimiento del PIB real y contribuciones

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



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Los datos de las encuestas relativos al comercio minorista muestran la constante debilidad del consumo de bienes al por menor a comienzos de 2012 (véase gráfico 28). El índice de directores de compras (PMI) del sector del comercio al por menor, que se situó por debajo del umbral de expansión de 50 a lo largo del cuarto trimestre, volvió a caer en enero de 2012, registrando un mínimo de 35 en ese mes. Sin embargo, según la Dirección General de Asuntos Económicos y Financieros (DG ECFIN), la confianza de los consumidores de la zona del euro aumentó en enero, por primera vez desde junio de 2011. A pesar de ello, tanto la confianza de los consumidores como el indicador de grandes compras esperadas de bienes duraderos se mantuvieron en niveles inferiores a sus medias de largo plazo.

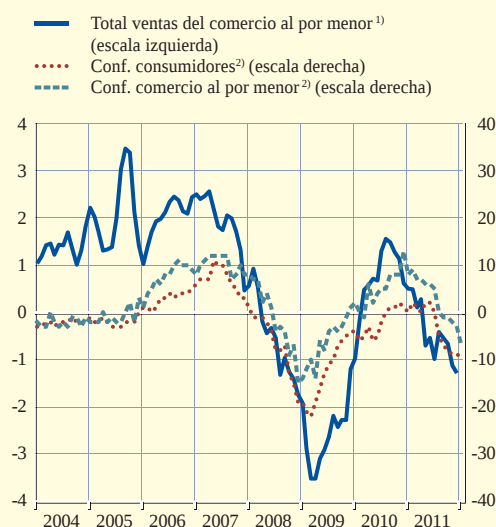
Al igual que en el segundo trimestre, la formación bruta de capital fijo se redujo un 0,1%, en tasa intertrimestral, en el tercer trimestre de 2011. Por lo que respecta al detalle de la inversión en ese trimestre, la inversión en construcción se contrajo un 0,9%, en términos intertrimestrales, mientras que la inversión, excluida la construcción, creció un 0,8%

Si se consideran los meses siguientes, la producción industrial de bienes de equipo (indicador de la inversión futura, excluida la construcción) experimentó un incremento del 0,3% en noviembre, tras un crecimiento del 0,9% en octubre. El nivel medio de la producción de bienes de equipo en esos dos meses se situó, sin embargo, un 0,9% por debajo del nivel registrado en el tercer trimestre, en comparación con una subida intertrimestral del 2,3% en el tercer trimestre. El reciente debilitamiento se debió enteramente a una acusada caída de la producción de bienes de equipo en septiembre. Los resultados de las encuestas relativos a la industria, excluida la construcción —tanto del PMI como del indicador de confianza industrial de la Comisión Europea— apuntan a una desaceleración de la actividad en el cuarto trimestre de 2011, con algunas señales incipientes de estabilización al final del año y en enero de 2012. Al mismo tiempo, las encuestas de opinión de la Comisión Europea indican que la utilización de la capacidad productiva, que había descendido durante dos períodos consecutivos de tres meses, creció ligeramente en los tres meses hasta enero de 2012.

Es también probable que la inversión en construcción haya mantenido su debilidad en el cuarto trimestre. La producción en construcción de la zona del euro se elevó un 0,7%, en términos intermensuales, en noviembre de 2011, tras una caída del 1,4% en el mes anterior. Siguen sin observarse señales de recuperación. Las restricciones de financiación y los ajustes en curso en el mercado de la vivienda en varios países de la zona del euro podrían afectar a la inversión en construcción en el período siguiente. Los indicadores de opinión confirman el panorama de continua debilidad de la inversión en construcción. Por ejemplo, el indicador de confianza de la construcción publicado por la Comisión Europea se mantiene en niveles inferiores a su media histórica (se dispone de datos hasta enero de 2012). Mientras tanto, el PMI de la construcción de la zona del euro se situó, en promedio, por debajo de 50 durante el cuarto trimestre, señalando una nueva evolución negativa en ese trimestre.

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

(datos mensuales)



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

En cuanto a los flujos comerciales, tanto las importaciones como las exportaciones crecieron de forma moderada en el tercer trimestre de 2011. No obstante, en los dos primeros meses del cuarto trimestre las importaciones cayeron, en comparación con el trimestre precedente, debido a la contención de la demanda interna y a la depreciación del euro en los meses anteriores. Las exportaciones también se redujeron en el mismo período, aunque en menor medida, como consecuencia de una demanda externa más débil. De cara al futuro, el PMI de nuevos pedidos exteriores del sector manufacturero de la zona del euro mejoró de forma acusada en enero por segundo mes consecutivo. Si bien el PMI se mantuvo por debajo de 50, las señales incipientes de estabilización sugieren que el crecimiento de las exportaciones de la zona podría reanudarse gradualmente en torno a finales de año.

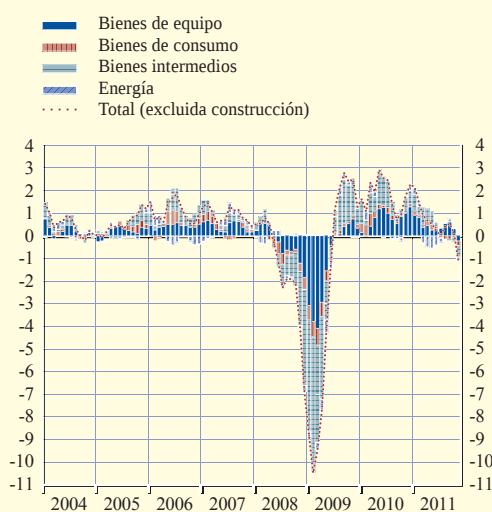
4.2 PRODUCTO, DEMANDA Y MERCADO DE TRABAJO

El valor añadido real se incrementó un 0,1 %, en tasa intertrimestral, en el tercer trimestre de 2011. La actividad en la industria (excluida la construcción) creció un 0,3 %, mientras que la actividad en los servicios aumentó un 0,1 %. Al mismo tiempo, el valor añadido de la construcción se contrajo un 0,5 %, en tasa intertrimestral.

Por lo que se refiere a la evolución observada en el cuarto trimestre, el crecimiento de la producción industrial (excluida la construcción) registró un aumento del 0,1 % en noviembre, tras un descenso del 0,2 % en el mes anterior. La tasa de variación intertrimestral, calculada como la media móvil de tres meses del índice, pasó del 0,1 % observado en octubre al -1,1 % de noviembre (véase gráfico 29). Esta

Gráfico 29 Crecimiento de la producción industrial y contribuciones

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

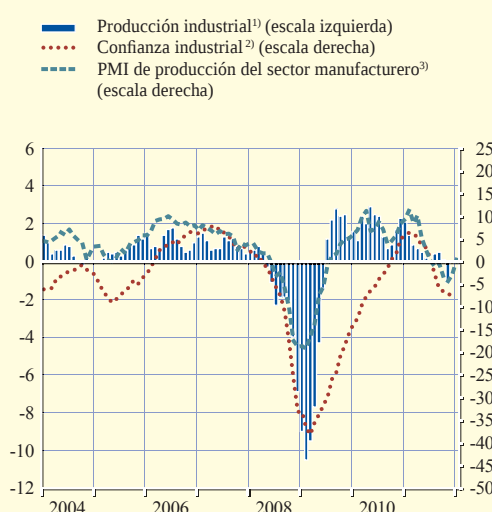


Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

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

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

(datos mensuales desestacionalizados)



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

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

1) Tasas de variación intertrimestral.

2) Saldos netos.

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

es la primera vez que este indicador se torna negativo desde la recesión de 2008-2009. También constituye una marcada desaceleración, si se compara con el tercer trimestre, cuando la producción experimentó un crecimiento intertrimestral del 0,5 %. Mientras tanto, en noviembre los nuevos pedidos industriales de la zona del euro (excluido el material de transporte pesado) disminuyeron un 0,5 %, en tasa intermensual, tras un descenso algo mayor en octubre. La tasa de variación intertrimestral de los nuevos pedidos industriales, que fue del -3,3 % en octubre, se redujo de nuevo, hasta situarse en el -5,3 %. Aunque los datos de las encuestas más recientes confirman un panorama de debilidad para el cuarto trimestre, también señalan una ligera mejora a comienzos del primer trimestre de 2012. Por ejemplo, el PMI de producción del sector manufacturero aumentó en enero por segundo mes consecutivo, y alcanzó un nivel coherente con el crecimiento positivo registrado por primera vez desde julio de 2011 (véase gráfico 30). Al mismo tiempo, los datos de las encuestas de opinión de la Comisión Europea indican que las restricciones a la producción disminuyeron ligeramente en los tres meses hasta enero de 2012, aproximándose a los niveles observados en el segundo y el tercer trimestre de 2011. Este descenso está relacionado principalmente con factores de oferta, como la mayor disponibilidad de equipo y empleo. El PMI de los servicios también superó el umbral de expansión de 50 en enero de 2012, después de haber estado por debajo durante el cuarto trimestre de 2011. Otras encuestas de opinión, como las de la Comisión Europea, están prácticamente en línea con la evolución del PMI.

MERCADO DE TRABAJO

La situación de los mercados de trabajo se ha deteriorado. Mientras que el empleo ha disminuido, la tasa de paro ha aumentado. Los datos procedentes de las encuestas prevén que se vuelva a registrar una nueva evolución negativa. El empleo cayó un 0,1 %, en tasa intertrimestral, en el tercer trimestre de 2011, tras registrar un crecimiento positivo en los dos trimestres anteriores (véase cuadro 7). En cambio, las horas trabajadas se elevaron un 0,1 %, en tasa intertrimestral, en el tercer trimestre. Desde una perspectiva sectorial, y en términos intertrimestrales, las últimas cifras indican que el empleo en la industria (excluida la construcción) y en los servicios se mantuvo estabilizado entre el segundo y el tercer trimestre, mientras que en la construcción se redujo de forma acusada (un 1,6 %).

Cuadro 7 Crecimiento del empleo

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

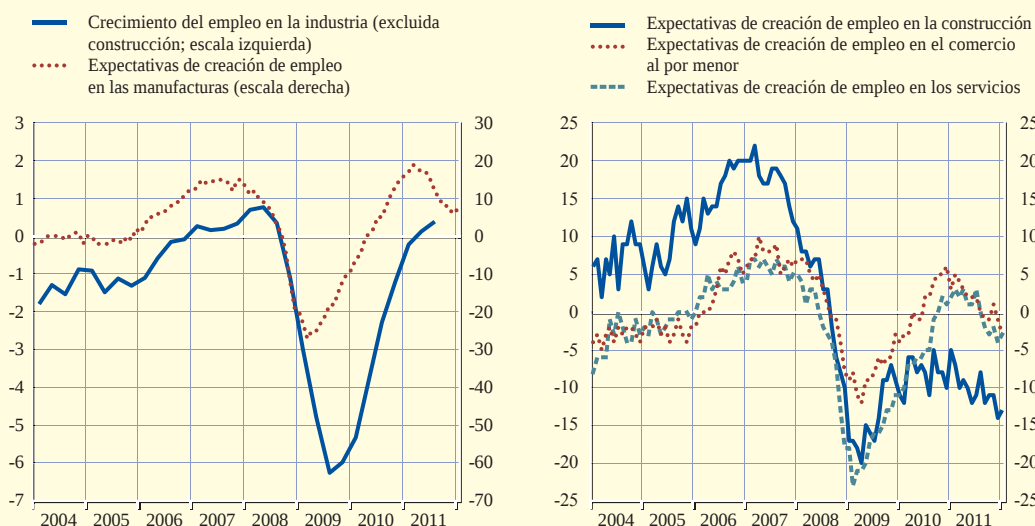
	Personas					Horas				
	Tasas interanuales		Tasas intertrimestrales			Tasas interanuales		Tasas intertrimestrales		
	2009	2010	2011 I	2011 II	2011 III	2009	2010	2011 I	2011 II	2011 III
Total de la economía	-1,8	-0,5	0,1	0,2	-0,1	-3,4	0,0	0,6	-0,1	0,1
<i>Del cual:</i>										
Agricultura y pesca	-2,2	-0,9	-1,6	0,8	-1,0	-3,1	-0,7	-0,7	-0,4	-1,6
Industria	-5,6	-3,3	-0,2	0,0	-0,5	-8,7	-1,8	0,5	-0,4	-0,2
Excluida construcción	-5,0	-3,2	0,2	0,1	0,0	-8,9	-0,9	0,7	-0,1	0,2
Construcción	-6,8	-3,7	-1,2	-0,3	-1,6	-8,3	-3,6	0,2	-1,1	-1,1
Servicios	-0,5	0,4	0,2	0,3	0,0	-1,6	0,6	0,7	0,0	0,4
Comercio y transporte	-1,8	-0,7	0,0	0,5	0,2	-2,9	-0,3	0,5	0,2	0,6
Información y comunicaciones	-0,8	-1,0	1,0	0,3	-0,2	-1,3	-0,5	1,4	0,3	0,3
Actividades financieras y de seguros	0,1	-0,8	0,5	-0,2	-0,1	-1,5	-0,3	1,1	-0,5	-0,3
Actividades inmobiliarias	-2,7	-0,5	1,7	-0,5	-1,0	-3,7	0,9	1,0	-1,7	-0,1
Actividades profesionales	-2,5	1,8	0,9	0,9	-0,3	-3,8	2,5	1,5	0,3	0,2
Administración pública	1,4	1,1	-0,2	-0,1	0,0	1,1	1,3	0,3	0,0	0,1
Otros servicios ¹⁾	1,1	0,7	0,4	-0,1	0,2	-0,3	0,1	0,7	-0,7	1,4

Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

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

Gráfico 31 Crecimiento del empleo y expectativas de creación de empleo

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

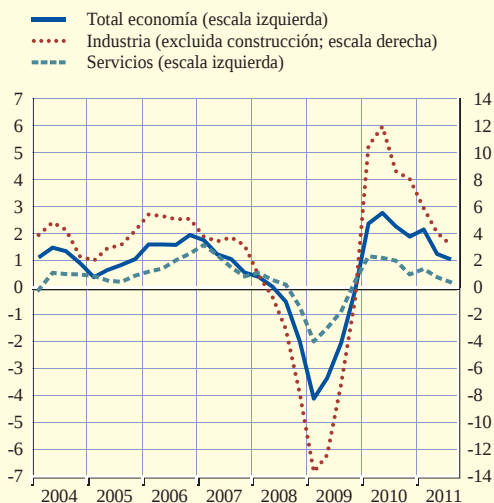


Fuentes: Eurostat y encuestas de opinión de la Comisión Europea.
 Notas: Los saldos netos están ajustados a la media.

Aunque el crecimiento intertrimestral del PIB superó el del empleo en el tercer trimestre, el crecimiento interanual de la productividad del trabajo por persona ocupada se redujo un 1,0 %, con respecto al 1,3 % del segundo trimestre (véase gráfico 32). Al mismo tiempo, el crecimiento interanual de la productividad por hora trabajada siguió disminuyendo (en 0,5 puntos porcentuales), hasta el 0,8 % en el tercer trimestre

Gráfico 32 Productividad del trabajo por persona ocupada

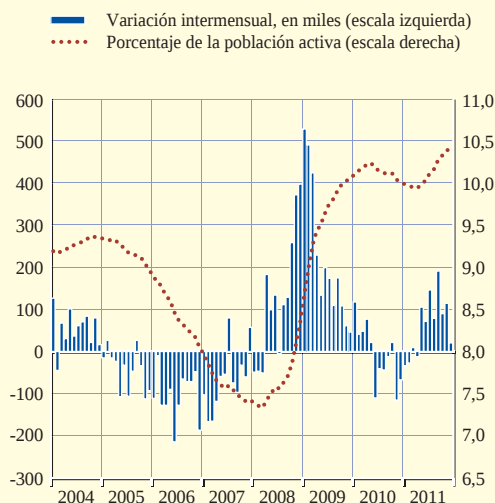
(tasas de variación interanual)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Gráfico 33 Desempleo

(datos mensuales desestacionalizados)



Fuente: Eurostat.

de 2011. Por lo que respecta al cuarto trimestre, la evolución más reciente del PMI de productividad sugiere un nuevo descenso del crecimiento de la productividad.

En diciembre, la tasa de desempleo se situó en el 10,4%, sin cambios con respecto al mes anterior (véase gráfico 33), lo que supone un incremento de 0,5 puntos porcentuales en comparación con abril de 2011, cuando la tasa de paro comenzó a elevarse nuevamente. Los indicadores de opinión apuntan al mantenimiento de la evolución negativa del empleo tanto en la industria como en los servicios en el cuarto trimestre de 2011 y a comienzos del primer trimestre de 2012 (véase gráfico 31). Los últimos datos están en consonancia con las revisiones al alza de la tasa de desempleo que la encuesta a expertos en previsión económica (EPE) prevé para 2012 y 2013 (véase el recuadro 7 en la sección 3).

4.3 PERSPECTIVAS DE LA ACTIVIDAD ECONÓMICA

El crecimiento intertrimestral del PIB real, que siguió ralentizándose hasta el 0,1 % en el tercer trimestre de 2011, probablemente haya sido muy débil en el cuarto trimestre. Según los datos procedentes de las encuestas de opinión correspondientes a los dos últimos meses, se observan señales incipientes de estabilización de la actividad económica en un nivel reducido. De cara al futuro, se prevé que la economía se recupere de forma muy gradual a lo largo de 2012. Los bajísimos tipos de interés a corto plazo y todas las medidas adoptadas para favorecer el funcionamiento adecuado del sector financiero de la zona del euro están respaldando la economía de la zona. Además, las tensiones existentes en los mercados financieros han disminuido en respuesta a las medidas de política monetaria adoptadas, pero también a los avances realizados en la consecución de un marco de gobernanza más fuerte y en la intensificación del proceso de consolidación fiscal en varios países de la zona del euro. Sin embargo, el exiguu crecimiento de la demanda mundial, las tensiones que persisten en los mercados de deuda soberana de la zona y sus efectos en las condiciones de concesión de créditos, así como el proceso de ajuste de los balances en los sectores financiero y no financiero, continúan frenando el dinamismo subyacente del crecimiento.

Estas perspectivas están sometidas a riesgos a la baja, relacionados principalmente con las tensiones existentes en los mercados de deuda de la zona del euro y con su posible contagio a la economía real de la zona. Los riesgos a la baja también guardan relación con una posible evolución adversa de la economía mundial, aumentos de los precios de las materias primas mayores de lo previsto y la posibilidad de que se produzca una corrección desordenada de los desequilibrios mundiales.