

EVOLUCIÓN ECONÓMICA Y MONETARIA

I ENTORNO EXTERIOR DE LA ZONA DEL EURO

La economía mundial sigue mostrando señales de una tímida recuperación. Los indicadores procedentes de las encuestas de opinión se mantienen en territorio expansivo. La inflación mundial se ha moderado en los últimos meses, debido en parte al descenso de la tasa de variación interanual del componente energético de los índices de precios de consumo.

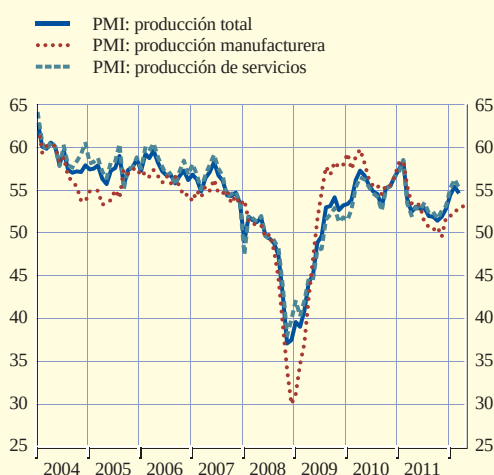
I.1 EVOLUCIÓN DE LA ECONOMÍA MUNDIAL

La economía mundial sigue mostrando señales de una tímida recuperación. Tras la publicación de una serie de datos muy positivos en los primeros meses del año, atribuibles, en parte, a factores transitorios, los datos más recientes han sido dispares. En algunas economías avanzadas persisten los obstáculos para el crecimiento, relacionados con las deficiencias de los mercados de trabajo y de la vivienda, así como con la necesidad de sanear en mayor medida los balances tanto del sector público como del sector privado. Si bien se está progresando en el proceso de reequilibrio, el endeudamiento de los hogares se mantiene en niveles elevados en varias de las principales economías avanzadas. En las economías emergentes, el crecimiento también experimentó una ligera desaceleración, pero siguió siendo, en general, mucho más sólido que en las economías avanzadas y, por consiguiente, contribuyó de forma importante al crecimiento de la economía mundial.

Los datos de las encuestas más recientes son coherentes con una gradual recuperación de la economía mundial. No obstante, pese al ligero debilitamiento que ha experimentado recientemente, el índice PMI global de producción, que se situó en 54,7 en el primer trimestre, se mantuvo muy por encima del nivel de 52 observado en el cuarto trimestre del pasado año y también ligeramente por encima de la media registrada desde 1999. El descenso del índice general de producción se debió a un debilitamiento del índice de actividad en el sector servicios. En abril, el índice PMI de producción manufacturera aumentó hasta 53,1, en comparación con los 52,7 puntos de marzo.

Gráfico 1 PMI: producción mundial

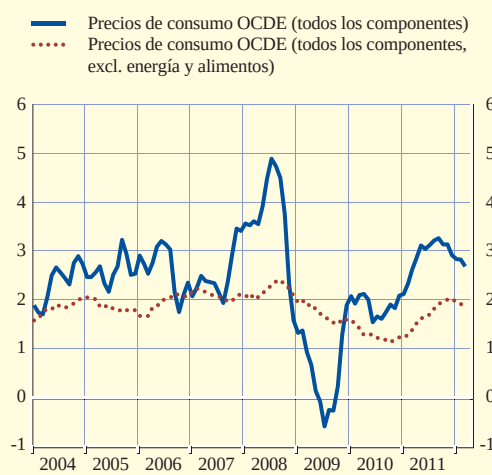
(índice de difusión; datos mensuales desestacionalizados)



Fuente: Markit.

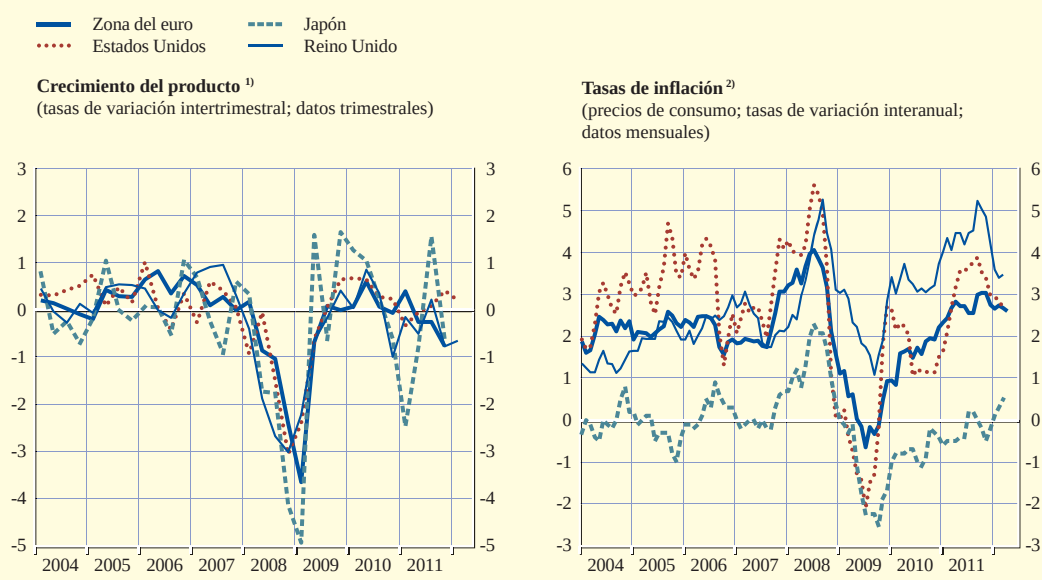
Gráfico 2 Evolución internacional de los precios

(datos mensuales; tasas de variación interanual)



Fuente: OCDE.

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.

La inflación mundial se ha moderado en los últimos meses, y la dinámica inflacionista sigue estando contenida en las economías avanzadas. En marzo, la inflación interanual en los países de la OCDE se redujo hasta el 2,7 %, desde el 2,8 % del mes anterior, continuando así el descenso gradual con respecto al máximo del 3,3 % registrado en septiembre de 2011. La reducción es atribuible, en parte, a efectos de base que reflejan la evolución de la tasa de variación interanual del componente energético de los índices de precios de consumo. Excluidos la energía y los alimentos, la inflación se mantuvo en el 1,9 % en marzo, sin variación con respecto a los meses anteriores. En las economías emergentes, las tasas de inflación se han reducido últimamente, aunque las presiones inflacionistas son más intensas como consecuencia de la menor capacidad productiva sin utilizar.

ESTADOS UNIDOS

En Estados Unidos, el ritmo de expansión económica se moderó a comienzos de 2012. La estimación de avance de la oficina de análisis económico (*Bureau of Economic Analysis*) indica que el PIB real creció a una tasa interanual del 2,2 % (0,5 % en tasa intertrimestral) en el primer trimestre de 2012, frente al 3 % del trimestre anterior. El principal factor determinante del crecimiento fue el gasto en consumo personal, que aumentó del 2,1 % al 2,9 %, financiado, en parte, mediante una reducción de la tasa de ahorro personal. La desaceleración del crecimiento tuvo, en gran medida, su origen en un descenso de la inversión privada en capital fijo, especialmente en estructuras no residenciales, mientras que el gasto público siguió contrayéndose. La contribución de las existencias al crecimiento fue mucho menor que en el trimestre anterior, y la de la demanda exterior neta fue casi nula, ya que aumentaron tanto las exportaciones como las importaciones (al 5,4 % y al 4,3 %, respectivamente). El buen tiempo contribuyó a favorecer la inversión residencial, que registró una expansión, por cuarto trimestre consecutivo, de un 19,1 %. Pese a haber mostrado algunas señales de estabilización, el mercado de la vivienda sigue siendo, en general, poco activo (véase recuadro 1).

En marzo, la inflación medida por el IPC descendió de nuevo hasta el 2,7%, lo que representa una caída de más de un punto porcentual con respecto al máximo del 3,9% registrado en septiembre de 2011. La desaceleración refleja la moderación sostenida de la tasa de variación interanual de los precios de la energía, debido en parte a efectos de base y, en menor medida, de los precios de los alimentos. Excluidos la energía y los alimentos, la inflación interanual aumentó ligeramente, hasta el 2,3%, en marzo, desde el 2,2% del mes anterior. Los costes de la vivienda, que se han venido recuperando tras las tasas de variación interanual negativas registradas en 2010, se han estabilizado últimamente a un ritmo compatible con incrementos interanuales cercanos al 2%.

El 25 de abril de 2012, el Comité de Operaciones de Mercado Abierto de la Reserva Federal indicó que la economía ha venido registrando una moderada expansión y reconoció la mejora de las condiciones del mercado de trabajo en los últimos meses. El Comité decidió mantener la banda del 0% al 0,25% establecida como objetivo para el tipo de interés de los fondos federales y anticipó que la situación económica probablemente justificará que dicho tipo se mantenga en niveles excepcionalmente bajos como mínimo hasta finales de 2014.

Recuadro I

EVOLUCIÓN RECIENTE DEL MERCADO DE LA VIVIENDA DE ESTADOS UNIDOS

En los últimos años, el mercado de la vivienda de Estados Unidos ha experimentado la caída más fuerte registrada desde la Segunda Guerra Mundial. Los precios de la vivienda, medidos por el índice Case-Shiller, se han reducido más de un 30% con respecto al máximo observado en 2006 (véase gráfico A). La inversión residencial, como porcentaje del PIB, se sitúa actualmente por debajo del 2,5%, en comparación con el máximo del 6%, aproximadamente, registrado en 2005. Sin embargo, más recientemente, se han observado algunos indicios de que la caída del mercado de la vivienda estadounidense está tocando fondo. Las ventas de viviendas, las viviendas iniciadas y las licencias de obras han empezado a recuperarse, aunque partiendo de mínimos históricos. Además, tras desplomarse en 2006, la inversión residencial ha contribuido positivamente al crecimiento económico en Estados Unidos desde el segundo trimestre de 2011. El ritmo de caída de los precios se ha moderado y los futuros sobre precios de la vivienda sugieren que dichos precios podrían estar acercándose a un mínimo. No obstante, el proceso de ajuste del mercado de la vivienda de Estados Unidos todavía tiene que superar varios problemas que están limitando el crecimiento. En este recuadro se explica de forma sucinta por qué es importante para el crecimiento económico en Estados Unidos una

Gráfico A Precios de la vivienda e inversión residencial privada

(índice: I 2000 = 100; datos desestacionalizados; mm de USD de 2005 encadenados, datos desestacionalizados a una tasa interanual; datos trimestrales)



Fuentes: Bureau of Economic Analysis, Standard & Poor's, Fiserv y MacroMarkets LLC.
Nota: La observación más reciente corresponde al cuarto trimestre de 2011.

recuperación en el sector de la vivienda y se analizan los principales factores de oferta y de demanda que impiden que se produzca un fuerte repunte de la actividad en el mercado de la vivienda. Para concluir, se presenta un resumen de las medidas de política adoptadas en Estados Unidos en apoyo de dicho mercado.

Importancia del mercado de la vivienda para la recuperación económica en Estados Unidos

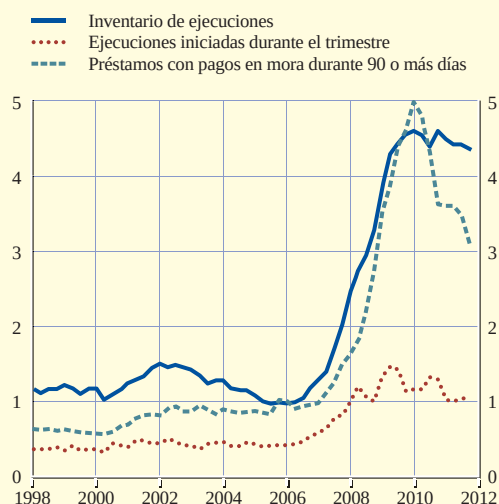
La debilidad del mercado de la vivienda está obstaculizando la recuperación económica en Estados Unidos debido a varios factores. En primer lugar, la fuerte caída de la inversión residencial ha tenido un impacto directo en la producción económica. Dado que este tipo de inversión es mucho más cíclica que la actividad económica agregada, su contribución al crecimiento del PIB suele ser mayor que su contribución al nivel del PIB. La contribución de la inversión residencial, que desempeñó un papel importante en las primeras fases de anteriores recuperaciones en Estados Unidos, ha sido discreta hasta hace poco. En segundo lugar, muchos empleos dependen de la actividad en el sector de la vivienda, tanto directamente en la construcción como en los sectores que producen bienes complementarios, como artículos del hogar, o en los servicios profesionales y especializados relacionados. En tercer lugar, la disminución de la riqueza de los hogares asociada a la caída de los precios de la vivienda está frenando el gasto en consumo personal, debido a que los hogares asignan menos valor a sus activos inmobiliarios, lo que podría afectar a su actitud respecto al consumo actual y futuro.

Factores de oferta

La persistente debilidad de los precios de la vivienda en Estados Unidos refleja continuos desequilibrios entre la oferta y la demanda de viviendas. El exceso de oferta en el mercado estadounidense es el principal factor que limita un repunte de los precios de la vivienda y una recuperación más sólida de la construcción residencial. Las existencias de viviendas se sitúan actualmente en un máximo histórico; las viviendas vacías representaban alrededor del 14% del total en 2011 y este porcentaje no se ha reducido sustancialmente desde el máximo alcanzado en 2008. Las ejecuciones hipotecarias debidas al impago por parte de los prestatarios también han hecho que aumente la oferta de viviendas en el mercado y siguen presionando a la baja sobre los precios. Las principales causas de dichas ejecuciones son el deterioro de la renta de los hogares y el descenso de los precios de la vivienda. En 2011, alrededor de una de cada cuatro viviendas unifamiliares con hipoteca tenían un valor negativo (cuando el valor de la propiedad es menor que el saldo de la hipoteca pendiente de pago). Esta situación también limita la capacidad de los propietarios para vender o refinanciar y, como resultado, pueden sentirse tentados a dejar de pagar. El porcentaje de nuevas ejecuciones iniciadas en cada trimestre prácticamente no varió en 2011, permaneciendo en torno al 1% del total de los préstamos (véase gráfico B). Además,

Gráfico B Morosidad y ejecuciones hipotecarias

(porcentajes del número total de hipotecas vivas, datos trimestrales desestacionalizados)



Fuente: Mortgage Bankers Association.
Notas: Los datos sobre el inventario de ejecuciones no están desestacionalizados. La observación más reciente corresponde al cuarto trimestre de 2011.

el porcentaje de préstamos en mora (para los que no se habían realizado pagos en un período igual o superior a 90 días) —un buen indicador de futuras ejecuciones— se redujo con respecto al máximo del 5 % alcanzado a principios de 2010, pero siguió siendo muy elevado: un 3,1 % a finales de 2011.

Factores de demanda

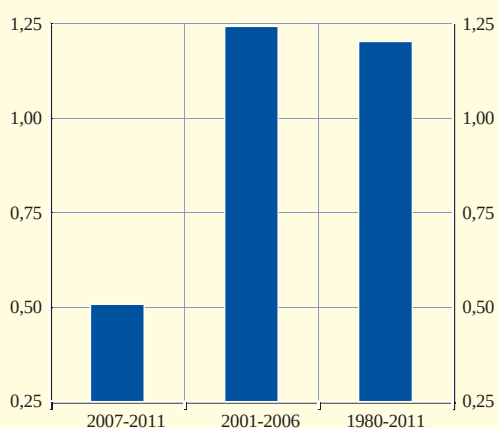
El principal factor que está moderando la demanda de vivienda es la persistente debilidad tanto del empleo como del crecimiento de la renta. La tasa de paro en Estados Unidos se situaba en el 8,2 % en marzo de 2012, cifra mucho más elevada que el 4,6 % registrado en promedio en 2007 antes del período de crisis. Pese a la reciente mejora del ritmo de crecimiento del empleo, el mercado de trabajo estadounidense sigue siendo estructuralmente débil. El porcentaje del desempleo total que representan los desempleados de larga duración (definidos como trabajadores sin empleo durante seis o más meses) se mantuvo en un nivel elevado de alrededor del 43 % en marzo de 2012, aproximadamente el doble del nivel observado tras la recesión de 2001. Al mismo tiempo, quienes permanecen empleados están sufriendo un descenso del poder adquisitivo de sus ingresos, ya que la inflación ha venido registrando tasas más altas que el crecimiento de la renta. De hecho, la oficina de estadísticas laborales (*US Bureau for Labor Statistics*) informa de que el crecimiento real de las ganancias medias por hora fue negativo en los tres primeros meses de 2012 y se situó en una tasa del -0,6 % en marzo.

La debilidad del mercado de trabajo estadounidense y las desfavorables perspectivas de los ingresos también han afectado a la formación de nuevos hogares, lo que, a su vez, ha reducido la demanda de viviendas. Muchos estudiantes que no pueden encontrar empleo al dejar la escuela siguen viviendo en casa de sus padres en vez de formar una nueva familia, mientras que los trabajadores que pierden el empleo también suelen volver a la casa de sus familiares. Como resultado, desde 2007, la tasa de crecimiento de la formación de hogares en Estados Unidos se ha situado en torno al 0,5 % anual, cifra notablemente inferior a la tasa media del 1,2 % registrada en el período posterior a 1980 (véase gráfico C). Esta tasa también es menor que la tasa de crecimiento de la población, incluida la cohorte de edad que normalmente se asocia a la formación de nuevos hogares. Se espera que el ritmo de formación de hogares vuelva a repuntar una vez que mejoren las perspectivas de empleo y de ingresos.

Otro factor que está restringiendo la demanda es la disponibilidad de crédito hipotecario. Pese a que los tipos de interés de las hipotecas en Estados Unidos se sitúan actualmente en mínimos históricos, el acceso general a los nuevos créditos hipotecarios en condiciones razonables sigue siendo limitado. En un contexto de caída de los precios de la vivienda, los bancos se muestran menos dispuestos a prestar porque las garantías están perdiendo valor. Por consiguiente, los criterios de concesión de préstamos para adquisición de vivienda residencial se hicieron mucho más restrictivos durante la crisis y todavía no se han flexibilizado sustancialmente. Por ejemplo, las restricciones adoptan la forma de comisiones

Gráfico C Número de hogares

(medias mensuales de las tasas de crecimiento interanual en porcentajes)



Fuentes: Oficina del Censo y Haver Analytics.
Nota: La observación más reciente corresponde a diciembre de 2011.

más elevadas, requisitos más estrictos en materia de documentación, obligación de desembolsar mayores cantidades en concepto de pago inicial y normas de evaluación más exigentes. Además, la perspectiva de que se produzca un nuevo descenso de los precios de las viviendas y, por consiguiente, del valor de las garantías ha sido un desincentivo para los posibles compradores. Como reflejo de la debilidad general de la demanda, en 2011 las nuevas hipotecas se situaron en torno al 25 % del nivel registrado en su punto máximo, en 2003, mientras que el volumen de solicitudes de préstamos hipotecarios para adquisición de vivienda se cifró, aproximadamente, en un tercio del nivel observado en el momento de mayor actividad, en 2005.

Medidas de política y consideraciones

El círculo vicioso de caída de los precios de la vivienda, que da lugar a las ejecuciones hipotecarias, y de elevada oferta de vivienda en el mercado, que deprime aún más los precios, obligó a las autoridades de Estados Unidos a adoptar varias medidas para frenar esta espiral.

En septiembre de 2008, las agencias semipúblicas Fannie Mae y Freddie Mac —que, juntas, sumaban alrededor del 60 % de las hipotecas vivas y que desempeñan un importante papel para sostener un mercado hipotecario líquido— fueron intervenidas por el Gobierno y recibieron una inyección de capital en vista del deterioro de su situación de solvencia. En 2009 y 2010, el Gobierno introdujo un programa de deducciones fiscales para los compradores de vivienda que proporcionó asistencia financiera temporal para la compra de la primera vivienda y tenía por objeto estimular las ventas. El objetivo del programa HAMP (*Home Affordable Modification Program*), que se inició en 2009, era modificar las condiciones de los préstamos hipotecarios para quienes se encontraban en situación de impago o de riesgo de impago reduciendo los pagos mensuales de la hipoteca hasta un nivel asequible. Además, el programa HARP (*Home Affordable Refinancing Program*) tenía por objeto reducir los pagos mensuales de la hipoteca de los hogares que seguían cumpliendo sus obligaciones ayudándoles a refinanciar y, por consiguiente, a beneficiarse de los bajos tipos de interés. Se estima que el éxito de ambos programas ha sido limitado, ya que se han acogido a ellos menos beneficiarios de lo previsto. En vista de ello, en los últimos meses se han ampliado estos dos programas para que puedan beneficiar a un mayor número de hogares¹. A principios de 2012, el Gobierno de Estados Unidos aumentó los incentivos para que tanto los inversores como las agencias semipúblicas reduzcan el principal de los préstamos otorgados a prestatarios con hipotecas cuyo importe sobrepase significativamente el valor de su vivienda. El objetivo de esta medida es evitar nuevas ejecuciones presu-puestarias y acelerar el ritmo de ajuste del mercado de la vivienda².

En conclusión, los enormes desequilibrios acumulados en el mercado de la vivienda de Estados Unidos antes de la crisis han obstaculizado la posterior recuperación económica y, a pesar de las diversas medidas adoptadas por las autoridades, dicho mercado continúa siendo débil y el proceso de ajuste es lento. No obstante, los datos recientes sugieren que el mercado de la vivienda se está estabilizando gradualmente y, dado que el mercado de trabajo sigue mejorando, la demanda reprimida de viviendas debería, en última instancia, respaldar una recuperación más sólida. Las nuevas medidas focalizadas en el sector de la vivienda podrían acelerar el ritmo del ajuste y la consiguiente recuperación.

1 Para más información sobre cada programa, véase www.makinghomeaffordable.gov.

2 Véase un análisis reciente sobre las políticas del mercado de la vivienda de Estados Unidos en «The US Housing Market: Current Conditions and Policy Considerations», Reserva Federal, enero de 2012. Véase también *Perspectivas de la Economía Mundial*, abril de 2012, capítulo 3, FMI, en donde, citando otros estudios de casos, se sugiere que las políticas focalizadas de reestructuración de la deuda de los hogares, incluidas las reducciones de una parte del valor de la hipoteca, pueden producir beneficios económicos significativos con un coste fiscal relativamente bajo.

JAPÓN

En Japón, la actividad económica siguió mostrando, en general, señales incipientes de un repunte tras el paréntesis en la recuperación del último trimestre de 2011. Pese a que últimamente se ha observado cierta debilidad, los indicadores basados en las encuestas de opinión apuntan, en general, a una mejora en el primer trimestre de 2012, aunque con alguna divergencia en el clima imperante entre las empresas manufactureras y las no manufactureras. La producción industrial se recuperó en marzo del descenso registrado en el mes anterior, situando la tasa de crecimiento intertrimestral correspondiente al primer trimestre de 2012 en el 1,1 %. Tras una recuperación algo discreta a comienzos del año, las exportaciones de bienes en términos reales se mantuvieron estancadas en marzo, con lo que la media de los tres primeros meses de 2012 se situó, más o menos, en el mismo nivel del trimestre anterior. A pesar de la recuperación registrada en marzo, las importaciones reales de bienes en el primer trimestre se mantuvieron, en promedio, por debajo del nivel observado en el trimestre precedente. El consumo privado se ha afianzado en los últimos meses, mientras que la inversión pública parece estar cobrando impulso en consonancia con los planes de reconstrucción.

La inflación interanual, medida por el IPC, se elevó en marzo hasta el 0,5 % (desde el 0,3 % registrado en el mes anterior), debido, en gran medida, a la subida de los precios de la energía y a algunos factores técnicos. Excluidos los alimentos frescos, la inflación interanual medida por el IPC también aumentó, desde el 0,1 % de febrero hasta el 0,2 % en marzo, mientras que la tasa de variación interanual, excluidos los alimentos y la energía, se mantuvo en el -0,5 %. En su reunión más reciente sobre política monetaria, celebrada el 27 de abril, 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 % y el 0,1 %. También anunció un incremento neto del tamaño de su Programa de Compras de Activos de alrededor de 5 billones de yenes japoneses y algunos cambios en su composición, incluidos un aumento de 10 billones de yenes en las compras de deuda pública japonesa, un incremento de las adquisiciones de fondos cotizados y de fondos de inversión inmobiliarios por un total de 210 mm de yenes y una reducción de 5 billones de yenes en el importe máximo de las operaciones de préstamo de fondos a tipo de interés fijo respaldadas por activos de garantía. Además, el Banco de Japón decidió prorrogar el vencimiento de la deuda pública japonesa que habría de adquirirse en el marco del programa de «uno a dos años» a «uno a tres años». El horizonte temporal para la implementación del programa se amplió en seis meses, hasta finales de junio de 2013.

REINO UNIDO

En el Reino Unido, la actividad económica ha seguido siendo moderada. En el primer trimestre de 2012, el PIB real se redujo un 0,2 %, en tasa intertrimestral, debido principalmente a una notable contracción de la actividad en la construcción. No obstante, los datos de las encuestas de opinión durante el primer trimestre del año han sido relativamente optimistas, aunque la producción industrial y la confianza de los consumidores han mostrado signos de debilidad. La situación del mercado de trabajo ha seguido siendo frágil con algunas señales de estabilización, dado que la tasa de paro es relativamente alta (8,3 %, en promedio, en los tres meses transcurridos hasta febrero) y el crecimiento del empleo es lento. De cara al futuro, es probable que la recuperación económica solo cobre impulso gradualmente, ya que se prevé que la demanda interna siga estando limitada por las restrictivas condiciones de concesión de crédito, el ajuste de los balances de los hogares actualmente en curso y las sustanciales restricciones presupuestarias.

La inflación interanual medida por el IPC aumentó hasta el 3,5 % en marzo, desde el 3,4 % registrado en febrero, mientras que la inflación medida por el IPC, excluidos la energía y los alimentos no elaborados, se mantuvo estable en el 2,9 %. La inflación probablemente se reducirá aún más en el corto plazo. A más largo plazo, la debilidad de las perspectivas económicas y la existencia de capacidad productiva

sin utilizar podrían contribuir a moderar en mayor medida las presiones inflacionistas. El 5 de abril, el Comité de Política Monetaria del Bank of England mantuvo el tipo de interés oficial al que se remuneran las reservas de las entidades de crédito en el 0,5% y el volumen de compras de activos financiados mediante la emisión de reservas del banco central en un total de 325 mm de libras esterlinas.

CHINA

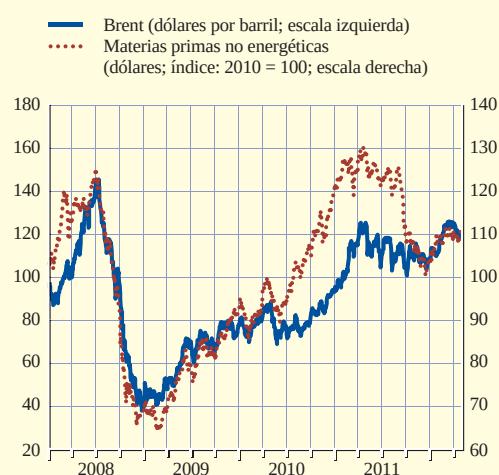
En China, el crecimiento del PIB real se redujo hasta el 8,1%, en tasa interanual, en el primer trimestre de 2012, desde el 8,9% registrado en el trimestre anterior, lo que confirma que la economía china se mantiene en el buen camino para un aterrizaje suave. Las exportaciones repuntaron en marzo, pero las condiciones externas siguieron siendo, en general, débiles en los primeros meses del año. El crecimiento de la demanda interna siguió desacelerándose gradualmente. El crecimiento de la producción industrial se ralentizó aún más en marzo, pero siguió siendo robusto, situándose en un 11,9% en tasa interanual. La inflación interanual, medida por el IPC, repuntó de forma moderada, hasta el 3,6%, en marzo, desde el 3,2% de febrero, debido a un incremento transitorio de los precios de los alimentos. No obstante, por primera vez desde octubre de 2010, la tasa de inflación medida por el IPC se mantuvo por debajo del objetivo del 4% fijado por las autoridades por segundo mes consecutivo. Las condiciones internas de liquidez se relajaron en marzo al aumentar el crecimiento interanual del dinero y del crédito hasta el 15,7% y el 13,4%, respectivamente. La apreciación del renminbi frente al dólar estadounidense se ha frenado en los últimos meses. Para permitir una mayor volatilidad bidireccional del tipo de cambio, las autoridades monetarias ampliaron la banda de flotación intradía del renminbi frente al dólar estadounidenses del 0,5% al 1%.

1.2 MERCADOS DE MATERIAS PRIMAS

Los precios del petróleo bajaron en abril. El 2 de mayo, el precio del barril de Brent se situaba en 119,5 dólares estadounidenses, es decir, un 3% por debajo del nivel de comienzos de abril, pero todavía un 11,1% por encima del observado a comienzos del año (véase gráfico 4). De cara al futuro, los participantes en los mercados prevén que los precios del crudo sean más bajos en el medio plazo, y los futuros con entrega en diciembre de 2013 se negocian actualmente a 109,2 dólares estadounidenses el barril.

El reciente descenso de los precios refleja una combinación de factores. En primer lugar, se ha percibido cierta inquietud entre los participantes en los mercados con respecto a las perspectivas de crecimiento de la economía mundial, dado que los datos macroeconómicos publicados recientemente en varias de las principales economías han sido dispares. Además, según indica el informe más reciente sobre el mercado del petróleo, publicado por la Agencia Internacional de la energía, en el primer trimestre de este año se han observado las primeras señales de distensión de las variables fundamentales del mercado en más de dos años. Este cambio se debe, principalmente, al sólido crecimiento de la oferta de la OPEP y a la relativa atonía de la demanda de petróleo, mientras que la

Gráfico 4 Evolución de los precios de las materias primas



Fuentes: Bloomberg y HWI.

oferta de los países no pertenecientes a la OPEP ha tenido un comportamiento más ambivalente. Por último, las especulaciones de los mercados sobre una posible liberación de reservas estratégicas, junto con las garantías ofrecidas por Arabia Saudita de que mantendrá la estabilidad de su abastecimiento de crudo, parecen haber aumentado la confianza de los mercados en la capacidad de los proveedores para compensar sin problemas una futura reducción de las exportaciones de petróleo de Irán.

En conjunto, los precios de las materias primas no energéticas se mantuvieron bastante estables en abril. Si bien los precios de los metales se vieron afectados negativamente, sobre todo, por la inquietud respecto al crecimiento de la economía mundial, los precios de los alimentos registraron un aumento en cifras agregadas como consecuencia de los nuevos y fuertes incrementos de los precios de las semillas oleaginosas y los aceites, impulsados por la demanda. Por el contrario, los precios tanto de los cereales como de las bebidas, el azúcar y el tabaco registraron un nuevo descenso. En cifras agregadas, el índice de precios de las materias primas no energéticas (denominado en dólares estadounidenses) se situaba, a finales de abril de 2012, un 6,5 %, aproximadamente, por encima del nivel observado a comienzos del año.

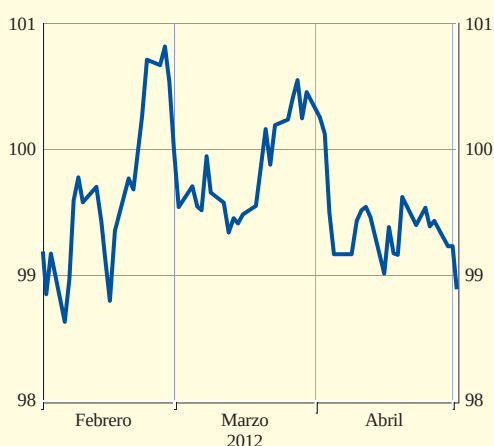
1.3 TIPOS DE CAMBIO

Entre finales de enero y comienzos de mayo de 2012, el tipo de cambio efectivo del euro prácticamente no experimentó variación en un entorno de reducción sostenida de la volatilidad. El 2 de mayo 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 situaba en un nivel próximo al observado a finales de enero de 2012 y un 4,4 % por debajo de la media de 2011 (véase gráfico 5).

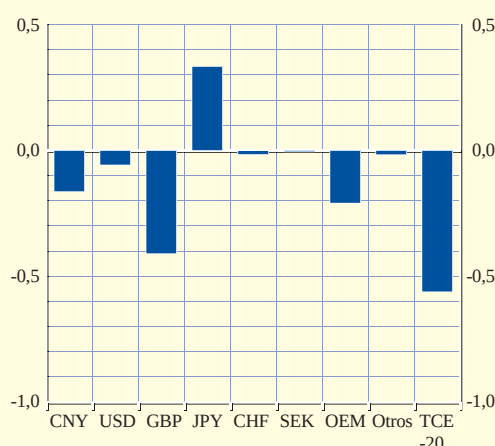
Gráfico 5 Tipo de cambio efectivo del euro (TCE-20) y sus componentes¹⁾

(datos diarios)

Índice: 1 1999 = 100



Contribuciones a las variaciones del TCE 20²⁾
Del 31 de enero de 2012 al 2 de mayo 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 1 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 2 de mayo de 2012	Apreciación (+)/depreciación (–) del euro a 2 de mayo de 2012 desde:		
			31 de enero de 2012	3 de enero de 2011	media de 2011
Renminbi chino	18,8	8,240	-0,9	-6,3	-8,4
Dólar estadounidense	16,9	1,313	-0,3	-1,6	-5,7
Libra esterlina	14,9	0,812	-2,8	-5,7	-2,3
Yen japonés	7,2	105,3	4,7	-3,1	-5,1
Franco suizo	6,5	1,202	-0,2	-3,6	-2,5
Zloty polaco	6,2	4,169	-1,3	5,3	1,2
Corona sueca	5,0	24,90	-1,1	-0,7	1,3
Corona checa	4,7	8,888	-0,1	-0,5	-1,6
Won coreano	3,9	1.484	0,4	-1,1	-3,7
Forint húngaro	3,2	283,5	-3,5	1,8	1,5
TCEN ²⁾		98,9	-0,6	-2,7	-4,4

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).

En términos bilaterales, en los tres últimos meses el euro se ha mantenido, en general, estable frente a las principales monedas. Entre el 31 de enero y el 2 de mayo de 2012, la moneda única se depreció un 0,3% frente al dólar estadounidenses en un clima de fluctuaciones que reflejaron los cambios de actitud de los mercados con respecto a la evolución de los mercados de deuda soberana de algunos países de la zona del euro. El euro también se depreció ligeramente frente al franco suizo y el renminbi chino. Durante el mismo período, se depreció de forma más acusada frente a la libra esterlina, experimentando una caída del 2,8%, pero se pareció significativamente —un 4,7%— frente al yen japonés, al tiempo que las autoridades japonesas mantenían el compromiso de frenar la apreciación de su moneda. Frente a otras monedas europeas, el euro se depreció en general durante el período considerado, especialmente frente a la corona checa, el zloty polaco y el forint húngaro (véase cuadro 1). La volatilidad de los mercados, medida a partir de los precios de las opciones sobre tipos de cambio, ha seguido reduciéndose desde finales de enero, y actualmente se sitúa por debajo de las medias de largo plazo en la mayoría de los pares de monedas.

Entre el 31 de enero y el 2 de mayo 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 en la zona más fuerte de su paridad central, dentro de la banda de fluctuación de $\pm 1\%$ establecida unilateralmente.

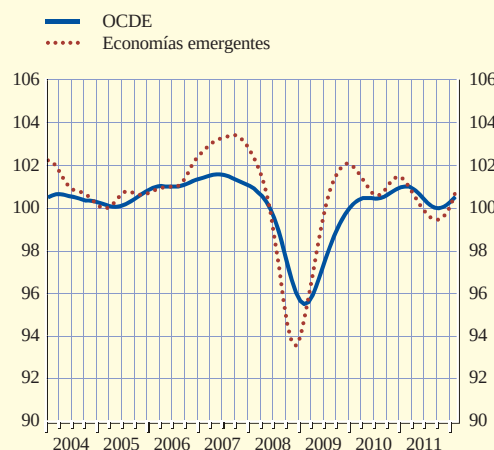
1.4 PERSPECTIVAS DEL ENTORNO EXTERIOR

De cara al futuro, los indicadores adelantados sugieren una nueva mejora del ritmo de crecimiento económico. El indicador sintético adelantado de la OCDE, que tiene por objeto anticipar los puntos de giro de la actividad económica en relación con la tendencia, ha seguido aumentando gradualmente en los últimos meses. En febrero, el indicador correspondiente a la OCDE se situó por encima de la media de largo plazo, respaldado por los datos más bien sólidos de Estados Unidos y Japón. En cuanto a las economías emergentes, los indicadores también mostraron señales positivas más acusadas que en el mes anterior. Pese a la incertidumbre que rodea a las perspectivas mundiales, los riesgos para el entorno exterior de la zona del euro siguen estando prácticamente equilibrados. Los riesgos a la baja guardan

relación, principalmente, con los desequilibrios, que son todavía evidentes en varias de las principales economías, así como con los incrementos de los precios de las materias primas, mientras que en lo referente a los riesgos al alza la recuperación podría resultar también más vigorosa de lo previsto actualmente.

Gráfico 6 Indicadores sintéticos adelantados de la OCDE

(datos mensuales; ajustados a la amplitud del ciclo)



Fuente: OCDE.

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

2 EVOLUCIÓN MONETARIA Y FINANCIERA

2.1 DINERO Y CRÉDITO DE LAS IFM

El crecimiento subyacente del dinero y del crédito continuó siendo tenue en marzo de 2012, a pesar de que el agregado monetario amplio registró entradas significativas en el primer trimestre del año. En lo que respecta a las contrapartidas, las IFM de la zona del euro incrementaron sustancialmente sus principales carteras de activos mediante la adquisición de valores en dicho trimestre, mientras que el crecimiento interanual de los préstamos al sector privado no financiero experimentó una ligera moderación. La evolución observada durante el primer trimestre de 2012 respalda la valoración de que se han atenuado las presiones para el desapalancamiento de las entidades de crédito, de modo que el riesgo de un desapalancamiento brusco y desordenado se ha reducido considerablemente. Al mismo tiempo, el pleno efecto positivo de las operaciones de financiación a plazo más largo (OFPML) con vencimiento a tres años sobre la oferta de préstamos al sector privado no financiero tardará un tiempo en materializarse, y dependerá de algunos factores determinantes, como una recuperación de la demanda de préstamos y la realización de esfuerzos continuos para acometer los ajustes necesarios en los balances en la zona del euro.

EL AGREGADO MONETARIO AMPLIO M3

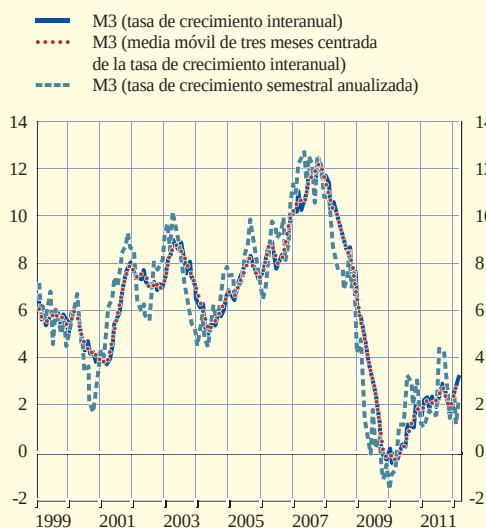
La tasa de crecimiento interanual de M3 de la zona del euro volvió a aumentar en marzo de 2012 y se situó en el 3,2%, frente al 2,8% de febrero (véase gráfico 7). Esta evolución fue reflejo de la notable expansión intermensual que registró el agregado monetario amplio por tercer mes consecutivo (0,6% en marzo), que elevó la tasa de crecimiento trimestral anualizada al 7,8%. La contribución de las operaciones interbancarias con garantías realizadas a través de entidades de contrapartida central fue negativa en marzo y redujo ligeramente el incremento intermensual de M3 (en 0,2 puntos porcentuales). No obstante, la tasa de crecimiento interanual de M3 ajustado por el efecto de las citadas operaciones experimentó un avance similar en marzo, situándose en el 2,9%, frente al 2,5% de febrero, debido a efectos de base.

El aumento del crecimiento monetario fue generalizado en los distintos componentes y sectores. Los tres componentes principales registraron entradas mensuales significativas. En cuanto a los sectores, el incremento de los depósitos de los hogares continuó contribuyendo al crecimiento de M3 y es reflejo de los esfuerzos realizados por las entidades de crédito para captar financiación estable mediante depósitos, ofreciendo una remuneración atractiva en los depósitos a plazo hasta dos años.

En cuanto a las contrapartidas, el fortalecimiento del crecimiento monetario en marzo continuó reflejando las compras de deuda pública por parte de las IFM y la reducción de los pasivos financieros a más largo plazo. Al mismo tiempo, la tasa de crecimiento interanual de los préstamos concedidos por las IFM al sector privado (ajustados por el impacto de las ventas y titulizaciones) siguió siendo débil y se mantuvo sin variación en el 1,2%.

Gráfico 7 Crecimiento de M3

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



Fuente: BCE.

El flujo mensual de préstamos de las IFM al sector privado no financiero fue ligeramente positivo, pero este resultado ocultó amortizaciones netas de préstamos a las sociedades no financieras. La posición acreedora neta frente al exterior de las IFM contribuyó negativamente al crecimiento interanual de M3 en marzo, mientras que había contribuido positivamente en los doce meses anteriores.

En conjunto, los datos hasta marzo continúan sugiriendo que las dos OFPML a tres años han atenuado significativamente las presiones para el desapalancamiento de las entidades de crédito, en especial las derivadas de las difíciles condiciones de financiación. Al mismo tiempo, hace falta que pase un tiempo para que el impacto de estas medidas se traduzca en un aumento de los préstamos de las IFM al sector privado, y también se requiere una recuperación de la demanda de préstamos y la realización de esfuerzos continuos para acometer los ajustes necesarios en los balances en la zona del euro.

Los principales activos mantenidos por las IFM de la zona del euro aumentaron sustancialmente en marzo, por tercer mes consecutivo, gracias a los fondos obtenidos mediante la segunda OFPML a tres años que se llevó a cabo a finales de febrero. Esta evolución fue reflejo, sobre todo, de los incrementos de las tenencias de activos exteriores y de la adquisición adicional de deuda pública y de valores distintos de acciones de las IFM. Al mismo tiempo, el exceso de liquidez en el banco central indujo a las IFM a reducir notablemente los préstamos entre ellas. En el recuadro 2 se analiza la relación entre la liquidez en el banco central, el agregado monetario amplio, el crédito y la inflación.

Recuadro 2

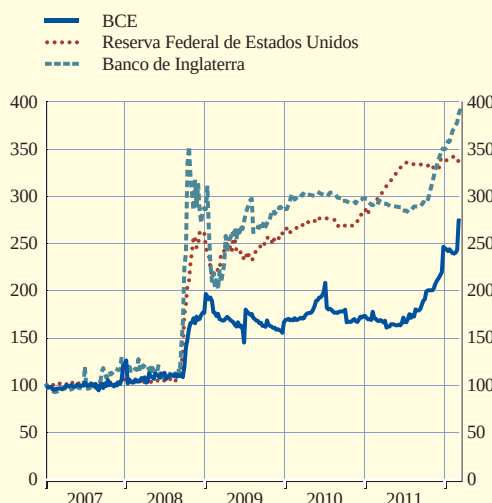
RELACIÓN ENTRE LA BASE MONETARIA, EL AGREGADO MONETARIO AMPLIO Y LOS RIESGOS PARA LA ESTABILIDAD DE PRECIOS

Si se adopta una perspectiva a medio y largo plazo, se observa que la inflación se mueve en línea con los agregados monetarios amplios. Esta relación se mantiene en el tiempo y se constata asimismo en los distintos países y regímenes de política monetaria, ya que está fuertemente arraigada en la estructura de la economía. La evidencia empírica confirma esta relación también en el caso de la zona del euro, lo cual refuerza el papel destacado asignado al agregado monetario amplio en la estrategia de política monetaria del BCE.

Las respuestas de todos los bancos centrales principales a la crisis financiera han supuesto la aplicación de medidas de política monetaria no convencionales. En particular, tras la quiebra de Lehman Brothers en septiembre de 2008, aumentó el volumen de operaciones de política monetaria llevadas a cabo por el Eurosistema, el Banco de Inglaterra y la Reserva Federal (véase gráfico A). Sin embargo, el momento y la magnitud

Gráfico A Expansión del balance del Eurosistema, del Banco de Inglaterra y de la Reserva Federal

(índice, enero 2007 = 100)



Fuentes: Reserva Federal, Banco de Inglaterra y BCE.
Nota: El balance se ha medido siguiendo la presentación del gráfico 9 del artículo titulado «Las medidas no convencionales del BCE: impacto y retirada gradual», *Boletín Mensual*, BCE, julio de 2011.

de este incremento no fueron idénticos, lo que refleja las especificidades del marco operativo de los respectivos bancos centrales y sus diferentes valoraciones del impacto de las tensiones de los mercados financieros en la economía. En la zona del euro, el volumen de operaciones de política monetaria se elevó de manera notable en el segundo semestre de 2011, principalmente como consecuencia de la mayor demanda en las operaciones de provisión de liquidez, tal como se puso de manifiesto, en particular, en las dos operaciones de financiación a plazo más largo (OFPML) con vencimiento a tres años realizadas en diciembre de 2011 y en febrero de 2012. En este recuadro se analiza si el significativo aumento de la liquidez proporcionada por el Eurosistema podría tener implicaciones para el crecimiento del agregado monetario amplio y del crédito y, por tanto, en definitiva, plantear riesgos para la estabilidad de precios a medio y largo plazo.

Este recuadro se centra en dos cuestiones clave, a saber, si un aumento significativo de la liquidez en el banco central:

- i) implica necesariamente un rápido crecimiento del agregado monetario amplio y del crédito;
- ii) puede crear presiones inflacionistas sin que exista un incremento paralelo del agregado monetario amplio y del crédito.

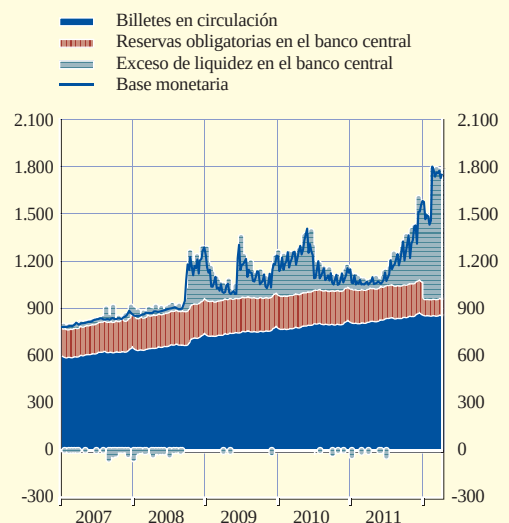
i) ¿Un aumento significativo de la liquidez en el banco central implica necesariamente un rápido crecimiento del agregado monetario amplio y del crédito?

El significativo aumento del crédito del Eurosistema a las entidades de crédito de la zona del euro tuvo su reflejo en un incremento considerable de la base monetaria (véase gráfico B). La base monetaria está formada por el efectivo en circulación, los depósitos que las entidades de crédito están obligadas a mantener en el Eurosistema para cubrir las exigencias de reservas mínimas (reservas obligatorias en el banco central) y los depósitos de elevada liquidez que las entidades de crédito mantienen en el Eurosistema por encima del nivel de reservas obligatorias (exceso de reservas en el banco central y recurso a la facilidad de depósito), lo que puede considerarse un «exceso de liquidez». La expansión de la base monetaria es atribuible, principalmente, al crecimiento del exceso de liquidez mantenido por algunas entidades de crédito de la zona del euro.

La existencia de un significativo exceso de liquidez no implica necesariamente una expansión acelerada del crédito de las IFM al sector privado. Si la capacidad de préstamo de las entidades de crédito estuviera restringida por su nivel de reservas en el banco central, la relajación de esta restricción se traduciría automáticamente en un aumento de la oferta de crédito. No obstante, el Eurosistema, como monopolista de la provisión de reservas en la zona del euro, siempre aporta al sistema bancario la liquidez necesaria

Gráfico B Base monetaria de la zona del euro

(mm de euros)



Fuente: BCE.

para cumplir las reservas obligatorias agregadas. De hecho, las reservas obligatorias en el BCE se calculan retrospectivamente, es decir, dependen del saldo de depósitos (y otros pasivos de las entidades de crédito) sujetos a las exigencias de reservas del período anterior y, por ende, después de que las entidades hayan otorgado el crédito solicitado por sus clientes¹.

En la actual situación de mal funcionamiento de los mercados monetarios, el Eurosistema suministra reservas a cada entidad de contrapartida de manera elástica, a cambio de la aportación de los activos de garantía adecuados, mediante subastas a tipo de interés fijo con adjudicación plena, lo que asegura que todas ellas puedan cumplir sus exigencias de reservas y satisfacer cualquier necesidad de liquidez adicional. Cuando los mercados interbancarios funcionan con normalidad, el Eurosistema siempre proporciona el volumen total necesario de reservas, que después se negocian entre las entidades de crédito y, por tanto, se redistribuyen dentro del sistema bancario según se requiera. De este modo, el Eurosistema satisface en todo momento y de manera eficaz la demanda agregada de reservas e intenta influir en las condiciones de financiación de la economía controlando los tipos de interés a corto plazo².

En resumen, las tenencias de reservas en el banco central no son, por tanto, un factor que limita la oferta de crédito para el conjunto del sistema bancario. En última instancia, el crecimiento del crédito bancario depende de algunos factores que determinan la demanda de crédito y de otros factores asociados a la oferta de crédito. Los factores de demanda incluyen los costes de endeudamiento y las perspectivas de ingresos. Los factores relacionados con la oferta de crédito son la rentabilidad de los préstamos ajustada por el riesgo, el nivel de capital de la entidad, su actitud frente al riesgo, el coste de financiación y el riesgo de liquidez (incluido el de refinanciación). El riesgo de liquidez se refiere al riesgo de que una entidad de crédito no posea recursos financieros suficientes para cumplir sus compromisos a su vencimiento, o solo pueda garantizarlos a un coste excesivo. Los préstamos a la clientela aumentan el riesgo de liquidez, ya que, tras su desembolso, pueden generar la obligación de realizar pagos en nombre de los clientes.

En una situación caracterizada por las tensiones en los mercados financieros, algunas entidades de crédito que tienen dificultades para acceder a los mercados toman prestadas reservas adicionales en el banco central para tener la certeza de que podrán cumplir las obligaciones de pago que se avecinan, por ejemplo, porque tienen que hacer frente a inminentes e importantes amortizaciones de bonos. Si el banco central no acomodara esta demanda, muchas entidades de crédito tendrían fuertes incentivos para reducir sus préstamos con la mayor celeridad posible y desinvertir en otros activos. Por tanto, en el caso de estas entidades, es de esperar que la provisión de liquidez contribuya a evitar una gran contracción del crédito y a restaurar una oferta ordenada del mismo.

En la situación actual de la zona del euro, las reservas acaban en un grupo de entidades, que reciben más pagos de los que realizan. Para un período representativo, situado a mediados de marzo de 2012, el gráfico C muestra, en el eje de ordenadas, el porcentaje de préstamos totales recibidos del Eurosistema y vueltos a depositar en él por las mismas entidades de contrapartida. Este dato está relacionado, en el eje de abscisas, con la proporción del recurso total a la facilidad de depósito y a las operaciones de absorción de liquidez que representan las respectivas entidades de contrapartida en

1 Los pasivos de las entidades de crédito sujetos a exigencias de reservas coinciden, en gran medida, con los pasivos incluidos en el agregado monetario amplio M3 y comprenden: depósitos a la vista, depósitos a plazo hasta dos años, depósitos disponibles con preaviso hasta dos años y valores distintos de acciones de las IFM hasta dos años.

2 Véase también «La oferta monetaria: comportamiento bancario e implicaciones para el análisis monetario», *Boletín Mensual*, BCE, octubre de 2011.

términos acumulados. El gráfico C refleja que las entidades de crédito que recurren de manera significativa a la facilidad de depósito y a las operaciones de absorción de liquidez no han obtenido estas reservas, ni mucho menos, mediante préstamos del Eurosistema. Por ejemplo, casi el 40 % del recurso total a la facilidad de depósito y a las operaciones de absorción de liquidez correspondió a entidades de contrapartida que no tomaron fondos prestados del Eurosistema. Esta conclusión indica una segmentación entre un grupo de entidades de crédito que se apoya en las operaciones de financiación del Eurosistema y otro que acaba teniendo excesos de liquidez.

En términos agregados, las entidades de crédito no pueden deshacerse del exceso de liquidez, ya que, como tales, no pueden prestar los depósitos que mantienen en el banco central al sector tenedor de dinero. En el caso de las entidades de crédito individualmente consideradas, los préstamos al sector privado no reducirán automáticamente el exceso de liquidez. Aunque la concesión de préstamos a la economía crearía, en principio, depósitos sujetos a las exigencias de reservas, este método para reducir el exceso de liquidez es extremadamente lento³. Resulta importante señalar que este exceso de liquidez, en sí mismo, no modifica la demanda de préstamos ni la capacidad de las entidades para asumir el riesgo de crédito. Además, en el caso de las entidades de crédito con un exceso de liquidez, el riesgo de liquidez no fue un factor que limitara inicialmente sus decisiones de conceder crédito a la economía.

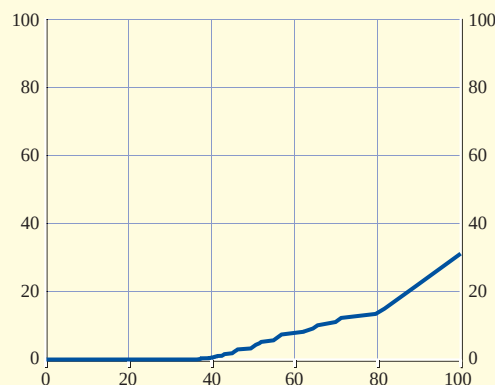
En síntesis, en las circunstancias actuales, el aumento de la base monetaria es una condición previa necesaria para evitar un acusado descenso de los agregados monetarios amplios, pero, por sí misma, no incrementa automáticamente las tenencias monetarias por encima del nivel que existiría si no

3 El lento ritmo de reducción del exceso de liquidez se debe al hecho de que un aumento de 100 euros en los depósitos genera un incremento de 1 euro en las exigencias de reservas (dado que el «coeficiente de reservas» es, actualmente, del 1 %).

Gráfico C Distribución acumulada de las colocaciones en la facilidad de depósito y en las operaciones de absorción de liquidez

(porcentajes; mediados de marzo de 2012)

Eje de abscisas: proporción acumulada de la facilidad de depósito y de las operaciones de absorción de liquidez
Eje de ordenadas: porcentaje de préstamos totales del Eurosistema que la entidad de contrapartida prestaría colocó en la facilidad de depósito y en las operaciones de absorción de liquidez



Fuente: Cálculos del BCE.

Gráfico D M3 y préstamos de las IFM al sector privado no financiero en la zona del euro

(tasas de variación interanual; mm de euros; datos desestacionalizados y ajustados de efectos de calendario)

— M3 (flujo mensual – escala derecha)
— Préstamos de las IFM al sector privado no financiero (flujo mensual – escala derecha)
--- M3 (tasa de crecimiento interanual – escala izquierda)
— Préstamos de las IFM al sector privado no financiero (tasa de crecimiento interanual – escala izquierda)



Fuente: BCE.

hubiera tensiones de liquidez. De hecho, el significativo crecimiento de la base monetaria que siguió a las dos OFPML a tres años fue fundamental para interrumpir la considerable contracción que experimentaron el agregado monetario amplio y el crédito en la zona del euro en los tres últimos meses de 2011 (véase gráfico D). Al mismo tiempo, la expansión del agregado monetario amplio y, en particular, del crédito al sector privado no financiero sigue siendo reducida, por lo que no apunta a un crecimiento monetario excesivo.

ii) ¿Un aumento significativo de la liquidez en el banco central puede crear presiones inflacionistas sin que exista un incremento paralelo del agregado monetario amplio y del crédito?

Las entidades de crédito que se encuentran con reservas en el banco central que no quieren mantener, porque solo ofrecen una baja rentabilidad ajustada por el riesgo, pueden intentar adquirir activos de mayor rentabilidad, también mediante la concesión de crédito. Esto tiene dos efectos interdependientes. En primer lugar, la demanda de activos estabiliza su valoración y mejora las condiciones de financiación para los emisores. En segundo lugar, todos los participantes en el mercado tienden a beneficiarse de la mejora de la valoración de sus carteras y del entorno de riesgo más favorable.

En tanto en cuanto se produzca dicha adquisición de activos, esta se reflejará en el agregado monetario amplio y en el agregado crediticio cuando las entidades de crédito paguen los activos adquiridos al sector tenedor de dinero o concedan crédito a este sector, o cuando los Gobiernos gasten los fondos recibidos por la emisión de valores. Además, al influir en las rentabilidades relativas y en los precios de los activos, el reajuste de carteras afecta también a la evolución monetaria. Al mismo tiempo, este reajuste podría incidir en las decisiones de inversión y de consumo, y, por tanto, en las de gasto. En resumen, a medida que se materialicen dichos efectos más amplios, quedarán adecuadamente reflejados en la estrategia de política monetaria basada en dos pilares del BCE.

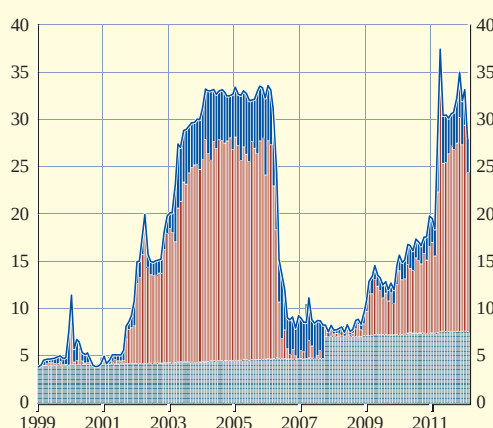
Los dos episodios de exceso significativo de liquidez en Japón en el período comprendido entre 2001 y mediados de 2006 y, más recientemente, desde marzo de 2011 sirven para ilustrar la fuerza de los argumentos presentados en este recuadro. La adopción del marco de relajación monetaria por parte del Banco de Japón en 2001 se tradujo en un acusado incremento del exceso de reservas en el banco central (véase gráfico E)⁴. Este aumento estuvo acompañado de una reducción de los tipos de interés oficiales del Banco de Japón hasta situarlos en cero y detuvo la desaceleración del crecimiento del agregado monetario amplio. A pesar del citado incremento del exceso de reservas en 2001, no se produjo una fuerte aceleración del crecimiento del agregado monetario amplio o de la inflación, que permanecieron en niveles muy bajos en ambos casos (véase gráfico F). En 2006, en un espacio de pocos meses, el Banco de Japón fue capaz de reabsorber el considerable exceso de reservas y de restablecer una situación de liquidez equilibrada no renovando las operaciones de provisión de liquidez a corto plazo. Tras la quiebra de Lehman Brothers, los bancos japoneses volvieron a recibir reservas por encima de los volúmenes requeridos. Sin embargo, el segundo episodio de exceso muy significativo de reservas mantenido por el sistema bancario japonés no tuvo lugar hasta después del gran terremoto que asoló el este de Japón en marzo de 2011. Hasta el momento, tampoco en este episodio ha habido indicios de un repunte notable del crecimiento del agregado monetario amplio y de la inflación. Mientras que el primer episodio de exceso de reservas fue específico de Japón, en el

4 Para obtener un análisis del entorno económico que generó, en última instancia, la necesidad de adoptar este marco de relajación monetaria, véase el artículo titulado «Comparación de la reciente crisis financiera de Estados Unidos y la zona del euro con la experiencia de Japón en los años noventa», en este Boletín Mensual.

Gráfico E Saldos en cuenta corriente en el Banco de Japón

(billones de yenes)

■ Saldos de instituciones financieras no sujetas a exigencias de reservas
■ Exceso de reservas
■ Reservas obligatorias en el banco central
■ Saldos en cuenta corriente en el Banco de Japón

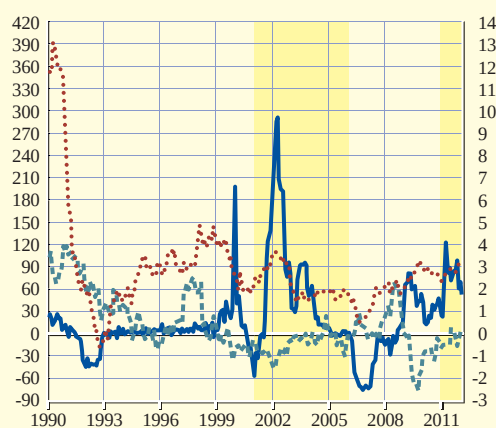


Fuentes: BPI y estimaciones del BCE.

Gráfico F Saldos en cuenta corriente en el Banco de Japón, agregado monetario amplio e inflación medida por el IPC

(tasas de variación interanual)

■ Saldos en cuenta corriente en el Banco de Japón (escala izquierda)
■ Agregado monetario amplio (escala derecha)
■ IPC (escala derecha)



Fuente: BPI.

Notas:

- 1) Las zonas sombreadas marcan episodios de exceso de reservas.
- 2) El agregado monetario amplio corresponde a M2 más certificados de depósito hasta la interrupción de la serie a finales de 2007, y a M2 posteriormente.

episodio actual se trata de un fenómeno generalizado en las economías avanzadas. A este respecto, se debe ser cauteloso a la hora de extraer conclusiones del primer episodio de exceso de liquidez en Japón y a la hora de aplicarlas al episodio actual de Japón y de otras economías avanzadas.

Conclusiones

El significativo aumento del exceso de liquidez en la zona del euro fue necesario para contrarrestar el efecto contractivo de las elevadas tensiones de liquidez en los balances de las entidades de crédito, que, de otro modo, podrían haber generado bruscas ventas de activos y una reducción del crédito con posibles consecuencias graves para la economía real.

En principio, los esfuerzos de las entidades de crédito por deshacerse del exceso de liquidez no deseado (lo que, por su propia naturaleza, no es posible conseguir en términos agregados) pueden favorecer el incremento del precio de los activos y la concesión de crédito. Sin embargo, en un entorno caracterizado por una estabilización de la actividad económica en niveles reducidos, es muy poco probable que esos esfuerzos se traduzcan en un avance de la inflación de los precios de consumo. En cualquier caso, una expansión más acelerada del dinero y del crédito serviría de señal de aumento de las presiones inflacionistas, que la estrategia de dos pilares del BCE permite detectar y abordar adecuadamente. Con carácter más general, el BCE continuará utilizando toda la gama de medidas convencionales y no convencionales disponibles para garantizar que la orientación de su política monetaria sea acorde con el mantenimiento de la estabilidad de precios en la zona del euro a medio plazo.

PRINCIPALES COMPONENTES DE M3

La tasa de crecimiento interanual de M3 experimentó un nuevo aumento en marzo, debido a los considerables flujos de entrada en todos los componentes principales. M1 registró el flujo mensual más significativo, como consecuencia de la reestructuración de carteras y del desplazamiento de fondos desde la Administración Central al sector tenedor de dinero en un Estado miembro de la zona del euro. Los depósitos a corto plazo distintos de los depósitos a la vista (es decir, M2 menos M1) continuaron registrando flujos mensuales positivos, que obedecieron a consideraciones de cartera en un entorno de intentos de las entidades de crédito por captar depósitos estables ofreciendo tipos de interés atractivos.

La tasa de crecimiento interanual de M1 aumentó nuevamente, hasta el 2,7% en marzo, frente al 2,5% del mes anterior, como consecuencia, principalmente, de que los intermediarios financieros no monetarios distintos de las empresas de seguros y fondos de pensiones (OIF) desplazaron fondos a los depósitos a la vista, en detrimento de las cesiones temporales. Además, las Administraciones Públicas distintas de la Administración Central de un Estado miembro de la zona del euro incrementaron sus depósitos a la vista, beneficiándose de transferencias procedentes de la Administración Central.

La tasa de crecimiento interanual de los depósitos a corto plazo distintos de los depósitos a la vista aumentó hasta el 3,3% en marzo, frente al 3,1% de febrero, siendo reflejo de los ligeros incrementos que volvieron a registrar las tasas de crecimiento interanual de sus dos subcomponentes. Como se ha ido observando desde que comenzó el año, en algunos países, los otros depósitos a corto plazo siguieron beneficiándose del desplazamiento de fondos por parte de los hogares hacia instrumentos monetarios de mayor rentabilidad.

La tasa de crecimiento interanual de los instrumentos negociables (M3 menos M2) aumentó notablemente en marzo, hasta el 5,1%, frente al 2,8% registrado el mes anterior. Este incremento ocultó una trayectoria divergente de los respectivos subcomponentes. Mientras que las participaciones en fondos del mercado monetario y los valores distintos de acciones a corto plazo de las IFM (es decir, valores con vencimiento inicial hasta dos años) registraron significativos flujos mensuales positivos, las cesiones temporales reflejaron apreciables salidas. Con respecto a estas últimas, casi la mitad del flujo mensual negativo tuvo su origen en cesiones temporales tripartitas llevadas a cabo a través de entidades de contrapartida central. En cambio, los valores distintos de acciones a corto plazo de las IFM registraron un fuerte flujo mensual en marzo, que probablemente se debió a efectos de sustitución de los valores distintos de acciones a largo plazo de este sector. Además, puede que esta evolución también reflejara el aumento de la demanda de estos valores por parte de los fondos de inversión, que estuvo parcialmente relacionada con el impacto de la nueva definición de fondos del mercado monetario del Eurosistema. Esta nueva definición se tradujo en un incremento del número de fondos de inversión (es decir, de fondos que forman parte del sector tenedor de dinero) que adquieren valores de renta fija a corto plazo¹.

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, aumentó hasta el 2,8% en marzo, frente al 2,5% de febrero. Las entradas mensuales se debieron a los flujos positivos que registraron los sectores de hogares y de otras Administraciones Públicas, que compensaron con creces las retiradas de depósitos de los intermediarios financieros no monetarios. Así pues, la tasa de crecimiento interanual de los depósitos de M3 de los hogares y de otras Administraciones Públicas se incrementó hasta el 2,2% y el 15%, respectivamente, en marzo, frente al 2% y el 9%, respectivamente, de febrero. Los depósitos de M3 de las sociedades no financieras apenas experimentaron cambios, y su tasa de crecimiento interanual cayó hasta el 0%, frente al 0,4% de febrero.

1 Para más detalles sobre el cambio de la definición de fondos del mercado monetario del BCE, véase el recuadro titulado «Nueva definición estadística de los fondos del mercado monetario de la zona del euro», *Boletín Mensual*, BCE, abril de 2012.

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 1,8% en marzo, frente al 1,4% de febrero (véase cuadro 2), debido, casi en su totalidad, a un incremento del crédito concedido a las Administraciones Públicas, que se situó en el 7,3% en marzo, frente al 5,6% de febrero. El crédito al sector privado permaneció prácticamente sin variación en el 0,5%.

La tasa de crecimiento interanual del crédito concedido a las Administraciones Públicas siguió estando impulsada por las significativas adquisiciones netas mensuales de valores de deuda pública de la zona del euro por parte de las IFM distintas del Eurosistema. En términos desestacionalizados, estas adquisiciones ascendieron a un total de 38 mm de euros en marzo, frente a 47 mm de euros en febrero y a 57 mm de euros en enero. Sin embargo, los flujos de marzo en este instrumento se vieron atenuados parcialmente por la participación de las IFM de la zona del euro en el ejercicio de reestructuración de deuda llevado a cabo por la República Helénica. Este ejercicio tuvo un impacto negativo en los flujos de deuda pública en poder de las IFM porque implicó un canje de una parte de la deuda pública griega de estas instituciones por instrumentos de deuda emitidos por la Facilidad Europea de Estabilización Financiera (FEEF), que se han clasificado dentro del sector de OIF. La estabilización de la tasa de crecimiento interanual del crédito al sector privado en marzo reflejó un flujo mensual ligeramente positivo, resultado de considerables entradas mensuales en acciones y otras participaciones, compensadas, en gran medida, por las amortizaciones netas de préstamos al sector privado y por los flujos negativos registrados en los valores distintos de acciones.

La tasa de crecimiento interanual de los préstamos al sector privado, ajustados de ventas y titulizaciones, se mantuvo sin variación en el 1,2% en marzo, a pesar de las moderadas amortizaciones netas

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 II	2011 III	2011 IV	2012 I	2012 Feb	2012 Mar
M1	49,0	1,7	1,4	1,9	2,2	2,5	2,7
Efectivo en circulación	8,6	4,2	4,5	6,2	6,1	6,2	5,5
Depósitos a la vista	40,5	1,1	0,8	1,0	1,4	1,7	2,1
M2 - M1 (= otros depósitos a corto plazo)	39,3	3,4	3,4	2,3	2,8	3,1	3,3
Depósitos a plazo hasta dos años	19,3	2,3	3,1	2,0	3,5	4,0	4,1
Depósitos disponibles con preaviso hasta tres meses	20,0	4,5	3,7	2,5	2,1	2,3	2,4
M2	88,3	2,4	2,3	2,1	2,5	2,8	2,9
M3 - M2 (= instrumentos negociables)	11,7	-0,4	2,7	3,4	3,1	2,8	5,1
M3	100,0	2,1	2,4	2,2	2,5	2,8	3,2
Crédito a residentes en la zona del euro		3,1	2,4	1,4	1,4	1,4	1,8
Crédito a las Administraciones Públicas		6,4	5,2	1,4	5,1	5,6	7,3
Préstamos a las Administraciones Públicas		10,7	7,0	-2,2	-4,7	-5,0	-4,4
Crédito al sector privado		2,3	1,8	1,4	0,6	0,4	0,5
Préstamos al sector privado		2,6	2,5	2,1	0,9	0,8	0,6
Préstamos al sector privado ajustados de ventas y titulizaciones ²⁾		2,9	2,7	2,3	1,3	1,2	1,2
Pasivos financieros a más largo plazo (excluidos capital y reservas)		3,4	3,6	2,7	0,5	0,4	-1,0

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 II	2011 III	2011 IV	2012 I	2012 Feb	2012 Mar
Sociedades no financieras	42,1	1,1	1,6	1,7	0,7	0,6	0,3
<i>Ajustados de ventas y titulizaciones ²⁾</i>	<i>-</i>	<i>1,9</i>	<i>2,3</i>	<i>2,1</i>	<i>0,9</i>	<i>0,7</i>	<i>0,5</i>
Hasta un año	24,2	1,5	4,1	3,8	0,5	0,1	-0,4
De uno a cinco años	18,1	-2,8	-2,8	-2,5	-2,9	-3,2	-2,8
Más de cinco años	57,8	2,2	2,1	2,3	2,0	2,0	1,7
Hogares ³⁾	46,9	3,4	3,0	2,2	1,2	1,2	0,6
<i>Ajustados de ventas y titulizaciones ²⁾</i>	<i>-</i>	<i>3,0</i>	<i>2,7</i>	<i>2,3</i>	<i>1,9</i>	<i>1,8</i>	<i>1,7</i>
Crédito al consumo ⁴⁾	11,9	-1,0	-2,0	-2,0	-1,8	-1,8	-2,0
Préstamos para adquisición de vivienda ⁴⁾	72,3	4,4	4,0	3,0	1,8	1,8	1,1
Otras finalidades	15,8	2,0	2,4	1,8	0,9	0,8	0,7
Empresas de seguros y fondos de pensiones	0,8	3,2	7,0	4,3	-3,0	-8,3	-0,3
Otros intermediarios financieros no monetarios	10,3	6,0	3,9	3,3	1,0	0,8	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 de préstamos para adquisición de vivienda no son totalmente homogéneas en la zona del euro.

mensuales (por importe de 7 mm de euros), que se concentraron principalmente en los préstamos a OIF. Los préstamos al sector privado no financiero registraron un flujo ligeramente positivo.

La tasa de crecimiento interanual de los préstamos concedidos por las IFM a las sociedades no financieras, ajustados de ventas y titulizaciones, se redujo nuevamente en marzo, como consecuencia de unos flujos mensuales ligeramente negativos, y se situó en el 0,5% (frente al 0,7% de febrero). Los moderados flujos de salida de marzo se concentraron en los préstamos a corto plazo (es decir, con vencimiento hasta un año), mientras que los flujos de préstamos a medio y largo plazo fueron prácticamente nulos. La tasa de crecimiento interanual de los préstamos de las IFM a los hogares, ajustados de ventas y titulizaciones, fue algo inferior a la del mes anterior (1,7% en marzo, frente al 1,8% de febrero). El flujo mensual total de estos préstamos fue positivo, ya que los flujos moderadamente positivos de los préstamos para adquisición de vivienda se vieron solo parcialmente contrarrestados por algunos flujos negativos de carácter menor en el crédito al consumo y en los préstamos para otras finalidades.

Los préstamos para adquisición de vivienda fueron de nuevo los que más contribuyeron al crecimiento de los préstamos totales concedidos por las IFM a los hogares en marzo. Sin embargo, la tasa de crecimiento interanual de estos préstamos (1,1% en marzo) se ha moderado sustancialmente desde el verano de 2011, lo que refleja una disminución de las hipotecas nuevas, así como de las titulizaciones. De cara al futuro, los planes públicos introducidos en algunos Estados miembros para apoyar a los mercados inmobiliarios internos se están retirando de manera progresiva, por lo que es probable que se favorezca menos la demanda de préstamos hipotecarios en el futuro. Al mismo tiempo, la tasa de crecimiento interanual del crédito al consumo continuó siendo claramente negativa (-2% en marzo).

Probablemente, la persistente debilidad de los préstamos de las IFM al sector privado no financiero refleja, en gran medida, la atonía de la demanda de crédito (véase también el recuadro 3), dada la fase actual del ciclo económico y la elevada incertidumbre reinante. Además, la necesidad de ajuste como consecuencia del excesivo crecimiento de los préstamos en el pasado está influyendo tanto en la

oferta como en la demanda de préstamos. En lo que respecta a la demanda, este efecto es visible en las altas ratios de apalancamiento de los hogares y del sector empresas, que reduce su capacidad para asumir nuevos préstamos. En cuanto a la oferta, el impacto del excesivo crecimiento de los préstamos en el pasado se ha traducido en un aumento de las necesidades de capital de las entidades de crédito para cubrir posibles pérdidas. Esto, unido a la obligación de mantener una ratio de capital más elevada de acuerdo con las normas de Basilea III, ha mermado, posiblemente, la disponibilidad de préstamos para la economía. Todos estos efectos están teniendo un impacto desigual en la zona del euro, que explica por qué la heterogeneidad entre países en la dinámica de los préstamos sigue siendo significativa. Al mismo tiempo, las OFPML a tres años han contribuido a reducir el riesgo de un desapalancamiento desordenado al relajar considerablemente las condiciones de financiación de las IFM en la zona del euro.

Recuadro 3

RESULTADOS DE LA ENCUESTA SOBRE PRÉSTAMOS BANCARIOS EN LA ZONA DEL EURO CORRESPONDIENTE AL PRIMER TRIMESTRE DE 2012

En este recuadro se presentan los principales resultados de la encuesta sobre préstamos bancarios en la zona del euro correspondiente al primer trimestre de 2012 que realiza el Eurosistema y que se llevó a cabo entre el 23 de marzo y el 5 de abril de 2012¹. En conjunto, las entidades de crédito de la zona del euro señalaron que el endurecimiento neto de los criterios de aprobación de los préstamos se había reducido sensiblemente en comparación con el cuarto trimestre de 2011, más de lo esperado por las entidades encuestadas tres meses antes, tanto para los préstamos a sociedades no financieras como para los préstamos a hogares. En cuanto a la demanda, las entidades indicaron que la demanda neta de préstamos por parte de empresas y de hogares había descendido considerablemente. La relajación de los criterios de aprobación se debe principalmente a la mejora en el acceso de las entidades a la financiación, mientras que la fuerte contracción de la demanda de préstamos refleja, en gran medida, la acusada disminución de las necesidades de financiación de inversiones en capital fijo por parte de las empresas, por un lado, y el deterioro de las perspectivas relativas al mercado de la vivienda y de la confianza de los consumidores, por otro. Las expectativas de las entidades participantes en la encuesta apuntan a una nueva moderación del endurecimiento neto de los criterios de aprobación del crédito a empresas y a hogares para adquisición de vivienda. Se espera que la demanda neta de préstamos a empresas pase a ser positiva en el segundo trimestre de 2012, así como que el descenso de la demanda neta de préstamos a hogares registre una fuerte desaceleración.

Préstamos y líneas de crédito a empresas

Criterios de aprobación del crédito: En el primer trimestre de 2012, el porcentaje neto² de entidades que señaló que los criterios de concesión de préstamos y líneas de crédito a empresas habían registrado un endurecimiento descendió hasta el 9% (en comparación con el 35% del trimestre anterior; véase gráfico A). Esta acusada moderación del endurecimiento neto fue mayor de lo esperado

1 La fecha límite para la recepción de los datos de las entidades participantes fue el 5 de abril de 2012. El 25 de abril 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 ha 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.

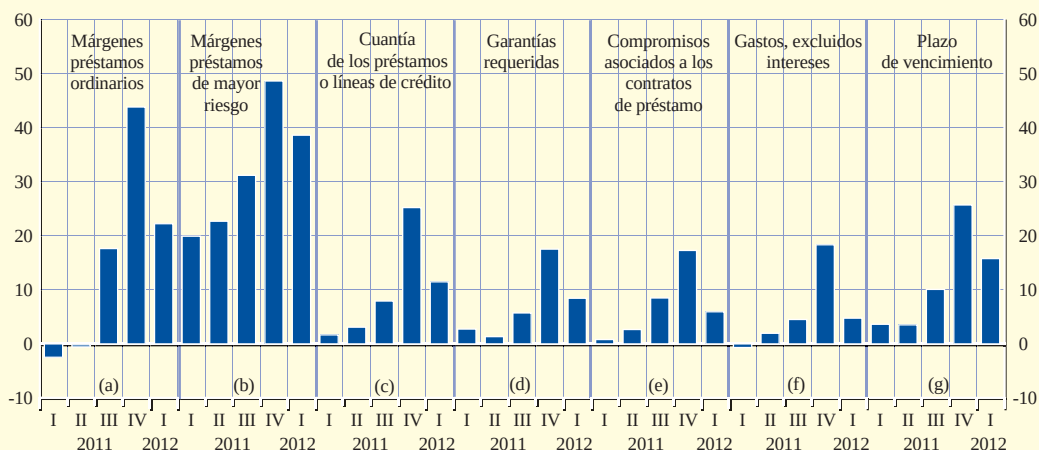
por las entidades encuestadas tres meses antes (el 25 %). La reducción del endurecimiento neto de los criterios se observó en todos los plazos de vencimiento, tanto en los préstamos a corto plazo (el 3 %, frente al 24 % del trimestre anterior) como en los préstamos a largo plazo (el 15 %, frente al 42 %), y, además, se aplicó a los préstamos a pequeñas y medianas empresas (pymes; el 1 %, frente al 28 %) y a grandes empresas (el 17 %, frente al 44 %).

Si se consideran los factores determinantes de esta evolución se observa que la moderación general del endurecimiento neto de los criterios de aprobación del crédito reflejó principalmente la disminución de las presiones asociadas a los costes de financiación y la disponibilidad de fondos, en particular en lo que respecta al acceso de las entidades de crédito a la financiación (el 8 %, frente al 28 % del trimestre anterior) y a su situación de liquidez (el 2 %, frente al 27 %). Esta evolución confirma el considerable impacto positivo de las dos operaciones de financiación a plazo más largo (OFPML) a tres años en las condiciones de financiación de las entidades. Además, la percepción general de riesgos contribuyó en menor medida al endurecimiento de los criterios que en el trimestre anterior. Las expectativas relativas a la actividad económica en general contribuyeron bastante menos al endurecimiento de los criterios (el 17 %, frente al 40 %), mientras que la reducción de la contribución de los riesgos asociados a las perspectivas relativas a sectores concretos (el 23 %, desde el 30 %), así como del riesgo relativo a las garantías solicitadas (el 11 %, frente al 19 %), fue menos pronunciada. Por otra parte, las entidades encuestadas señalaron que otros factores, como la presión de la competencia de otras entidades y de instituciones no bancarias, se mantuvieron neutrales, en general, en comparación con el cuarto trimestre de 2011.

Según señalaron las entidades de crédito de la zona del euro encuestadas, la evolución de las condiciones de los nuevos préstamos y créditos refleja, en general, la acusada moderación del endurecimiento neto de los criterios de aprobación observada en el primer trimestre de 2012 (véase gráfico B).

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».

La ampliación de los márgenes disminuyó considerablemente para los préstamos ordinarios (el 22 %, frente al 44 %), pero los márgenes de los préstamos de mayor riesgo se mantuvieron en niveles elevados (el 39 %, frente al 49 %), lo que apunta a cierta diferenciación de precios en relación con el riesgo por parte de las entidades. También se redujo el endurecimiento neto de otras condiciones no relacionadas con el precio (por ejemplo, los gastos excluidos intereses, la cuantía y el plazo de vencimiento, así como las garantías solicitadas).

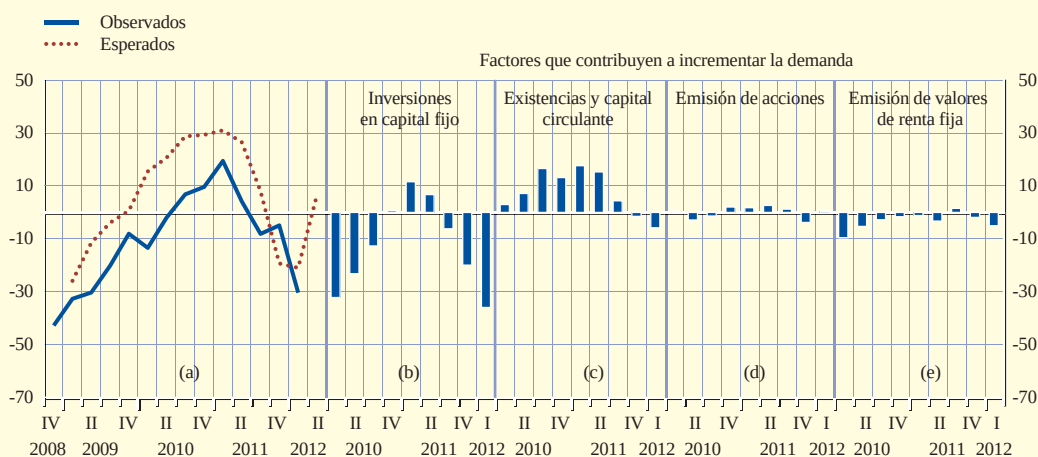
De cara al futuro, en general, las entidades de crédito de la zona del euro esperan una ligera moderación adicional del endurecimiento neto de los criterios de aprobación de los préstamos a empresas en el segundo trimestre de 2012 (hasta el 2 %). Se prevé que un grado de endurecimiento levemente mayor de estos criterios afecte a las grandes empresas (el 8 %) más que a las pymes (el 2 %), y principalmente a los préstamos a largo plazo.

Demanda de préstamos: En el primer trimestre de 2012, la demanda neta de préstamos por parte de las empresas experimentó un acusado descenso (el -30 %, frente al -5 %), siendo este superior al esperado el trimestre anterior (el -21 %). Además, este retroceso pareció ser mayor para las grandes empresas que para las pymes (el -26 % y el -23 %, respectivamente), contrariamente a lo sucedido en el cuarto trimestre de 2011. La demanda de préstamos a largo plazo y a corto plazo se redujo sustancialmente en el primer trimestre de 2012, hasta el -31 % y el -19 %, respectivamente (desde el 0 % y el -4 %).

Según indicaron las entidades encuestadas, el retroceso de la demanda pareció estar impulsado principalmente por la acusada disminución de las necesidades de financiación de inversiones en capital fijo de las empresas (el -36 %, frente al -20 % en el cuarto trimestre de 2011; véase gráfico C), así como por las menores necesidades de financiación de operaciones de fusión y adquisición (el -17 %, frente al -18 %), una contribución ligeramente negativa de las necesidades de financiación de existencias y capital circulante (el -6 %, frente al -1 %), y un moderado descenso de las necesidades asociadas a la disponibilidad de 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.

No obstante, de cara al futuro, las entidades de crédito esperan que la demanda de préstamos por parte de las empresas aumente en el segundo trimestre de 2012 (el 7% en términos netos), así como que esto sea aplicable en mayor medida a las pymes (el 7%) que a las grandes empresas (el 3%). En cuanto a los plazos de vencimiento, se espera que este incremento afecte en mayor medida a los préstamos a corto plazo (el 7%) que a los de largo plazo (el -1%).

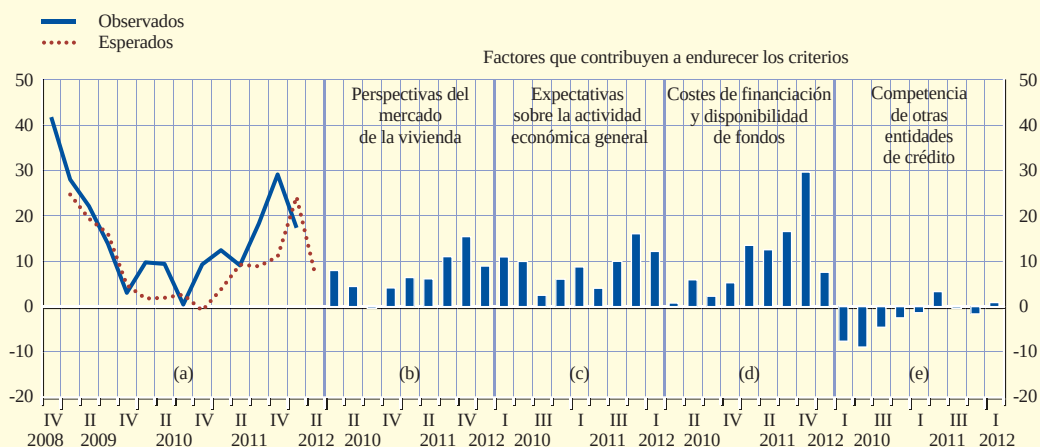
Préstamos a hogares para adquisición de vivienda

Criterios de aprobación del crédito: En el primer trimestre de 2012, el porcentaje neto de entidades que señaló que los criterios de concesión de los préstamos a hogares para adquisición de vivienda se había endurecido se redujo más de lo esperado el trimestre anterior, hasta el 17%, desde el 29% del cuarto trimestre de 2011 (véase gráfico D). Según las entidades encuestadas, el menor endurecimiento neto observado el primer trimestre estuvo impulsado fundamentalmente por la disminución de las presiones asociadas a los costes de financiación y disponibilidad de fondos, que probablemente haya reflejado el impacto positivo de las dos OFPML a tres años en las condiciones de financiación de las entidades (un porcentaje neto de solo el 8% de los participantes indicó que estas presiones habían contribuido al endurecimiento de los criterios de aprobación, frente al 30% del trimestre anterior). Además, una percepción más favorable de los riesgos por parte de las entidades en cuanto a las expectativas relativas a la actividad económica en general (el 12%, frente al 16%) y a las perspectivas relativas al mercado de la vivienda (el 9%, frente al 15%) contribuyó a la moderación del endurecimiento neto de los criterios de aprobación de los préstamos para adquisición de vivienda.

No obstante, la reducción del endurecimiento neto de los criterios de aprobación de los préstamos para adquisición de vivienda solo se tradujo en una ligera moderación del endurecimiento neto de las condiciones relacionadas con el precio, principalmente de los márgenes de los préstamos ordinarios

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

(porcentaje neto)



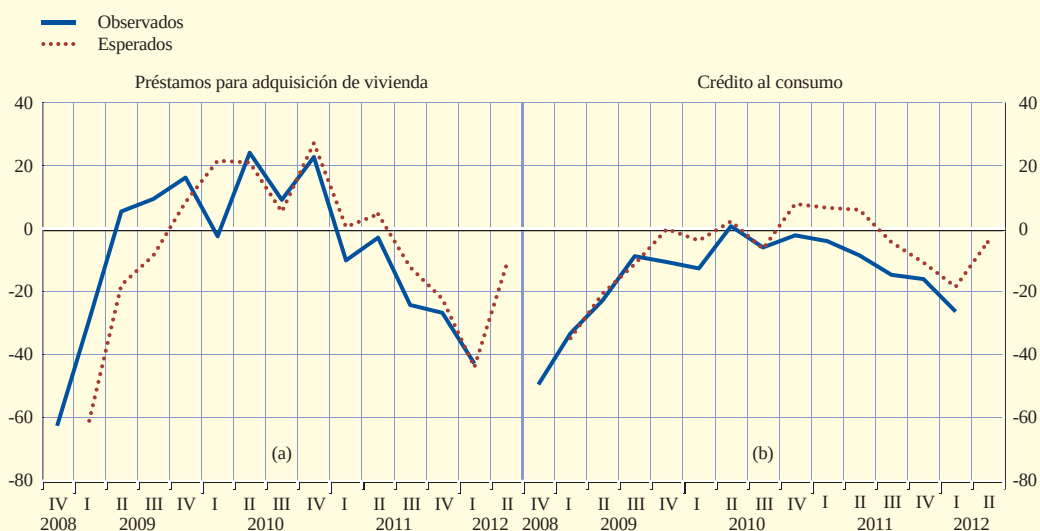
Nota: Véanse las notas del gráfico A.

(el 24%, frente al 29%), mientras que la ampliación de los márgenes de los préstamos de mayor riesgo se mantuvo en niveles elevados (el 32%, frente al 33%).

De cara al futuro, las entidades esperan que el grado de endurecimiento neto de los criterios de concesión de los préstamos para adquisición de vivienda disminuya ligeramente (hasta el 7%) en el segundo trimestre de 2012.

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.

Demanda de préstamos: Simultáneamente a la disminución de la demanda neta de préstamos por parte de las empresas, las entidades participantes en la encuesta señalaron que la demanda neta de préstamos para adquisición de vivienda había registrado una fuerte contracción (el -43 %, frente al -27 %; véase gráfico E), al parecer impulsada principalmente por el deterioro en curso de las perspectivas relativas al mercado de la vivienda (el -31 %, frente al -27 %) y de la confianza de los consumidores (el -37 %, frente al -34 %).

De cara al futuro, las entidades esperan un nuevo retroceso de la demanda de préstamos para adquisición de vivienda (el -12 % en términos netos) en el segundo trimestre de 2012, aunque a un ritmo más lento.

Crédito al consumo y otros préstamos a hogares

Criterios de aprobación del crédito: Para el primer trimestre de 2012, las entidades de crédito de la zona del euro participantes en la encuesta indicaron que el endurecimiento neto de los criterios de aprobación del crédito al consumo y otros préstamos a hogares había disminuido (el 5 %, frente al 13 %; véase gráfico F). Los principales factores determinantes de esta relajación fueron los costes de financiación y disponibilidad de fondos, así como la mejora de la percepción de riesgos (relacionados con las perspectivas económicas y la solvencia de los consumidores). Al igual que en el caso de los préstamos para adquisición de vivienda, la moderación del endurecimiento neto no se tradujo en una mejora de las condiciones relacionadas con el precio. El porcentaje neto de entidades que señaló una nueva ampliación de sus márgenes se mantuvo en niveles similares a los del trimestre anterior, mientras que la contribución de las condiciones no relacionadas con el precio siguió siendo neutral, en general.

De cara al futuro, en términos netos, el 6 % de las entidades espera que los criterios de aprobación del crédito al consumo y otros préstamos a hogares vuelvan a endurecerse en el segundo trimestre de 2012.

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.

Demanda de préstamos: En el primer trimestre de 2012, las entidades encuestadas manifestaron que la demanda neta de crédito al consumo había vuelto a disminuir (el -26% en términos netos, frente al -16% del trimestre anterior; véase gráfico E), principalmente como consecuencia del impacto negativo, sobre la demanda, de la financiación interna de los hogares a través de un aumento del ahorro, del menor gasto en bienes de consumo duradero y de la nueva caída de la confianza de los consumidores.

De cara al futuro, las entidades esperan que la demanda neta de crédito al consumo se desacelere en el segundo trimestre de 2012 (el -4% en términos netos).

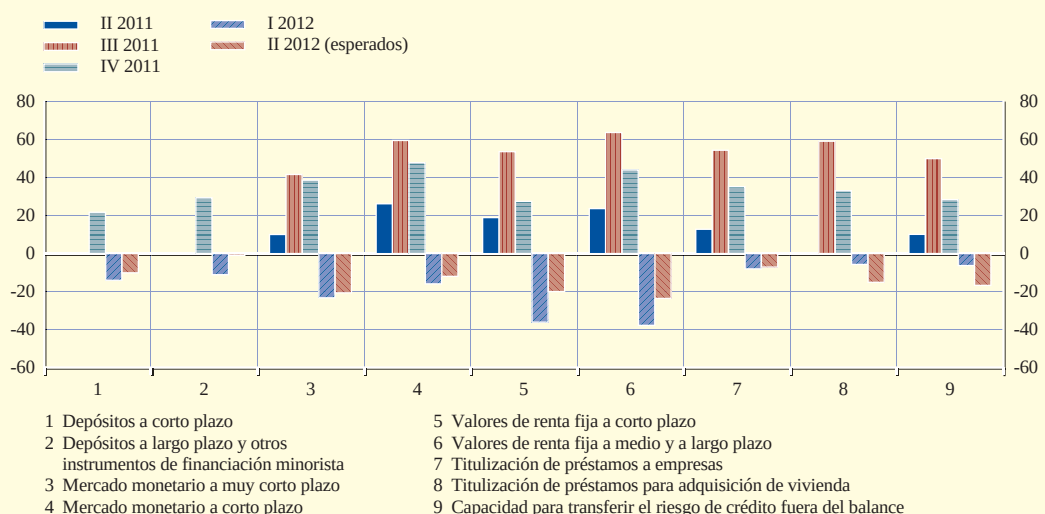
Pregunta ad hoc sobre el impacto de las turbulencias financieras

Al igual que en encuestas anteriores, en la de abril 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 y minoristas en el primer trimestre de 2012, así como hasta qué punto podrían seguir influyendo en el segundo trimestre.

En general, las entidades de la zona del euro participantes en la encuesta señalaron una mejora sustancial en el acceso a todas las categorías de financiación minorista y mayorista, pero especialmente en el acceso a los mercados monetarios y a la emisión de valores de renta fija (véase gráfico G). Además, las condiciones de acceso a la titulización parecieron haber mejorado considerablemente en el primer trimestre de 2012, 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, tanto a corto como a largo plazo, en promedio, las entidades indicaron cierta mejora en el acceso a esta fuente de financiación en el primer trimestre de

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».

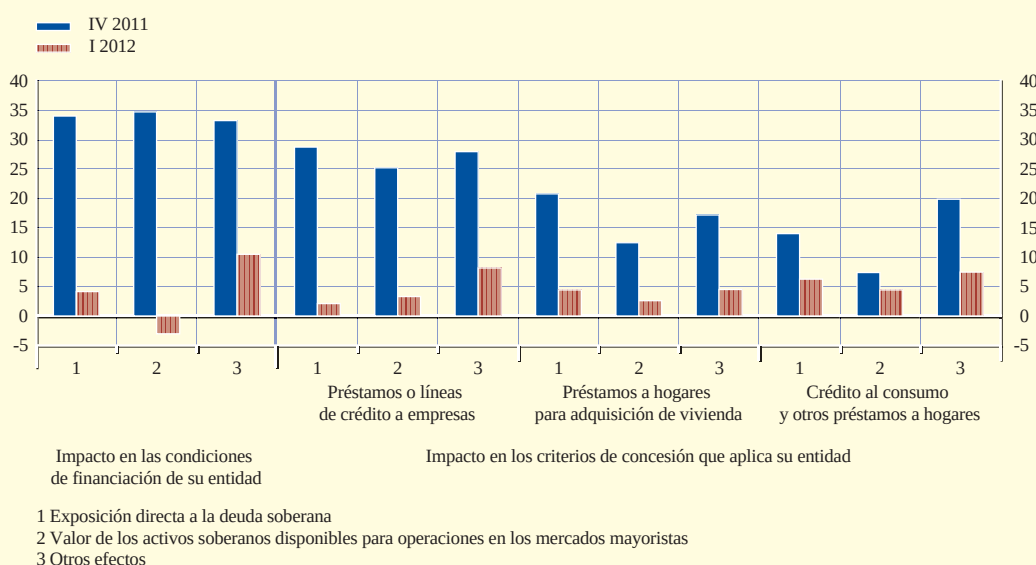
2012, aunque menor que la observada en el acceso a la financiación mayorista. De cara al futuro, las entidades de crédito de la zona del euro esperan que las condiciones de acceso a la financiación en los mercados mayoristas sigan mejorando, aunque a un ritmo más moderado, en el segundo trimestre de 2012, y solo una leve mejora en el acceso a la financiación minorista.

Pregunta 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 abril de 2012 se incluyó por segunda vez una 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. En promedio, solo el 4 % de las entidades de la zona del euro, en términos netos, en comparación con el 34 % en el cuarto trimestre de 2011, atribuyó el deterioro de las condiciones de financiación a 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. De hecho, el aumento en el valor de las garantías en el primer trimestre de 2012 incluso se mencionó como una causa de la mejora de las condiciones de financiación. Un porcentaje similar de entidades, en términos netos, indicó un efecto sobre el endurecimiento de los criterios que aplicaban (aproximadamente el 5 %, en promedio, en el caso tanto de los préstamos a sociedades no financieras como a hogares; véase gráfico H). Esto sugiere que, pese al impacto considerablemente menor de la crisis de la deuda soberana tras las dos OFPML a tres años llevadas a cabo recientemente, las entidades no lograron proteger totalmente su política crediticia del efecto de las restricciones a la disponibilidad de fondos y a la liquidez, asociadas a las tensiones causadas por la deuda soberana.

Gráfico H Impacto de la crisis de la deuda soberana sobre las condiciones de financiación de las entidades de crédito y sobre los criterios de concesión que aplican a los préstamos

(porcentaje neto de entidades que han señalado un impacto en las condiciones de financiación o en el endurecimiento de los criterios de concesión)



Nota: El porcentaje neto se refiere a la diferencia entre la suma de los porcentajes correspondientes a las respuestas «ha contribuido considerablemente al deterioro de las condiciones de financiación/endurecimiento de los criterios de concesión» y «ha contribuido en cierta medida», y la suma de los porcentajes correspondientes a las respuestas «ha contribuido en cierta medida a la mejora de las condiciones de financiación/relajación de los criterios de concesión» y «ha contribuido considerablemente».

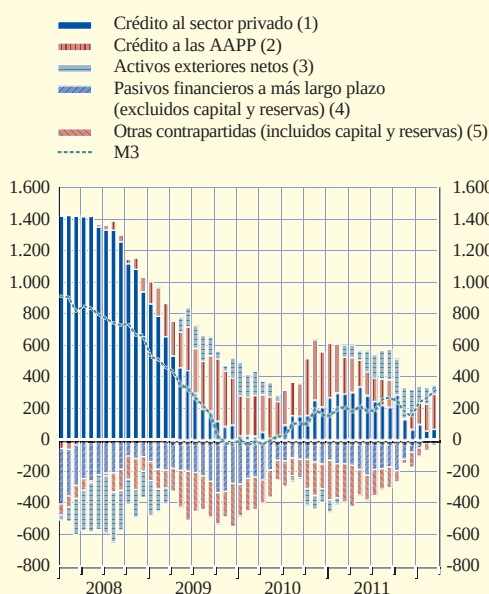
En cuanto a las demás contrapartidas de M3, la tasa de crecimiento interanual de los pasivos financieros a más largo plazo de las IFM, excluidos capital y reservas, volvió a descender significativamente hasta situarse en el -1 % en marzo, frente al 0,4 % del mes anterior, apoyando así el crecimiento de M3. Esta caída reflejó una sustancial contracción mensual de los valores distintos de acciones a largo plazo de las IFM (en base consolidada) y de los depósitos a largo plazo (en ambos casos algo inferior a 30 mm de euros). La disminución de los valores distintos de acciones a largo plazo del sector de IFM se debió, sobre todo, al fuerte incremento de las tenencias de los citados instrumentos dentro del propio sector. Estas adquisiciones respondieron, en parte, a los programas de recompra de valores distintos de acciones puestos en marcha en una serie de entidades de crédito. Estas operaciones mejoraron el nivel de capital de las entidades de crédito, ya que los valores se adquirieron a precios inferiores a su respectivo valor de reembolso. También es posible que las compras se hayan realizado para crear activos de garantía (con garantía pública) para las operaciones de financiación del Eurosistema. Las acusadas salidas de depósitos a largo plazo tuvieron su origen, en parte, en la reversión de titulizaciones previas en las que los préstamos no se habían dado de baja de los balances de las entidades de crédito. Además, también es probable que hayan sido reflejo del desplazamiento de fondos por parte del sector tenedor de dinero hacia depósitos de M3 más líquidos, que ofrecen una remuneración comparable. En capital y reservas se registraron entradas significativas, que fueron consecuencia de los esfuerzos continuados de las entidades de crédito por aumentar su ratio de capital principal (*core tier 1*) hasta situarla en los niveles exigidos por la Autoridad Bancaria Europea (EBA) y Basilea III y por las necesidades de recapitalización en general. Al mismo tiempo, el saldo de capital y reservas se redujo por el impacto de la participación de las IFM de la zona del euro en el ejercicio de reestructuración de deuda llevado a cabo en la República Helénica.

La posición acreedora neta frente al exterior de las IFM registró ligeras salidas por importe de 1 mm de euros en marzo, tras unas entradas moderadas en febrero y considerables salidas en enero. En términos interanuales, esta posición disminuyó en 18 mm de euros en marzo, después de haber aumentado en 107 mm de euros en los doce meses transcurridos hasta febrero. Por tanto, la posición acreedora neta frente al exterior contribuyó negativamente al crecimiento interanual de M3 en marzo, tras su aportación positiva en el período comprendido entre marzo de 2011 y febrero de 2012. La sustancial caída observada en el flujo interanual de la posición acreedora neta frente al exterior de las IFM en los últimos meses refleja efectos de base, así como el desplazamiento de fondos por parte del sector tenedor de dinero de la zona del euro hacia fuera de la zona, en el contexto del recrudecimiento de las tensiones en los mercados de deuda soberana en el segundo semestre de 2011.

En conjunto, el crecimiento subyacente del dinero y del crédito continuó siendo tenue en marzo, aunque la evolución a corto plazo del agregado monetario amplio repuntó, mientras que el crecimiento de los préstamos mantuvo su atonía. Esto refleja,

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.

en parte, el impacto relativamente contemporáneo de las OFPML a tres años en M3, pero el impacto positivo de estas operaciones en el crecimiento de los préstamos tardará un tiempo en materializarse y, en particular, requiere que se recupere la demanda y que se realicen esfuerzos continuos para acometer los ajustes necesarios en los balances en la zona del euro. Asimismo, los datos correspondientes a marzo confirman que las presiones para el desapalancamiento de las entidades de crédito se han atenuado y que el riesgo de un desapalancamiento brusco y desordenado se ha reducido considerablemente.

2.2 EMISIONES DE VALORES

La tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones emitidos por residentes en la zona del euro se situó en el 4,3% en febrero de 2012, frente al 4% del mes anterior. La disminución de la incertidumbre en los mercados en comparación con el final del año anterior permitió a todos los tipos de emisores acelerar sus emisiones de valores distintos de acciones, a todos los plazos, en los dos primeros meses de 2012. Al mismo tiempo, la tasa de crecimiento interanual de la emisión de acciones cotizadas se redujo ligeramente, hasta situarse en el 1,6%.

VALORES DISTINTOS DE ACCIONES

En febrero de 2012, la tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones emitidos por residentes en la zona del euro aumentó hasta el 4,3%, desde el 4% del mes anterior (véase cuadro 4). Esta evolución general estuvo determinada, principalmente, por el incremento del crecimiento de la emisión de deuda a largo plazo. Además, el repunte de la emisión de valores distintos de acciones a corto plazo, que comenzó en diciembre de 2011, continuó en enero y febrero de 2012. La emisión de deuda a corto plazo ha sido particularmente intensa en el sector de IFM desde finales de 2011.

Si se analizan las tendencias a corto plazo, la tasa de crecimiento semestral anualizada desestacionalizada de las emisiones de valores distintos de acciones apunta a una aceleración de la actividad emisora en la mayoría de los sectores, con la excepción de las sociedades no financieras, donde el crecimiento de estas emisiones disminuyó levemente (véase gráfico 9). En concreto, las tendencias a corto plazo siguen señalando una rápida expansión de la emisión de valores distintos de acciones en el sector de

Cuadro 4 Valores emitidos por residentes en la zona del euro

Sector emisor	Saldo vivo (mm de euros). Febrero 2012	Tasas de crecimiento interanual ¹⁾					
		2011 I	2011 II	2011 III	2011 IV	2011 Ene	2012 Feb
Valores distintos de acciones	16.753	3,7	3,5	3,5	3,1	4,0	4,3
IFM	5.606	0,6	1,1	1,9	3,3	4,3	4,5
Instituciones financieras no monetarias	3.296	1,8	0,7	-0,3	-1,1	-0,6	0,0
Sociedades no financieras	883	6,2	4,1	4,9	5,0	6,2	6,6
Administraciones Públicas	6.968	7,3	6,9	6,6	4,9	5,7	6,1
De las cuales:							
Administración Central	6.314	6,7	6,1	5,9	4,2	4,8	4,8
Otras Administraciones Públicas	654	13,0	15,8	14,6	13,2	15,4	19,9
Acciones cotizadas	4.291	1,4	1,5	1,9	1,7	1,7	1,6
IFM	399	6,4	7,4	12,4	10,2	11,6	11,9
Instituciones financieras no monetarias	311	3,4	4,2	5,0	5,2	4,0	3,1
Sociedades no financieras	3.580	0,6	0,5	0,4	0,3	0,4	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».

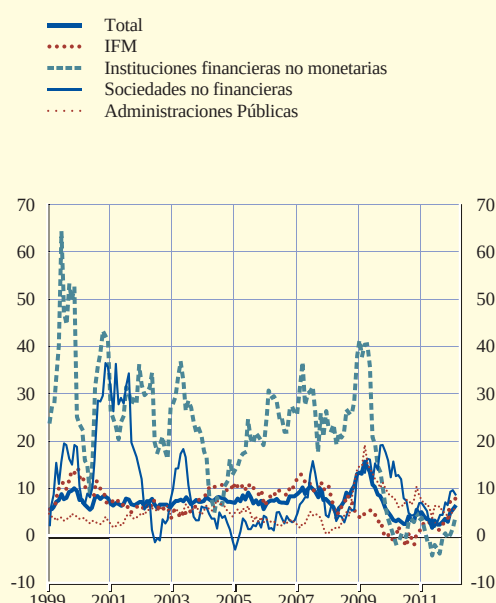
IFM, especialmente desde mediados de 2011. El incremento de las tasas de emisión puede ser reflejo, en cierta medida, de la mejora del sentimiento de los mercados y de la disminución de la incertidumbre como consecuencia del impacto de las dos operaciones de financiación a plazo más largo llevadas a cabo por el Eurosistema a finales de diciembre de 2011 y en febrero de 2012.

La tasa de crecimiento interanual de las emisiones de valores distintos de acciones aumentó de forma generalizada en todos los sectores en febrero de 2012. En el sector financiero, la tasa de crecimiento interanual de los valores emitidos por las IFM se incrementó ligeramente, desde el 4,3 % en enero hasta el 4,5 % en febrero de 2012. El ritmo de emisión de valores distintos de acciones por parte de las Administraciones Públicas ha seguido una tendencia alcista desde noviembre de 2011. En particular, la tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones emitidos por este sector se elevó al 6,1 % en febrero de 2012, frente al 5,7 % del mes anterior. Por último, la tasa de crecimiento interanual de los valores de este tipo emitidos por las sociedades no financieras experimentó un nuevo avance, hasta situarse en el 6,6 % en febrero, frente al 6,1 % del mes anterior, continuando la tendencia al alza iniciada en abril de 2011. Como se observó en 2008 y 2009, los emisores del sector empresarial pueden haber intentado aprovechar la mejora de los mercados financieros durante el período para sustituir los préstamos bancarios por financiación en los mercados, en un contexto de duros criterios de aprobación del crédito.

Según los datos facilitados por los participantes en los mercados, en enero y febrero de 2012 la actividad emisora se concentró en los segmentos de valores con calificación crediticia intermedia y alta, posiblemente debido a que sus condiciones de financiación eran comparativamente favorables, mientras que

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

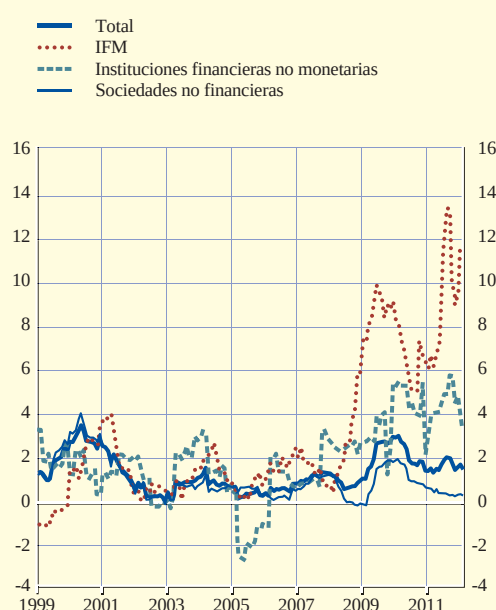
(tasas de crecimiento semestrales anualizadas desestacionalizadas)



Fuente: BCE.

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.

las emisiones en el segmento de alta rentabilidad se mantuvieron escasas. En noviembre de 2011 hubo nuevas emisiones de valores con garantía pública en el sector de IFM, que estuvieron seguidas de una actividad emisora particularmente intensa en diciembre de 2011 y en febrero de 2012.

ACCIONES COTIZADAS

La tasa de crecimiento interanual de la emisión de acciones cotizadas por parte de residentes en la zona del euro se ralentizó ligeramente, hasta situarse en el 1,6% en febrero de 2012, frente al 1,7% del mes anterior. Por una parte, la tasa de crecimiento interanual de la emisión de acciones por parte de las IFM se incrementó de forma leve en febrero de 2012, hasta el 11,9%, frente al 11,6% de enero de 2012 (véase gráfico 10), lo que refleja la disminución de las tensiones en los mercados financieros y la continua necesidad de consolidar el nivel de capital de las entidades de crédito. Al mismo tiempo, la tasa de crecimiento interanual de las acciones cotizadas emitidas por las instituciones financieras distintas de las IFM siguió descendiendo hasta situarse en el 3%, mientras que la de las acciones cotizadas emitidas por las sociedades no financieras permaneció casi sin variación en el 0,3%, aproximadamente.

2.3 TIPOS DE INTERÉS DEL MERCADO MONETARIO

Los tipos de interés del mercado monetario descendieron entre principios de abril y comienzos de mayo de 2012. En el cuarto período de mantenimiento de 2012, que comenzó el 11 de abril, el eonia permaneció en niveles bajos, alrededor de 10 puntos básicos por encima del tipo de interés de la facilidad de depósito. Este diferencial refleja el significativo exceso de liquidez existente en el mercado monetario interbancario después de que el 1 de marzo se liquidara la segunda operación de financiación a plazo más largo (OFPML) con vencimiento a tres años.

Los tipos de interés del mercado monetario sin garantías se redujeron entre principios de abril y comienzos de mayo de 2012. El 2 de mayo, los tipos euríbor a un mes, a tres meses, a seis meses y a doce meses se situaron en el 0,40%, el 0,70%, el 0,99% y el 1,30%, respectivamente, es decir, 2, 7, 8 y 10 puntos básicos, respectivamente, por debajo de los niveles observados el 3 de abril. 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— disminuyó ligeramente, hasta situarse en 90 puntos básicos el 2 de mayo (véase gráfico 11).

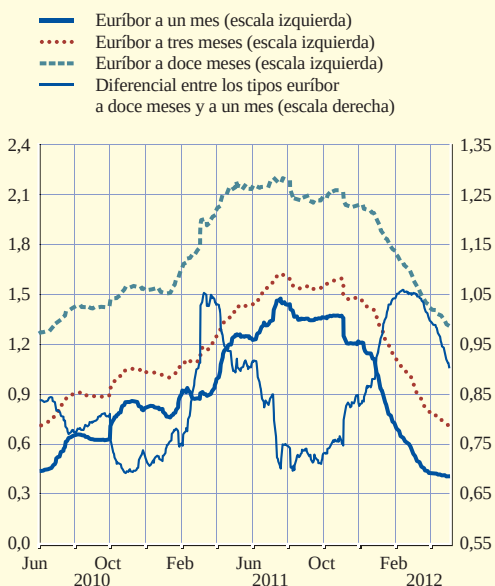
El tipo *swap* del eonia a tres meses se situó en el 0,31% el 2 de mayo, 5 puntos básicos por debajo del nivel observado el 3 de abril. El correspondiente tipo sin garantías disminuyó 7 puntos básicos, hasta situarse en el 0,70% el 2 de mayo. Como consecuencia, el diferencial entre el euríbor a tres meses sin garantías y el tipo *swap* del eonia al mismo plazo se redujo 2 puntos básicos, situándose actualmente en 39 puntos básicos.

El 2 de mayo, los tipos de interés implícitos en los precios de los futuros del euríbor a tres meses con vencimiento en junio, septiembre y diciembre de 2012 y marzo de 2013 se situaron en el 0,59%, el 0,55%, el 0,55% y el 0,55%, respectivamente, lo que representa disminuciones de 9, 14, 19 y 23 puntos básicos, respectivamente, en comparación con los niveles observados el 3 de abril.

Entre el 3 y el 10 de abril, último día del tercer período de mantenimiento de 2012, el eonia permaneció estable, en torno al 0,35%, en un contexto de aumento del exceso de liquidez, y el último día del período de mantenimiento se situó en el 0,347%. Este índice se mantuvo igualmente estable al principio del cuarto período de mantenimiento de reservas, fluctuando también alrededor del 0,35%, y el 2 de mayo se situó en el 0,343%.

Gráfico 11 Tipos de interés del mercado monetario

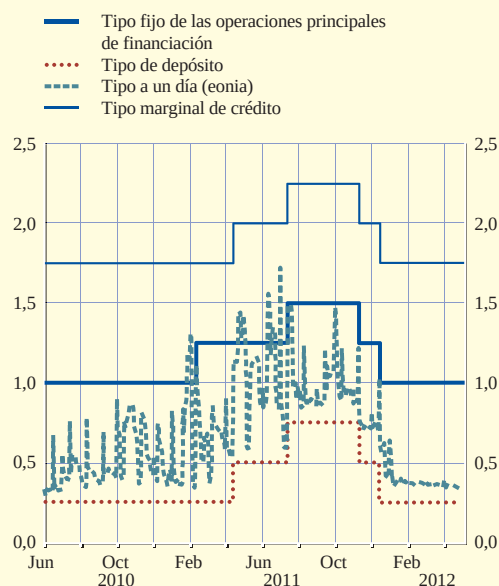
(porcentajes; diferencial en puntos porcentuales; datos diarios)



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.

El Eurosistema realizó varias operaciones de financiación entre el 3 de abril y el 2 de mayo. En las operaciones principales de financiación del cuarto período de mantenimiento de 2012, que se llevaron a cabo los días 10, 17, 24 y 30 de abril, el Eurosistema adjudicó 55,4 mm de euros, 51,8 mm de euros, 46,4 mm de euros y 34,4 mm de euros, respectivamente. El Eurosistema también efectuó dos OFPML en abril, en las que aplicó un procedimiento de subasta a tipo de interés fijo con adjudicación plena, así como una operación de financiación a plazo especial el 10 de abril con plazo de vencimiento de un período de mantenimiento (en la que se adjudicaron 11,4 mm de euros) y una OFPML a tres meses el 25 de abril (en la que se adjudicaron 21,3 mm de euros). La disminución observada en los importes adjudicados en las operaciones principales de financiación fue reflejo del hecho de que el sector bancario había recibido un volumen de liquidez sustancial a plazos más largos, en particular a tres años, y de la reducción del coeficiente de reservas obligatorias del 2 % al 1 % a partir del inicio de 2012. La realización de operaciones a tres años y la reducción de las reservas obligatorias contrajeron automáticamente la demanda de liquidez a corto plazo por parte de las entidades de crédito (véase también el recuadro 2).

El Eurosistema también llevó a cabo cuatro operaciones de absorción de liquidez a una semana los días 10, 17, 24 y 30 de abril, 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 inyectada mediante el programa para los mercados de valores.

El cuarto período de mantenimiento de 2012, que comenzó el 11 de abril, continuó caracterizándose por unos niveles elevados de exceso de liquidez, situándose el recurso medio diario a la facilidad de depósito durante el período en 762,9 mm de euros el 2 de mayo.

2.4 MERCADOS DE RENTA FIJA

Los rendimientos de la deuda pública a largo plazo con calificación AAA se redujeron en torno a 10 puntos básicos en la zona del euro entre el 3 de abril y el 2 de mayo, mientras que disminuyeron alrededor de 30 puntos básicos en Estados Unidos en el mismo período. En la zona del euro, los diferenciales de rendimiento frente a Alemania aumentaron o permanecieron prácticamente estables en la mayoría de los países. Los rendimientos descendieron en general en el caso de los emisores con calificación AAA, con la excepción de Francia, donde se mantuvieron bastante estables, posiblemente como consecuencia de los desplazamientos de fondos hacia activos líquidos. La incertidumbre existente en torno a la evolución futura de los mercados de renta fija, medida por la volatilidad implícita de estos mercados, volvió a disminuir en la zona del euro, aunque los niveles actuales continúan por encima de los niveles históricos. Los indicadores de mercado sugieren que las expectativas de inflación siguen estando plenamente en consonancia con la estabilidad de precios.

Entre el 3 de abril y el 2 de mayo de 2012, los rendimientos de la deuda pública a largo plazo con calificación AAA de la zona del euro se redujeron aproximadamente 10 puntos básicos, situándose en torno al 2,4%. En cambio, en Estados Unidos, estos rendimientos disminuyeron unos 30 puntos básicos en el mismo período, hasta situarse alrededor del 1,9%, revirtiendo así casi por completo el aumento observado en la primera parte de marzo. Los rendimientos de la deuda pública a largo plazo de la zona del euro solo registraron pequeñas oscilaciones diarias en abril, mientras que los rendimientos correspondientes en Estados Unidos descendieron en los veinte primeros días del mes y después se estabilizaron (véase gráfico 13). En general, la reducción de los rendimientos de los bonos a largo plazo en Estados Unidos fue reflejo de la publicación de datos económicos muy diversos, así como de la revisión de las perspectivas de crecimiento económico. En cambio, los rendimientos a largo plazo de la deuda pública con calificación AAA de la zona del euro mostraron una sensibilidad mucho menor a la preocupación creciente en torno al crecimiento o a las nuevas tensiones financieras y políticas en algunos países de la zona. Como consecuencia de los movimientos relativos de los rendimientos en las dos áreas económicas, 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 aumentó durante el período de referencia y se situó en unos 40 puntos básicos el 2 de mayo. En Japón, los rendimientos de la deuda pública al mismo plazo disminuyeron 10 puntos básicos, aproximadamente, durante el citado período, situándose en el 0,9% en dicha fecha.

La incertidumbre de los inversores respecto a la evolución a corto plazo de los mercados de renta fija de la zona del euro, medida por la volatilidad implícita obtenida de las opciones, se redujo ligeramente

Gráfico 13 Rendimiento de la deuda pública a largo plazo

(porcentajes; datos diarios)



Fuentes: EuroMTS, BCE, Bloomberg y Thomson Reuters.

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

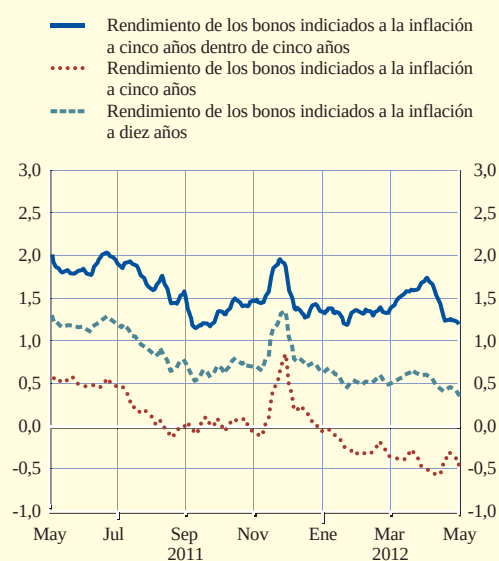
durante el período de referencia, mientras que en Estados Unidos se observaron descensos más significativos, de alrededor de 1,1 puntos porcentuales, en el mismo período. La volatilidad implícita de los mercados de renta fija disminuyó de manera significativa en ambas áreas económicas con respecto a los niveles máximos registrados en noviembre de 2011, aunque los valores actuales todavía siguen siendo elevados en términos históricos. Además, en comparación con los niveles observados justo antes de la quiebra de Lehman Brothers, la volatilidad implícita actual de los mercados de renta fija en la zona del euro es bastante similar, mientras que en Estados Unidos se encuentra alrededor de 4 puntos porcentuales por debajo de dichos niveles. La volatilidad implícita de los mercados de renta variable muestra el mismo patrón, lo que parece indicar que la inquietud de los participantes en los mercados se centra más ahora en los acontecimientos en la zona del euro. En consonancia con el reciente aumento de la aversión de los inversores al riesgo, la demanda de activos refugio (aproximada por las primas de liquidez todavía altas de la deuda pública de Alemania a diez años en relación con las de los bonos de institutos públicos de financiación) se elevó notablemente durante el período analizado, hasta alcanzar niveles no observados desde marzo de 2009, lo que sugiere que es posible que el sentimiento general de los mercados de renta fija haya vuelto a experimentar un deterioro significativo.

Durante el período de referencia, los diferenciales de rendimiento de la deuda soberana a diez años frente a la de Alemania se ampliaron en Italia, Francia y España, entre 20 y 40 puntos básicos, mientras que permanecieron prácticamente estables en Austria, Bélgica, Irlanda y Países Bajos. No obstante, en el período analizado, estos diferenciales se redujeron en Grecia y Portugal, en unos 150 puntos básicos, y en Finlandia, en 10 puntos básicos. Con la excepción de Francia, los rendimientos de los bonos a largo plazo disminuyeron en los países de la zona del euro con calificación AAA, posiblemente también como consecuencia de un nuevo incremento de la prima de liquidez, debido a las tensiones de los mercados en algunos países de la zona.

El rendimiento de la deuda pública a cinco años de la zona del euro indiciada a la inflación aumentó unos 10 puntos básicos en el período de referencia, hasta situarse en el -0,4 %, mientras que el correspondiente a la deuda pública a diez años descendió alrededor de 20 puntos básicos, hasta situarse en el 0,4 % el 2 de mayo (véase gráfico 14). Como consecuencia de la distinta evolución de los rendimientos nominales y reales a cinco y a diez años, las tasas de inflación implícitas *forward* (a cinco años dentro de cinco años) de la zona se incrementaron en torno a 30 puntos básicos, hasta alcanzar el 2,3 % en el período considerado (véase gráfico 15). No obstante, la mayor parte de esta subida se debió a factores técnicos, a saber, el vencimiento de un bono indiciado a la inflación y su sustitución por una emisión más reciente. De hecho, el tipo *swap* indiciado a la inflación con el mismo horizonte temporal se mantuvo casi sin cambio en el 2,4 % en ese período, respaldando así también, indirectamente, la

Gráfico 14 Rendimiento de los bonos cupón cero indiciados 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.

Notas: 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.

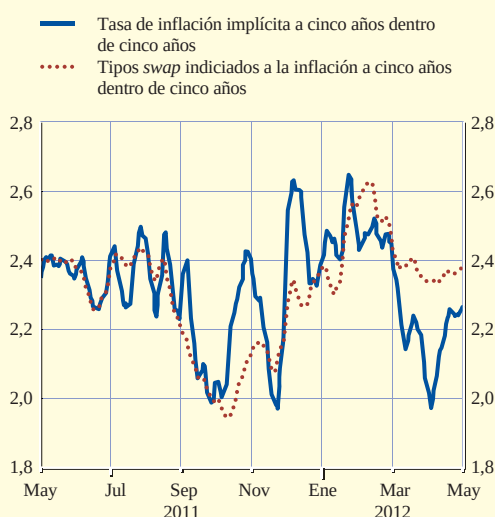
valoración de que las expectativas de inflación no variaron significativamente en el período analizado. En conjunto, si se tienen en cuenta no solo la volatilidad y las distorsiones de los mercados en un entorno de elevadas primas de liquidez, sino también las primas de riesgo de inflación, los indicadores 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). La estructura temporal de los tipos *forward* existente el 2 de mayo era bastante similar a la observada a finales de marzo.

Entre el 3 de abril y el 2 de mayo, los diferenciales de los valores de renta fija privada con calificación de grado de inversión emitidos por las sociedades no financieras (en comparación con el índice Merrill Lynch EMU de deuda pública con calificación AAA) disminuyeron en el caso de los emisores que tenían una calificación intermedia (entre 2 y 13 puntos básicos), mientras que aumentaron en el caso de los emisores con calificación AAA y BBB– (alrededor de 6 puntos básicos). En el mismo período, los diferenciales de los valores de renta fija privada con calificación de grado de inversión emitidos por las sociedades financieras se redujeron para los emisores con calificación AAA y AA– (8 y 13 puntos básicos, respectivamente), mientras que se ampliaron para las categorías de calificación A y BBB– (unos 10 y unos 60 puntos básicos, respectivamente).

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

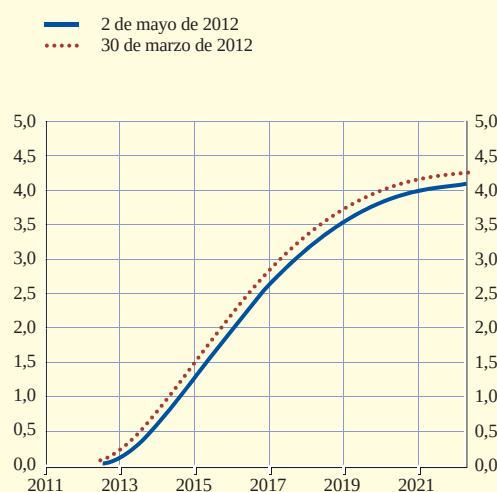
(porcentajes; datos diarios de medias móviles de cinco días; datos desestacionalizados)



Fuentes: Thomson Reuters y cálculos del BCE.
Notas: 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 pública de la zona del euro con calificación AAA con una curva combinada de rendimientos reales obtenida a partir de la deuda pública indicia a la inflación de Francia y Alemania.

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).
Notas: 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

No se han publicado nuevos datos antes de la fecha de cierre del presente Boletín Mensual. En febrero de 2012, los tipos de interés aplicados por las IFM a los depósitos descendieron ligeramente. Al mismo tiempo, los tipos de interés de los préstamos a corto plazo se redujeron en la mayor parte de las categorías y plazos, mientras que la evolución ha sido más dispar en el caso de los tipos de interés aplicados por las IFM a los préstamos a largo plazo.

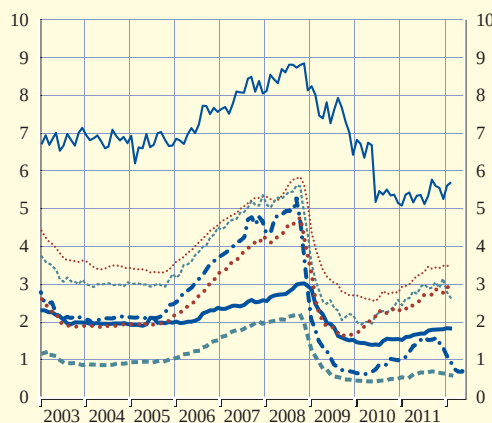
En febrero de 2012, los tipos de interés a corto plazo aplicados por las IFM a los depósitos descendieron ligeramente. Tanto los tipos de interés aplicados a los depósitos a plazo hasta un año de los hogares como los aplicados a los depósitos de las sociedades no financieras registraron una caída de unos 3 puntos básicos (véase gráfico 17).

Al mismo tiempo, también descendieron la mayor parte de los tipos de interés aplicados por las IFM a los préstamos a corto plazo, aunque en distinta medida. Por ejemplo, los tipos de interés de los descubiertos de las sociedades no financieras se redujeron 4 puntos porcentuales. Cabe destacar que los tipos de interés aplicados por las IFM a los préstamos de menor cuantía (es decir, hasta un millón de euros) otorgados a estas sociedades se redujeron 10 puntos básicos, hasta el 4,3%, en febrero de 2012, mientras que los correspondientes a los préstamos de mayor cuantía (es decir, de más de un millón de euros) descendieron 15 puntos básicos, hasta el 2,6%. Esto significa que el diferencial de tipos de interés aplicados por las IFM entre los préstamos de más de un millón de euros otorgados supuestamente a las grandes empresas y los préstamos hasta un millón de euros, concedidos supuestamente a las empresas más pequeñas, siguió aumentando hasta alcanzar un máximo histórico de 160 puntos básicos en febrero. Durante el mismo período, los tipos de interés aplicados por las IFM a los préstamos a hogares para adquisición de vivienda se redujeron solo 5 puntos básicos, mientras que los correspondientes al crédito al consumo aumentaron, de hecho, 10 puntos básicos. Como resultado, y dado que el euríbor descendió unos 14 puntos básicos en febrero de 2012, el diferencial frente a los tipos de interés aplicados por las IFM a los préstamos a hogares para adquisición de vivienda aumentó desde los 237 puntos básicos registrados en enero hasta 246 puntos básicos en febrero, mientras que el diferencial frente a los tipos de interés aplicados a los préstamos a corto plazo de más de un millón de euros concedidos a las sociedades no financieras prácticamente no experimentó variación (gráfico 18).

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
- Crédito a hogares para adquisición de vivienda a tipo flexible y hasta un año de fijación del tipo inicial
- - - Crédito 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.

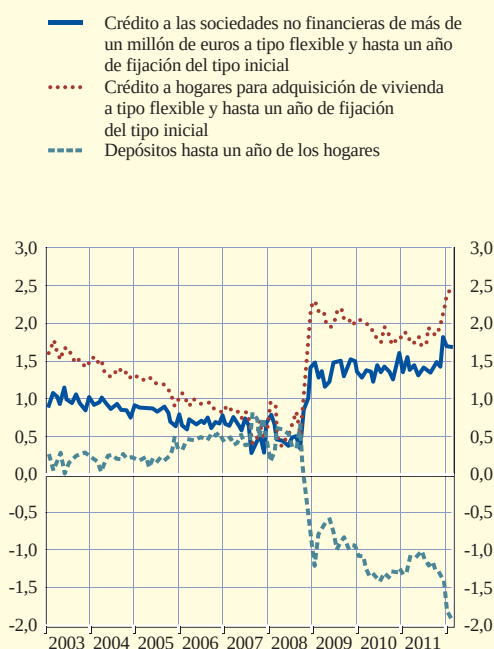
Nota: Es posible que los datos a partir de junio de 2010 no sean totalmente comparables con los anteriores a esa fecha, debido a los cambios metodológicos derivados de la aplicación de los Reglamentos BCE/2008/32 y BCE/2009/7 (por el que se modifica el Reglamento BCE/2001/18).

Considerando la evolución desde una perspectiva de más largo plazo, se observa que durante el último ciclo completo de relajación de la política monetaria (entre octubre de 2008 y marzo de 2010) se produjo una transmisión significativa de las variaciones de los tipos de interés de mercado a los tipos aplicados por las entidades de crédito a los préstamos y créditos. Durante la mayor parte de 2011, los tipos de los préstamos concedidos por las IFM se incrementaron ligeramente, como consecuencia, en gran medida, del aumento del riesgo de crédito y del deterioro de las condiciones de financiación de las entidades de crédito en un contexto de agudas tensiones en los mercados de financiación de dichas entidades y de considerables necesidades de desapalancamiento. Más recientemente, las señales de relajación probablemente reflejen los recortes de los tipos de interés oficiales del BCE en noviembre y diciembre de 2011, así como la provisión de liquidez al sistema bancario a través de dos OFPML a tres años.

Por lo que respecta a los vencimientos a más largo plazo, la panorámica general que presenta la evolución más reciente de los tipos de interés de los préstamos concedidos por las IFM parece estar empañada por cierto grado de volatilidad en algunas de las series. 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 situaron en el 3,7% en febrero de 2012, lo que representa un fuerte repunte con respecto a enero, pero prácticamente ninguna variación en comparación con los meses anteriores. Al mismo tiempo,

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)

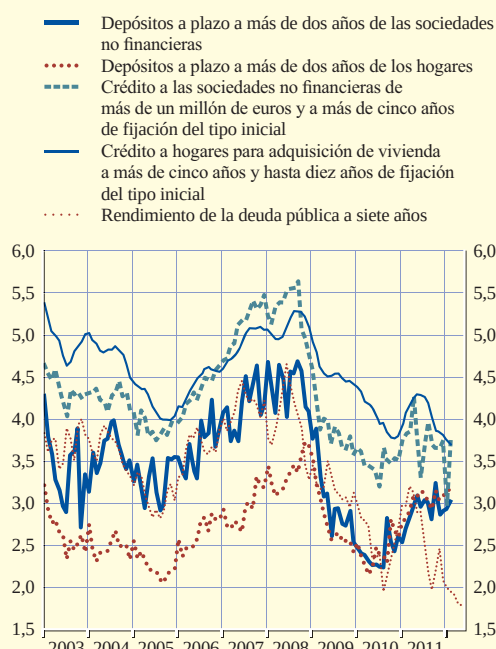


Fuente: BCE.

Notas: Los diferenciales de los créditos 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).

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).

los tipos de interés de los préstamos de las IFM de hasta un millón de euros solo aumentaron ligeramente, es decir, 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 experimentaron un ligero descenso, de unos 5 puntos básicos (véase gráfico 19).

Hasta febrero de 2012, los diferenciales con respecto al rendimiento de la deuda pública a siete años con calificación AAA tendieron a aumentar, debido, en parte, a la presión a la baja sobre los rendimientos de la deuda pública con la misma calificación, provocada por la búsqueda de activos más seguros. En febrero, el diferencial entre los tipos de interés aplicados a los préstamos a largo plazo (de más de diez años) para adquisición de vivienda concedidos a los hogares y el rendimiento de la deuda pública a siete años con calificación AAA se mantuvo prácticamente estable en 200 puntos básicos. En el caso de las sociedades no financieras, el diferencial correspondiente para los préstamos de hasta un millón de euros se incrementó unos 10 puntos básicos, hasta situarse en 226 puntos básicos.

Desde una perspectiva de más largo plazo, los tipos de interés de los préstamos a largo plazo 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 a los 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.

2.6 MERCADOS DE RENTA VARIABLE

Entre finales de marzo y el 2 de mayo de 2012, las cotizaciones bursátiles retrocedieron un 6,5% en la zona del euro y un 0,5% en Estados Unidos. La caída del precio de las acciones en las dos principales áreas económicas se produjo en un contexto en el que los datos publicados apuntaban a un cierto deterioro de las perspectivas a corto plazo y a un nuevo aumento de la incertidumbre económica y financiera a escala mundial. El comportamiento de las cotizaciones bursátiles en la zona del euro fue consecuencia también de un moderado incremento de las tensiones en los mercados financieros de la zona del euro, así como de la preocupación acerca de la evolución presupuestaria y de la incertidumbre política en varios países de la zona. En la zona del euro, las cotizaciones del sector financiero registraron un descenso mucho más acusado que el índice general, mientras que, en Estados Unidos, el retroceso del índice general se debió casi por igual a las pérdidas registradas en los sectores financiero y no financiero. La incertidumbre de los mercados bursátiles, medida por la volatilidad implícita, aumentó en la zona del euro, hasta alcanzar los niveles prevalecientes a comienzos de 2012.

Entre finales de marzo y el 2 de mayo de 2012, las cotizaciones bursátiles de la zona del euro, medidas por el índice Dow Jones EURO STOXX amplio, descendieron un 6,5%, mientras que las de Estados Unidos, medidas por el índice Standard & Poor's 500, cayeron un 0,5% (véase gráfico 20). En Japón, las cotizaciones, medidas por el índice Nikkei 225, también cedieron un 7% durante el mismo período.

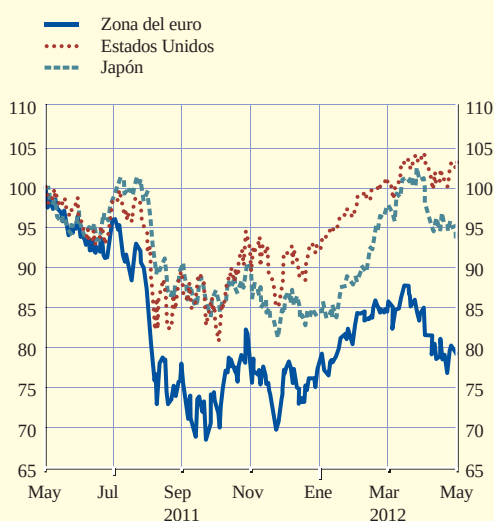
La evolución de las cotizaciones bursátiles en las dos principales áreas económicas no fue uniforme en abril. Tras haber descendido en ambas áreas hasta el 10 de abril, en lo que restaba del período considerado el precio de las acciones se estabilizó en la zona del euro, mientras que aumentó en Estados Unidos, especialmente en la última semana de abril. La evolución dispar de las cotizaciones en las dos áreas económicas durante la segunda parte de abril reflejó, entre otros factores, una mayor preocupación en los mercados por la evolución presupuestaria y la incertidumbre política en algunos países de la zona del euro. Los efectos esperados de la revisión efectuada por una agencia de calificación crediticia de las calificaciones de un gran número de bancos europeos podría explicar, en parte, el comportamiento del sector financiero de la zona del euro, que fue mucho peor que el del sector financiero de Estados Unidos.

El descenso del precio de las acciones en abril y en mayo fue generalizado en la zona del euro, registrándose pérdidas en la mayoría de los países, tanto en el sector financiero como en el no financiero. En la zona en su conjunto, el subíndice financiero del mercado bursátil, que cayó en torno a un 10 % en el período considerado, tendió a adelantar los movimientos del índice general. En Estados Unidos, por el contrario, la evolución de los subíndices financiero y no financiero fue mucho más igual, registrándose un retroceso de 1,5 % y de 0,5 %, respectivamente.

La incertidumbre del mercado bursátil, medida por la volatilidad implícita, aumentó hasta el 20 de abril en la zona del euro, pero después tendió a estabilizarse, alcanzando un 23 % el 2 de mayo. En cambio, en Estados Unidos, la volatilidad implícita en este mercado se mantuvo prácticamente estable, en torno al 15 %, durante el período considerado. No obstante, a diferencia de lo ocurrido en la zona del euro, tendió a registrar amplias fluctuaciones en torno a este nivel en la segunda parte de abril. En ambas áreas

Gráfico 20 Índices bursátiles

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

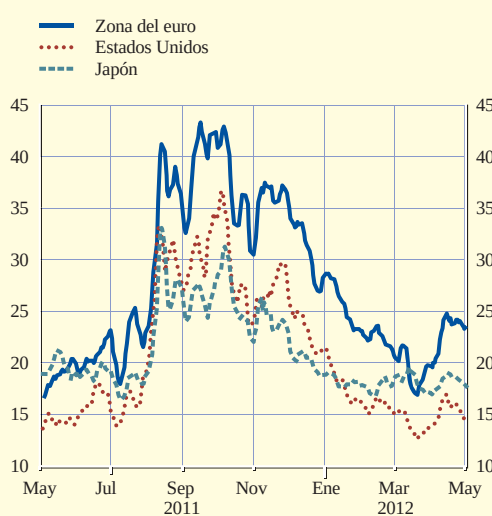


Fuentes: Thomson Reuters.

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

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.

económicas, los niveles actuales de incertidumbre en los mercados de renta variable son similares a los prevalecientes a principios de 2012 (véase gráfico 21). En la zona del euro, la caída de las rentabilidades bursátiles se produjo en un entorno de aumento de la volatilidad implícita del índice bursátil amplio. No ha sido habitual en el período reciente una evolución tan correlacionada de las rentabilidades bursátiles y las percepciones de riesgo esperadas, dado el papel fundamental desempeñado también por los cambios en la aversión al riesgo. Efectivamente, estos cambios en la aversión al riesgo a escala mundial (aproximada por la diferencia entre el índice VIX y la volatilidad realizada del índice bursátil general de Estados Unidos) y en las percepciones de riesgo en las dos principales áreas económicas desde mediados de 2011 han estado ligados a la evolución de las rentabilidades bursátiles.

Recuadro 4

RESULTADOS DE LA «ENCUESTA SOBRE EL ACCESO A LA FINANCIACIÓN DE LAS PEQUEÑAS Y MEDIANAS EMPRESAS DE LA ZONA DEL EURO»: OCTUBRE 2011-MARZO 2012

En este recuadro se presentan los principales resultados de la sexta ronda de la «Encuesta sobre el acceso a la financiación de las pequeñas y medianas empresas (pymes) de la zona del euro»¹. En la encuesta, que se realizó entre el 29 de febrero y el 29 de marzo de 2012, participaron 7.511 empresas, de las que 6.969 (es decir, el 93 %) tenían menos de 250 empleados (y, por tanto, se clasifican como pymes). El recuadro facilita información fundamentalmente sobre los cambios en la situación financiera, las necesidades de financiación y el acceso a la financiación de las pymes de la zona del euro, en comparación con las grandes empresas, registrados en los seis meses anteriores (esto es, de octubre de 2011 a marzo de 2012)².

Deterioro general de la situación financiera de las pymes durante el período de referencia

En el período comprendido entre octubre de 2011 y marzo de 2012, que se caracterizó por el debilitamiento de la actividad económica en la zona del euro en comparación con los seis meses anteriores, la situación financiera de las pymes de la zona se deterioró. En general, al ser preguntadas por su principal motivo de preocupación, la mayor parte de las pymes encuestadas mencionaron «encontrar clientes» (el 27 %, lo que representa un aumento con respecto al 23 % de la ronda anterior de la encuesta). La importancia del «acceso a la financiación» prácticamente no se modificó como motivo de preocupación para las pymes de la zona del euro (el 17 % mencionó este factor, en comparación con el 16 % de la ronda previa), permaneciendo por debajo del máximo alcanzado en el segundo semestre de 2009 (el 19 %), mientras que este factor se consideró menos problemático para las grandes empresas. En comparación con estas últimas, la situación financiera de las pymes siguió planteando más dificultades.

En el período al que se refería la encuesta, un porcentaje neto³ del 2 % de las pymes de la zona del euro indicó una reducción de la cifra de negocios, lo que representa un deterioro en comparación con los seis meses anteriores, cuando las pymes señalaron, en general, un aumento de esta cifra (el 9 %; véase gráfico A). Además, en conjunto, un porcentaje más elevado (el 27 %) que en la ronda anterior de la encuesta (el 15 %) de pymes de la zona indicó un descenso de los beneficios y un incremento de los costes laborales y de otros costes de los bienes intermedios (el 46 % y el 67 %, respectivamente, frente al 43 % y el 59 % de la ronda previa de la encuesta), lo que probablemente sea reflejo, en

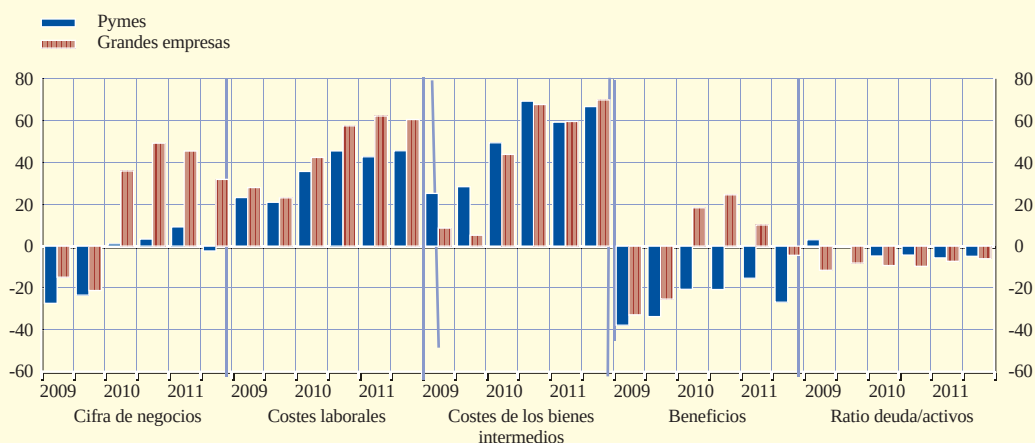
1 El 27 de abril de 2012 se publicó un informe exhaustivo, cuadros estadísticos detallados y desgloses adicionales en el apartado Monetary and financial statistics/Surveys/Access to finance of SMEs, de la sección «Statistics» del sitio web del BCE.

2 La encuesta anterior se refería al período comprendido entre abril y septiembre de 2011.

3 El porcentaje neto se refiere a la diferencia entre el porcentaje de empresas que ha indicado una mejora y las que han señalado un deterioro.

Gráfico A Indicadores de la situación financiera de las empresas de la zona del euro

(variación con respecto a los seis meses anteriores; porcentaje neto de encuestados)



Fuente: Encuesta del BCE y de la Comisión Europea sobre el acceso a la financiación de las pequeñas y medianas empresas de la zona del euro.
 Nota: El porcentaje neto se refiere a la diferencia entre el porcentaje de empresas que ha indicado una mejora de un factor determinado y el de las que han señalado un deterioro.

particular, de las subidas de los precios de la energía. Las grandes empresas también señalaron, en general, un descenso de los beneficios por primera vez desde el segundo semestre de 2009 (el 4%, frente a un incremento neto del 10% en la encuesta anterior). No obstante, el porcentaje neto fue mucho menor que en el caso de las pymes. Por otra parte, en general, las grandes empresas continuaron indicando un aumento de la cifra de negocios, aunque el porcentaje neto fue inferior que en los seis meses precedentes (el 32%, frente al 45%).

Las pymes de la zona del euro señalaron que la ratio de deuda en relación con los activos había vuelto a reducirse ligeramente (el 5%, en comparación con el 6% de la encuesta anterior). Este descenso refleja la persistente necesidad de desapalancamiento de unos niveles de endeudamiento considerables, pero también una disminución de la disponibilidad de financiación mediante deuda en el período al que se refería la encuesta. El apalancamiento de las grandes empresas también siguió descendiendo (en términos netos, el 6% de las grandes empresas mencionó este factor, en comparación con el 7% de la ronda anterior de la encuesta), de manera similar a lo que se indicó para las pymes.

Ligero aumento de las necesidades de financiación externa de las pymes de la zona del euro

La necesidad de préstamos bancarios y de realizar descubiertos en cuenta de las pymes de la zona del euro aumentó ligeramente en comparación con los seis meses anteriores (el 8% y el 14%, respectivamente, frente al 5% y el 10%), posiblemente como consecuencia de la caída de los beneficios, mientras que la necesidad de crédito comercial se mantuvo prácticamente igual (el 5%, en comparación con el 4%; véase gráfico B). Aunque, en general, las pymes señalaron una mayor necesidad de financiación externa, esto no quedó reflejado en su necesidad de financiación de la inversión en capital fijo o de existencias y capital circulante, que continuó siendo similar a la de los seis meses anteriores (el 11%, en comparación con el 12%, en ambos casos). Aparte de las necesidades de financiación externa resultantes de la menor disponibilidad de fondos internos (en conjunto, el 7%, en comparación con el 6% de la ronda anterior de la encuesta), la mayor necesidad de financiación externa mencionada por las pymes también puede deberse a una demanda de fondos por motivos de

precaución, en particular porque el período al que se refería la encuesta, de octubre de 2011 a marzo de 2012, se caracterizó, en cierta medida, por una elevada incertidumbre en torno a las fuentes de financiación (bancaria) disponibles. Como las pymes tienen una fuerte dependencia de los préstamos bancarios, esto puede haber sido especialmente importante para ellas.

Las grandes empresas también indicaron, en general, un aumento de la necesidad de préstamos bancarios (el 9%, frente al 6%), pero no de realizar descubiertos en cuenta ni de crédito comercial (el 5% y el 8%, en comparación con el 7% y el 9%, respectivamente).

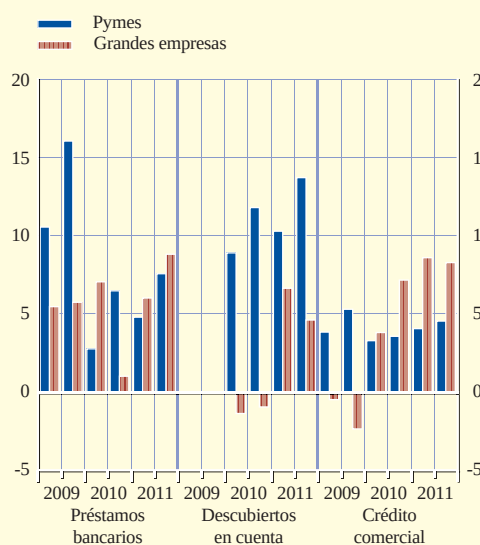
Deterioro de la disponibilidad de financiación externa entre octubre de 2011 y marzo de 2012

Entre octubre de 2011 y marzo de 2012, las pymes percibieron un deterioro adicional de la disponibilidad de préstamos bancarios (el 20%, en términos netos, frente al 14% de la encuesta anterior; véase gráfico C). No obstante, el grado de deterioro indicado es menor que el observado en 2009 (en torno al 30%). En cuanto a otras fuentes de financiación externa, las pymes también señalaron que la posibilidad de realizar descubiertos y la disponibilidad de crédito comercial habían vuelto a deteriorarse.

La evolución de las condiciones de la financiación mediante préstamos bancarios fue dispar. Aunque el porcentaje neto de pymes que señaló un aumento de los tipos de interés siguió siendo elevado (el 42%), descendió de manera significativa en comparación con los seis meses anteriores (el 54%). Al mismo

Gráfico B Necesidades de financiación externa de las empresas de la zona del euro

(variación con respecto a los seis meses anteriores; porcentaje neto de encuestados)

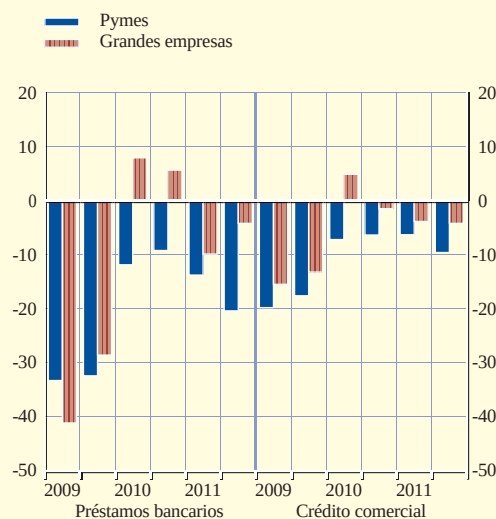


Fuente: Encuesta del BCE y de la Comisión Europea sobre el acceso a la financiación de las pequeñas y medianas empresas de la zona del euro.

Notas: El porcentaje neto se refiere a la diferencia entre el porcentaje de empresas que ha indicado un aumento de las necesidades de financiación y las que han señalado una reducción. No se dispone de los datos sobre descubiertos en cuenta (que también incluyen líneas y tarjetas de crédito) correspondientes a las dos primeras rondas de la encuesta.

Gráfico C Disponibilidad de financiación externa para las empresas de la zona del euro

(variación con respecto a los seis meses anteriores; porcentaje neto de empresas que han solicitado financiación externa)



Fuente: Encuesta del BCE y de la Comisión Europea sobre el acceso a la financiación de las pequeñas y medianas empresas de la zona del euro.

Nota: El porcentaje neto se refiere a la diferencia entre el porcentaje de empresas que ha indicado una mejora de la disponibilidad y las que han señalado un deterioro.

tiempo, por lo que respecta a las condiciones no relacionadas con el precio, en las que el grado de deterioro fue menor, en general, las pymes indicaron, por ejemplo, que en conjunto se había producido un nuevo incremento, aunque moderado, de las garantías solicitadas (el 36 %, en comparación con el 33 %).

El deterioro de la disponibilidad de préstamos bancarios fue mucho menos pronunciado para las grandes empresas (el 4 %, en términos netos, frente al 10 %). Esto puede deberse a una disminución de la percepción de riesgo de los préstamos bancarios concedidos a las grandes empresas y/o a una mayor capacidad de negociación de estas empresas.

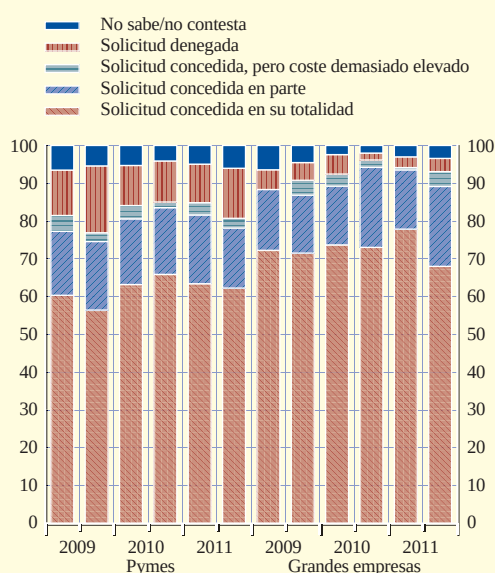
Aumento de la denegación de solicitudes de préstamos bancarios de las pymes

Si se consideran los resultados de las solicitudes de préstamos bancarios presentadas por las pymes entre octubre de 2011 y marzo de 2012, el 13 % indicó que su solicitud había sido denegada (lo que representa un aumento con respecto al 10 % de la encuesta anterior; véase gráfico D). Este es el porcentaje más elevado registrado desde el máximo del 18 % del segundo semestre de 2009 y, por tanto, refleja las dificultades de acceso a los préstamos bancarios afrontadas por las pymes durante el período analizado. Al mismo tiempo, el 62 % (prácticamente sin variación con respecto al 63 % de la encuesta anterior) de las pymes encuestadas señaló que se le había concedido la totalidad del importe solicitado (en comparación con el mínimo del 56 % del segundo semestre de 2009). En cambio, el porcentaje de casos en los que solo se concedió parte del importe solicitado descendió hasta el 16 %, en comparación con el 18 % de la encuesta previa, el porcentaje más bajo registrado desde que comenzó a realizarse esta encuesta en 2009. Esto puede deberse a que las entidades de crédito aplicaron una política crediticia muy prudente, en particular en lo que respecta a los préstamos de mayor riesgo, y solo concedieron en parte las solicitudes de préstamo, lo que posiblemente esté relacionado con la falta de activos que aportar como garantía. En cuanto a los descubiertos en cuenta, las pymes también señalaron un aumento de la tasa de solicitudes denegadas (hasta el 14 %, frente al 10 % de la encuesta anterior).

En el caso de las grandes empresas, la tasa de solicitudes de crédito bancario denegadas siguió siendo más reducida (sin variación, en el 3 %). Sin embargo, la aceptación de solicitudes disminuyó sustancialmente, hasta el 68 % (frente al 78 %), el valor más bajo desde que comenzó a efectuarse la encuesta en 2009. Por el contrario, el porcentaje de solicitudes de préstamos bancarios aceptadas solo en parte aumentó (hasta el 21 %, desde el 16 % de la encuesta anterior), lo que también tiende a confirmar que es posible que las entidades de crédito estén realizando un seguimiento más estrecho de las solicitudes de préstamo con el fin de diferenciarlas.

Gráfico D Resultados de las solicitudes de préstamo de las empresas de la zona del euro

(variación con respecto a los seis meses anteriores; porcentaje de empresas que han solicitado préstamos bancarios)



Fuente: Encuesta del BCE y de la Comisión Europea sobre el acceso a la financiación de las pequeñas y medianas empresas de la zona del euro.

Recuadro 5

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

Las cuentas integradas de la zona del euro hasta el cuarto trimestre de 2011, que se publicaron el 30 de abril 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. En el cuarto trimestre de 2011, el debilitamiento económico interrumpió el progresivo reequilibrio sectorial de los déficits/superávits observados durante la fase de recuperación económica: el incremento gradual de la necesidad de financiación de las sociedades no financieras se estabilizó, al moderarse la formación de capital debido a la desacumulación de existencias; la tasa de ahorro de los hogares repuntó ligeramente desde niveles cercanos a los mínimos registrados antes de la crisis, deprimiendo el consumo; y la intensa reducción de los déficits públicos sufrió un parón. Al mismo tiempo, el déficit por cuenta corriente y por cuenta de capital de la zona del euro se convirtió en superávit (en términos desestacionalizados). En el trimestre considerado, el patrimonio neto de los hogares disminuyó, en tasa interanual, por primera vez en dos años, mientras que la reducción del despalancamiento de las sociedades no financieras se reanudó.

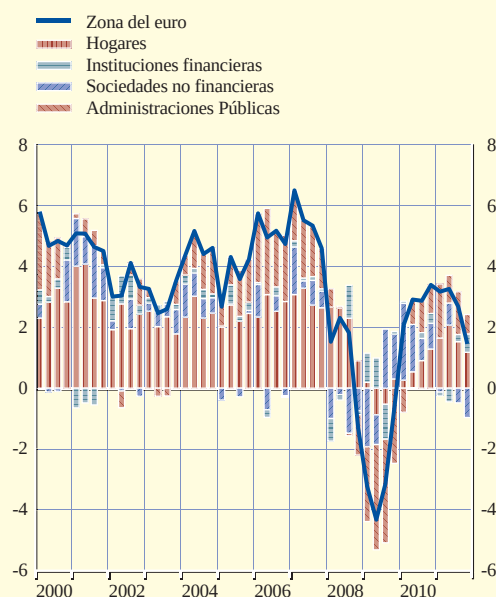
Renta y capacidad/necesidad de financiación de la zona del euro

El crecimiento interanual de la renta bruta disponible de la zona del euro se redujo de forma súbita a la mitad, situándose en el 1,5 % en el cuarto trimestre de 2011, como consecuencia de la desaceleración de la actividad económica (véase gráfico A).

No obstante, dado que la renta de la zona del euro siguió aumentando con más rapidez que el consumo total (que incluye un crecimiento del consumo público reducido), el ahorro bruto continuó creciendo en el cuarto trimestre de 2011, aunque a un menor ritmo. En este trimestre, se incrementó el ahorro de los hogares, mientras que el desahorro del sector público se redujo de nuevo, aunque con más lentitud que en trimestres anteriores. Los beneficios no distribuidos de las sociedades no financieras cayeron de forma pronunciada en el cuarto trimestre (-9,7%, en tasa interanual), mientras que los de las instituciones financieras aumentaron. El crecimiento de la formación de capital fijo volvió a disminuir, hasta el 1,8 % en el cuarto trimestre de 2011, principalmente como resultado de una menor inversión empresarial (tanto de las sociedades no financieras como de las instituciones financieras), y la inversión pública continuó contrayéndose. Además, la desaceleración de la reposición de existencias que se había observado desde mediados de 2011 cobró fuerza en el cuarto trimestre, pasando a convertirse en

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

(tasa de variación interanual; contribuciones en puntos porcentuales)



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

Fuentes: Eurostat y BCE.

una desacumulación moderada, por lo que las existencias contribuyeron en $-0,4$ puntos porcentuales a la tasa de crecimiento interanual del PIB nominal en el cuarto trimestre de 2011, tras los $0,2$ puntos porcentuales del tercer trimestre². Como consecuencia, la formación bruta de capital se desaceleró de forma acusada y registró un ligero descenso interanual en el cuarto trimestre ($-0,2\%$, en tasa interanual).

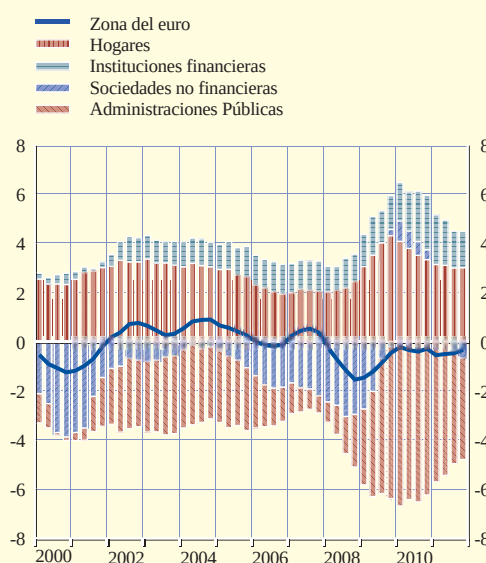
Dado que el crecimiento del ahorro total fue mayor que el de la inversión total, la capacidad/necesidad de financiación de la zona del euro volvió a mejorar y se convirtió en superávit (mientras que siguió registrando un déficit del $0,3\%$ del PIB en flujos acumulados de los cuatro últimos trimestres), debido al paso de déficit a superávit en la balanza por cuenta corriente en el cuarto trimestre de 2011 en términos desestacionalizados. Esta evolución se debe, principalmente, a la mejora de la demanda exterior neta. Desde un punto de vista sectorial, refleja, fundamentalmente, un aumento de la capacidad de financiación de los hogares y una reducción limitada del déficit público. La capacidad de financiación de las sociedades no financieras se estabilizó, al compensarse el descenso de la formación de capital con una reducción del ahorro (véase gráfico B). Por lo que se refiere a la financiación, en el cuarto trimestre las operaciones transfronterizas se estancaron, con un descenso de los depósitos interbancarios y una venta, por parte del sector no residente, de valores distintos de acciones emitidos por el sector residente, en un contexto de 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* volvió a disminuir (hasta el $1,8\%$, en tasa interanual) en el cuarto trimestre de 2011, debido a un crecimiento más lento de la remuneración de los asalariados, del excedente bruto de explotación y de la renta mixta, así como de las rentas de la propiedad netas, a pesar de un efecto menos negativo de la carga fiscal (renta de los hogares procedente de flujos de renta con las Administraciones Públicas: transferencias sociales netas y pago de impuestos). Como resultado de la inflación provocada por las subidas de los precios de consumo, la renta de los hogares se redujo significativamente en términos reales por segundo trimestre consecutivo, hasta el $-0,6\%$, en tasa interanual (véase gráfico C). El consumo privado cayó aún más, al aumentar los hogares su ahorro en respuesta a la intensificación de la incertidumbre, a la contención fiscal, a las adversas perspectivas de empleo en algunos países, a la caída de los mercados bursátiles y a la debilidad de los precios de la vivienda. Por consiguiente, su tasa de ahorro, en términos desestacionalizados, repuntó en cierta medida, hasta situarse en el $13,7\%$ (véase gráfico D). Dada la debilidad de la inversión de capital, se incrementó la capacidad de financiación de los hogares utilizada para hacer frente al pago de sus deudas, ya que la tasa de crecimiento de la financiación de los

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

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



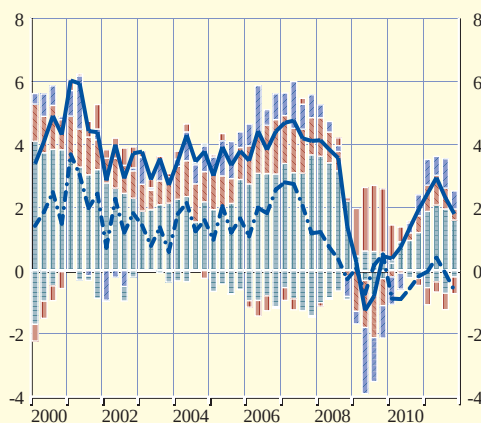
Fuentes: Eurostat y BCE.

² Véase el recuadro titulado «Acumulación de existencias: consideraciones teóricas y evolución reciente» en el presente Boletín Mensual.

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

(tasas de variación interanual; contribuciones en puntos porcentuales)

- Renta bruta disponible
- ▨ Prestaciones sociales netas de cotizaciones
- ▨ Impuestos directos
- ▨ Rentas de la propiedad netas
- ▨ Excedente bruto de explotación y renta mixta
- ▨ Remuneración de los asalariados
- Renta bruta disponible, en términos reales

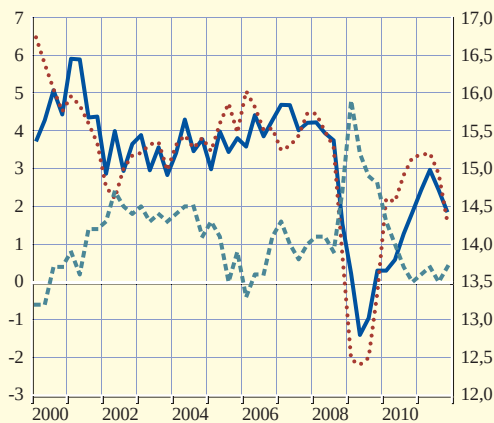


Fuentes: Eurostat y BCE.

Gráfico D Crecimiento de la renta y del consumo de los hogares, y tasa de ahorro

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

- Crecimiento de la renta de los hogares (escala izquierda)
- ... Crecimiento del consumo nominal (escala izquierda)
- - - Tasa de ahorro desestacionalizada (escala derecha)



Fuentes: Eurostat y BCE.

hogares siguió disminuyendo. La acumulación de activos financieros se redujo aún más, observándose desplazamientos de cartera desde productos intermediados (depósitos, reservas técnicas de seguro) y acciones y otras participaciones hacia valores distintos de acciones emitidos principalmente por instituciones financieras de algunos países sometidos a tensiones. La riqueza neta de los hogares cayó, en tasa interanual, por primera vez en dos años, dado que las pérdidas registradas en la cartera de acciones superaron el ahorro neto, mientras que la ratio de desapalancamiento (es decir, la deuda en relación con los activos) de los hogares se mantuvo en niveles máximos (14,5%).

El excedente bruto de explotación de las *sociedades no financieras* volvió a disminuir notablemente en el cuarto trimestre de 2011, hasta quedar estancado, en términos interanuales, al desacelerarse el valor añadido de forma más pronunciada que los salarios. Como las sociedades no financieras aceleraron la distribución de dividendos y los pagos del impuesto de sociedades fueron más elevados, su ahorro (es decir, los beneficios no distribuidos) cayó un 9,7%, en tasa interanual, desde niveles elevados. Sin embargo, la necesidad de financiación de las sociedades no financieras se mantuvo básicamente estable en los últimos trimestres, al reducirse sustancialmente también los gastos de capital, en un contexto de crecimiento más lento de la formación de capital y de un cambio significativo desde la reposición a la desacumulación de existencias (véase gráfico E). La financiación consolidada de las sociedades no financieras siguió siendo sólida, y la financiación en los mercados compensó nuevamente la debilidad del crédito bancario, sobre todo de los préstamos a corto plazo, en un contexto de desacumulación de existencias. Estas sociedades continuaron acrecentando sus amplias reservas de liquidez (cifradas en 2,7 billones de euros). Al mismo tiempo, la financiación intrasectorial (crédito comercial y crédito concedido por otras sociedades no financieras, que, en conjunto, representan el 40% de la deuda sin consolidar de estas sociedades) aumentó, proporcionando de nuevo un colchón frente a la reaparición

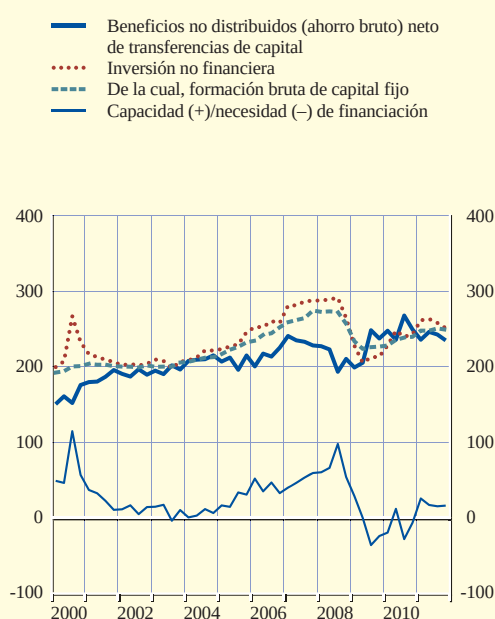
de restricciones de financiación bancaria (véase gráfico F). La reducción gradual del apalancamiento observada desde mediados de 2009 se reanudó en el cuarto trimestre, tras una breve interrupción.

En el cuarto trimestre de 2011, se interrumpió la reducción relativamente rápida de los déficits de las *Administraciones Públicas*, en términos desestacionalizados, que se había observado desde el primer trimestre de 2010 (aunque, en flujos acumulados de los cuatro últimos trimestres, todavía cayó hasta el 4,1 % del PIB en el cuarto trimestre, desde el 4,6 % del tercer trimestre y un máximo del 6,7 % en el primer trimestre de 2010). Esta evolución se debió, sobre todo, a una disminución de los ingresos de las Administraciones Públicas (IVA, impuesto directo sobre los hogares y las sociedades financieras) como consecuencia del impacto de los estabilizadores automáticos en una economía cada vez más débil. El crecimiento interanual del gasto total siguió siendo contenido, cercano al 1 % (en términos nominales, excluidas las transferencias de capital), debido al efecto de las considerables y sostenidas medidas de consolidación (por ejemplo, un crecimiento interanual de la remuneración de los asalariados próximo a cero), pese a los significativos aumentos de los pagos por intereses (más del 10 %, en tasa interanual). Las Administraciones Públicas continuaron emitiendo deuda de forma sólida y los bancos y los sectores no residentes redujeron parte de sus tenencias, lo que estaba relacionado en parte con el programa para el mercado de valores del Eurosistema, mientras que los sectores no financieros y otras instituciones financieras fueron compradores netos de deuda pública.

La renta disponible de las *instituciones financieras* aumentó, debido a un fuerte crecimiento de los ingresos netos por dividendos y al continuo crecimiento del valor añadido y de los intereses netos

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

(mm de euros; datos desestacionalizados)



Fuentes: Eurostat y BCE.
Nota: Datos desestacionalizados por el BCE.

Gráfico F Préstamos concedidos por las sociedades no financieras y su crédito comercial pendiente de cobro y de pago

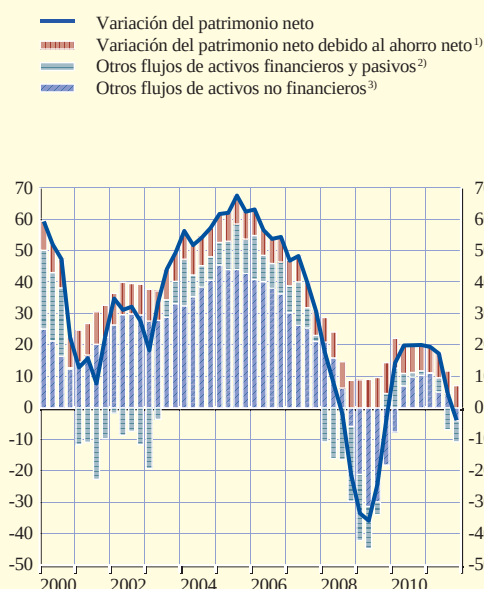
(flujos acumulados de los cuatro últimos trimestres en mm de euros; tasa de variación interanual)



Fuentes: Eurostat y BCE.
Nota: El BCE ha estimado el crédito comercial pendiente de cobro y de pago sobre la base de información parcial.

Gráfico G Variaciones del patrimonio neto de los hogares

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



Fuentes: Eurostat y BCE.

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

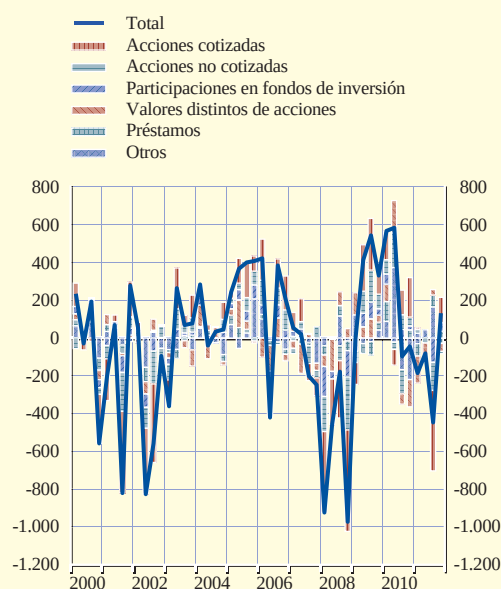
1) Esta variable comprende el ahorro neto, las transferencias de capital recibidas netas y la discrepancia entre las cuentas no financieras y las financieras.

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

(flujos intertrimestrales; mm de euros)



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

obtenidos. A pesar de los cuantiosos beneficios netos no distribuidos (35 mm a 40 mm de euros al trimestre), la emisión de valores de renta variable y la reversión de las pérdidas de capital registradas anteriormente en la cartera de acciones y participaciones, 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) disminuyeron, debido a pérdidas de capital en la cartera de valores distintos de acciones y en pasivos (valores distintos de acciones emitidos y reservas técnicas de seguro, valorados ambas a precios de mercado). Los activos netos de las instituciones financieras también se mantuvieron significativamente por encima de la bajísima valoración de mercado de sus acciones. Las pérdidas de capital en valores distintos de acciones emitidos por las Administraciones Públicas sometidas a tensiones se vieron compensadas en parte por las ganancias obtenidas en otros valores distintos de acciones y en activos denominados en moneda extranjera. En un contexto de presiones de desapalancamiento, el incremento de los balances consolidados de las instituciones financieras siguió siendo moderado, al tiempo que las entidades de crédito se desprendieron de los depósitos interbancarios en el cuarto trimestre de 2011.

Evolución de los balances

En el cuarto trimestre de 2011, el patrimonio neto de los hogares disminuyó, en tasa interanual, por primera vez en dos años, hasta el 4 % de la renta (tras aumentar un 4,7% en el tercer trimestre y un 20,1 % en el cuarto trimestre de 2010). La positiva influencia del ahorro neto (7,2 % de la renta) fue

compensada con creces por las pérdidas de capital registradas por los hogares (11,2 % de la renta), de nuevo en su cartera de activos financieros y, en el trimestre analizado, en su cartera de activos no financieros (principalmente inmobiliarios) (véase gráfico E).

Las instituciones financieras recuperaron una parte significativa de las importantes pérdidas de capital registradas en sus carteras durante los trimestres anteriores, principalmente en la de acciones y otras participaciones (acciones cotizadas, acciones no cotizadas y fondos de inversión, sobre todo de renta variable). Las ganancias de capital (y otros efectos, como reclasificaciones) en otros instrumentos, derivadas fundamentalmente de la apreciación de activos denominados en moneda extranjera (depósitos, préstamos y valores distintos de acciones) se vieron compensadas por pérdidas en la cartera de valores distintos de acciones (valorados todos a precios de mercado en las cuentas de la zona del euro), debido a un fuerte incremento de los rendimientos de la deuda pública.

3 PRECIOS Y COSTES

Según el avance de Eurostat, la inflación interanual medida por el IAPC de la zona del euro fue del 2,6% en abril de 2012, frente al 2,7% de los cuatro meses anteriores. Es probable que la inflación se mantenga por encima del 2% en 2012, debido principalmente a los incrementos de los precios de la energía y a las subidas de los impuestos indirectos. Tomando como base los precios actuales de los futuros sobre materias primas, la inflación interanual debería caer hasta situarse de nuevo por debajo del 2% a principios de 2013. En este contexto, se prestará especial atención a cualquier señal de que los aumentos de los precios de la energía se están transmitiendo a los salarios, a los beneficios y a los mecanismos de fijación de precios en general. No obstante, de cara al futuro, en un entorno de crecimiento moderado de la zona del euro y de expectativas de inflación a largo plazo firmemente ancladas, las presiones subyacentes sobre los precios deberían continuar siendo limitadas. Se considera que los riesgos para las perspectivas de inflación medida por el IAPC en los próximos años siguen estando, en general, equilibrados.

3.1 PRECIOS DE CONSUMO

Según el avance de Eurostat, la inflación medida por el IAPC de la zona del euro fue del 2,6% en abril de 2012, frente al 2,7% de los cuatro meses anteriores (véase cuadro 5). Las subidas de los precios del petróleo y de los impuestos especiales sobre los combustibles en algunos países, así como los efectos de la anterior depreciación del euro, siguen impulsando al alza los precios de la energía, compensando en gran medida los efectos de base negativos procedentes del componente energético.

En marzo de 2012, el último mes para el que se dispone de una desagregación oficial, la inflación no se modificó, ya que la disminución de las tasas de variación interanual de los componentes de energía y alimentos elaborados quedó compensada por el aumento de la tasa correspondiente al componente de bienes industriales no energéticos. La tasa de variación de los componentes de alimentos no elaborados y de servicios no registró cambios.

Si se consideran con más detalle los principales componentes del IAPC, la inflación de la energía cayó hasta el 8,5% en marzo, frente al 9,5% de febrero, como consecuencia de un acusado efecto de base a la baja que compensó con creces el aumento intermensual del 1,6% de los precios de la energía. En

Cuadro 5 Evolución de los precios

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

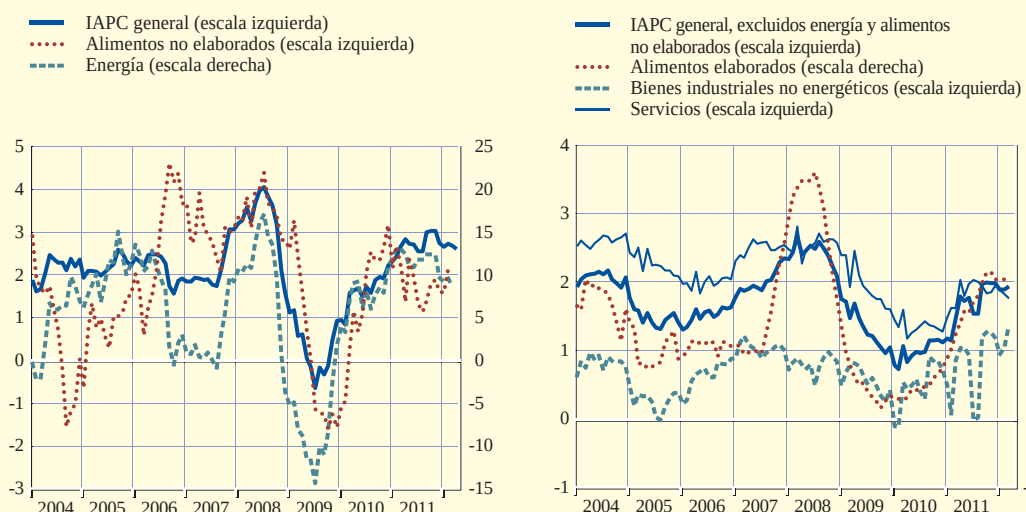
	2010	2011	2011 Nov	2011 Dic	2012 Ene	2012 Feb	2012 Mar	2012 Abr
IAPC y sus componentes								
Índice general ¹⁾	1,6	2,7	3,0	2,7	2,7	2,7	2,7	2,6
Energía	7,4	11,9	12,3	9,7	9,2	9,5	8,5	.
Alimentos no elaborados	1,3	1,8	1,9	1,6	1,6	2,2	2,2	.
Alimentos elaborados	0,9	3,3	4,3	4,1	4,1	4,1	3,9	.
Bienes industriales no energéticos	0,5	0,8	1,3	1,2	0,9	1,1	1,4	.
Servicios	1,4	1,8	1,9	1,9	1,9	1,8	1,8	.
Otros indicadores de precios								
Precios industriales	2,9	5,9	5,4	4,3	3,8	3,6	.	.
Precios del petróleo (euros por barril)	60,7	79,7	81,4	81,7	86,2	89,7	94,2	91,4
Precios de las materias primas no energéticas	44,6	12,2	-1,9	-6,7	-4,6	-7,5	-5,4	-3,9

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

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

Gráfico 22 Desagregación de la inflación medida por el IAPC por principales componentes

(tasas de variación interanual; datos mensuales)



Fuente: Eurostat.

particular, las tasas de variación interanual de los precios de los combustibles líquidos y de los combustibles y lubricantes para vehículos privados disminuyeron en marzo, mientras que las de los precios del gas y de la electricidad prácticamente no registraron variaciones.

La tasa de variación interanual de los precios de los alimentos no elaborados se situó en el 2,2% en marzo, sin variación con respecto al mes precedente, mientras que la de los precios de los alimentos elaborados se redujo hasta el 3,9%, tras haber permanecido en el 4,1% durante los tres meses anteriores. Este descenso reflejó, en particular, la caída de las tasas de variación interanual de los precios del pan y los cereales, así como de los de la leche, el queso y los huevos, ya que los precios del tabaco se incrementaron a un ritmo más rápido.

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 aumentó ligeramente, hasta el 1,6%, en marzo de 2012. La inflación medida por el IAPC excluidos los alimentos y la energía, que está determinada fundamentalmente por factores internos como los salarios, los márgenes y los impuestos indirectos, 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 aumentó desde el 1% registrado en febrero hasta el 1,4% de marzo, debido principalmente al incremento de la tasa de variación de los precios de las prendas de vestir una vez finalizadas las rebajas de invierno. No obstante, la inflación de los servicios se mantuvo estable, en el 1,8%, ya que la reducción de las tasas de variación interanual de los servicios recreativos y personales y de los servicios diversos quedó compensada con el aumento de las tasas de variación interanual de los servicios de comunicación y de transporte.

3.2 PRECIOS INDUSTRIALES

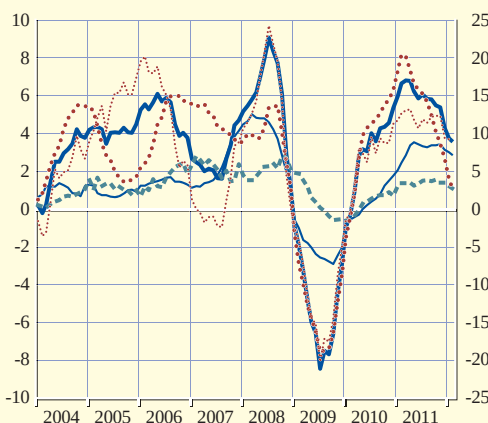
Desde la publicación del *Boletín Mensual* de abril de 2012 no se dispone de nuevos datos sobre precios industriales en la zona de euro en su conjunto. Los datos nacionales disponibles sugieren que los precios industriales (excluida la construcción) de la zona del euro continuaron disminuyendo en marzo de 2012. En febrero, la inflación de estos precios se redujo hasta el 3,6 %, frente al 3,8 % de enero. La tasa de variación interanual de los precios industriales (excluidas la construcción y la energía) cayó hasta el 1,7 % en febrero, desde el 2 % de enero. En las últimas fases de la cadena de producción, la tasa de variación interanual de los precios de consumo de los alimentos descendió hasta el 3,7 % en febrero, frente al 3,9 % del mes precedente. La tasa de variación interanual del componente no alimenticio, que tiende a anticipar la evolución del componente de bienes industriales no energéticos del IAPC, también retrocedió en febrero, hasta el 1,3 %, desde niveles históricamente elevados. Esta disminución, junto con la moderación de la inflación de los precios de importación, indica que las presiones latentes a corto plazo sobre la inflación subyacente de los precios de consumo están remitiendo.

Por lo que respecta al índice de directores de compras, los precios de los bienes intermedios y los de producción cayeron ligeramente en abril, como consecuencia de la débil demanda. En el sector manufacturero, pese a la reciente subida de los precios de las materias primas, el índice de precios de los bienes intermedios se redujo de 57,5 en marzo a 56,2 en abril, la primera disminución desde octubre de 2011. El índice de precios de producción descendió de nuevo de 50,1 a 49,5 durante el mismo período. Actualmente, tanto los precios de los bienes intermedios como los de producción se sitúan en niveles ligeramente inferiores a sus medias de largo plazo. En cuanto a las expectativas sobre precios de venta, el índice general de la encuesta de la Comisión Europea también experimentó un ligero retroceso. Esto confirma la valoración de que, aunque las presiones al final de la cadena de producción están remitiendo,

Gráfico 23 Desagregación de los precios industriales

(tasas de variación interanual; datos mensuales)

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

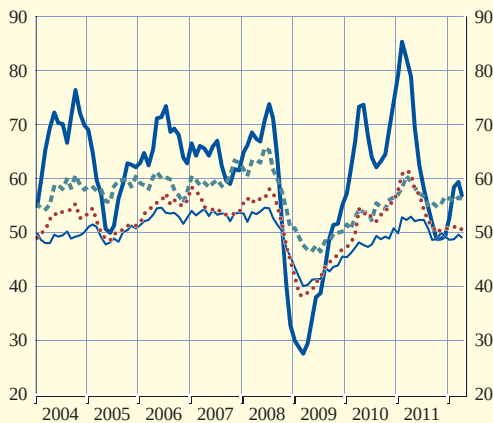


Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

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

(índices de difusión; datos mensuales)

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



Fuente: Markit.

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

están reapareciendo en las primeras fases, impulsadas en particular por las recientes subidas de los precios del petróleo.

3.3 INDICADORES DE COSTES LABORALES

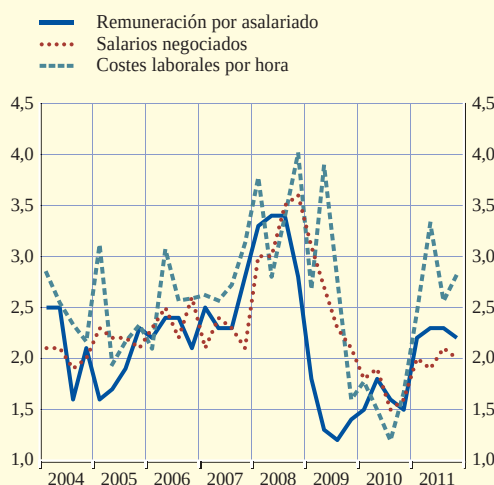
Hasta el verano de 2011, los indicadores de costes laborales de la zona del euro aumentaron gradualmente, en consonancia con la mejora simultánea de la situación en los mercados de trabajo (véanse gráfico 25 y cuadro 6). Posteriormente, la evolución del crecimiento de los salarios mostró algunas señales de estabilización.

La información preliminar disponible sobre los salarios negociados en la zona del euro en febrero confirma la opinión de que es probable que la evolución salarial de la zona sea más moderada en 2012 que en 2011. Los costes laborales por hora se incrementaron ligeramente en el cuarto trimestre de 2011, reflejando fundamentalmente la evolución de la industria y de la construcción. Los costes no salariales continuaron 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 salariales, como el crecimiento de la remuneración por asalariado, se estabilizaron hacia finales de 2011, en un nivel ligeramente superior al de 2010. En consonancia con esta evolución, el crecimiento de los costes laborales unitarios retornó a niveles positivos en 2011, principalmente como consecuencia de que la productividad del trabajo aumentó a un ritmo considerablemente más lento que la remuneración por asalariado. De cara al futuro, las encuestas más recientes apuntan a una nueva disminución 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, teniendo en cuenta las perspectivas de crecimiento bastante débiles y la persistente capacidad productiva sin utilizar en el mercado de trabajo.

Gráfico 25 Indicadores de costes laborales

(tasas de variación interanual; datos trimestrales)



Fuentes: Eurostat, datos nacionales y cálculos del BCE.

Cuadro 6 Indicadores de costes laborales

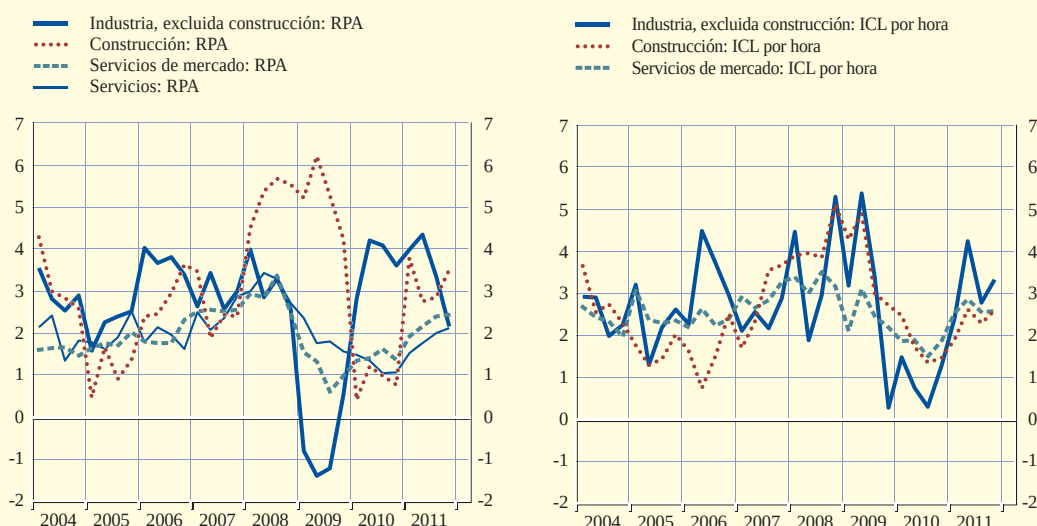
(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

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

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 PRECIOS DE LOS INMUEBLES RESIDENCIALES EN LA ZONA DEL EURO

Los precios de los inmuebles residenciales en la zona del euro descendieron un 0,2%, en términos interanuales, en el cuarto trimestre de 2011, tras haber aumentado alrededor de un 1% en el segundo y en el tercer trimestre. En el recuadro 6 se presenta un análisis más detallado de la evolución reciente de los precios de la vivienda.

Recuadro 6

EVOLUCIÓN RECIENTE DE LOS PRECIOS DE LA VIVIENDA EN LA ZONA DEL EURO¹

Los precios de los inmuebles residenciales en la zona del euro disminuyeron un 0,2%, en términos interanuales, en el cuarto trimestre de 2011, tras haber aumentado alrededor de un 1% en el segundo y en el tercer trimestre (véase gráfico). Los datos más recientes confirman que el crecimiento de los precios de la vivienda ha continuado debilitándose, después de haber registrado una recuperación entre el tercer trimestre de 2009 y el primer trimestre de 2011. En promedio, en 2011, los precios de los inmuebles residenciales en la zona del euro se incrementaron un 1%, lo que representa un ligero descenso con respecto al 1,1% de 2010.

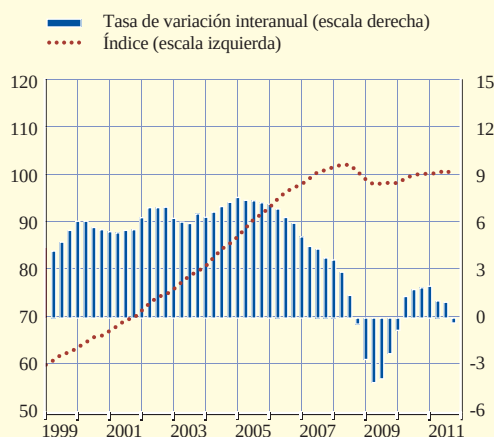
La considerable desviación de los precios de la vivienda con respecto a los fundamentos económicos que se produjo en algunos países antes de la crisis continúa influyendo en la evolución de estos precios.

1 Desde 2010, el BCE elabora un indicador de precios de los inmuebles residenciales en la zona del euro con frecuencia trimestral. En el caso de Italia, las cifras trimestrales se han obtenido de observaciones semestrales (utilizando, entre otros, indicadores trimestrales). Para más detalles, véase el recuadro titulado «Evolución reciente del mercado de la vivienda en la zona del euro», *Boletín Mensual*, BCE, diciembre de 2010.

La nueva desaceleración del crecimiento de los precios de la vivienda en la zona del euro también se debe a la confluencia de distintos factores que están afectando de manera más general a los mercados de la vivienda. Los tipos de interés que aplican las entidades de crédito a los préstamos están en niveles reducidos, pero al mismo tiempo las entidades endurecieron los criterios de aprobación del crédito en el segundo semestre de 2011. Por otra parte, el paro y, por lo tanto, la incertidumbre existente en torno a la renta de los hogares y a la accesibilidad de la vivienda aumentaron de nuevo hacia finales del año. Al mismo tiempo, las tensiones registradas en algunos segmentos de los mercados financieros de la zona del euro pueden haber estimulado la demanda de activos reales en algunas partes de la zona, reflejando la incertidumbre sobre las perspectivas de rentabilidad de los activos financieros.

Precios de los inmuebles residenciales en la zona del euro (en términos nominales)

(índice: 2007 = 100; tasas de variación interanual)



Fuentes: Datos nacionales y cálculos del BCE.

Nota: Para más detalles sobre la elaboración del índice de precios nominales, véase la nota 1 del texto principal.

La evolución más reciente de los precios de la vivienda en la zona del euro sigue ocultando patrones muy diferentes en los distintos países (véase cuadro). Por ejemplo, en Francia, la tasa de crecimiento interanual de los precios de la vivienda se redujo considerablemente en 2011, desde el 7% observado en el primer trimestre hasta el 3,9% del cuarto. También registró una acusada moderación en Finlandia,

Precios (nominales) de los inmuebles residenciales en la zona del euro

(tasas de variación interanual)

	Ponderación (porcentaje)	2010	2011	2010		2011		2010				2011			
				Primer semestre	Segundo semestre	Primer semestre	Segundo semestre	I	II	III	IV	I	II	III	IV
Belgica ¹⁾	3,8	5,4	3,1	4,9	5,9	3,3	-	3,8	5,9	5,9	5,9	3,1	3,5	3,9	2,1
Alemania ²⁾	26,7	0,5	2,6	-0,4	1,5	2,7	2,5	-1,5	0,7	1,4	1,5	3,1	2,3	2,7	2,3
Estonia ³⁾	0,2	0,1	9,9	-4,5	5,1	6,4	13,4	-8,1	-0,6	6,2	4,0	2,2	10,7	14,4	12,4
Irlanda ³⁾	1,8	-13,1	-13,2	-14,9	-11,2	-11,8	-14,7	-16,6	-13,0	-11,3	-11,0	-11,1	-12,4	-13,5	-15,8
Grecia ³⁾	2,6	-4,7	-5,1	-3,2	-6,1	-5,1	-5,1	-1,8	-4,7	-5,2	-7,0	-5,4	-4,9	-4,3	-5,9
España ²⁾	11,7	-2,0	-7,4	-1,9	-2,0	-5,5	-9,3	-2,9	-0,9	-2,2	-1,9	-4,1	-6,8	-7,4	-11,2
Francia ¹⁾	21,3	5,1	6,0	3,2	7,0	7,0	5,0	1,2	5,3	6,5	7,6	7,0	7,1	6,2	3,9
Italia ²⁾	17,0	0,1	0,7	-0,2	0,4	0,9	0,5	-	-	-	-	-	-	-	-
Chipre ²⁾	0,2	-2,5	-	-0,5	-4,3	-4,9	-	0,0	-1,1	-2,5	-6,2	-5,0	-4,8	-5,5	-
Luxemburgo ³⁾	0,4	4,5	-	3,5	5,4	4,0	-	2,6	4,4	5,7	5,1	2,4	5,7	1,9	-
Malta ²⁾	0,1	1,1	1,3	2,4	-0,2	-1,3	-	4,5	0,5	1,5	-2,0	-2,6	0,0	1,8	6,2
Países Bajos ¹⁾	6,4	-2,0	-2,3	-3,2	-0,8	-1,6	-3,0	-4,3	-2,0	-0,6	-1,0	-1,2	-1,9	-2,7	-3,4
Austria ²⁾	3,1	5,7	4,1	5,5	5,9	2,6	5,6	5,7	5,3	5,0	6,8	3,9	1,4	5,7	5,5
Portugal ²⁾	1,9	1,8	-0,2	1,4	2,2	0,4	-0,8	1,3	1,6	2,9	1,6	0,6	0,2	-0,8	-0,8
Eslovenia ²⁾	0,4	0,1	2,7	-0,3	0,6	3,7	1,7	-1,6	1,0	1,4	-0,2	4,1	3,2	2,1	1,4
Eslovaquia ¹⁾	0,7	-3,9	-3,1	-6,0	-1,7	-2,7	-3,5	-8,3	-3,7	-1,3	-2,1	-2,5	-2,8	-4,3	-2,7
Finlandia ¹⁾	1,9	8,7	2,8	10,9	6,6	3,6	1,9	11,4	10,3	8,0	5,2	4,1	3,2	2,7	1,0
Zona del euro	100	1,1	1,0	0,3	1,9	1,6	0,4	-0,8	1,4	1,8	1,9	2,0	1,1	1,0	-0,2

Fuentes: Datos nacionales y cálculos del BCE.

Notas: Las ponderaciones se basan en el PIB nominal de 2009. Los datos trimestrales del agregado de la zona del euro incluyen datos trimestrales estimados para Italia obtenidos utilizando información trimestral complementaria.

1) Viviendas de segunda mano (es decir, casas y pisos); todo el país.

2) Todas las viviendas (es decir, casas y pisos nuevos y de segunda mano); todo el país.

3) Todos los pisos; todo el país.

hasta situarse en el 1 % en el cuarto trimestre. En algunos países como Irlanda, España y Países Bajos, las tasas de variación interanual eran negativas a principios de 2011, y para el final del año se habían adentrado aún más en terreno negativo. En Irlanda y España, estas tasas negativas se situaron en dos dígitos en el cuarto trimestre de 2011, mientras que en los Países Bajos se alcanzó una tasa de variación interanual negativa del 3,4 %. En otros países, el crecimiento de los precios de la vivienda en 2011 fue más errático, como fue el caso de Estonia, donde cobró impulso antes de moderarse ligeramente al final del año. En Alemania, la tasa de crecimiento interanual de los precios de la vivienda fluctuó entre el 3,1 % a principios de 2011 y el 2,3 % al final del año. No obstante, en conjunto fue claramente superior a la de 2010.

En resumen, en vista de que en algunos países todavía son necesarios ajustes de los precios de la vivienda, es probable que la evolución de estos precios en la zona del euro en su conjunto siga siendo moderada en los próximos meses.

3.5 PERSPECTIVAS DE INFLACIÓN

Es probable que la inflación se mantenga por encima del 2 % en 2012, debido principalmente a los incrementos de los precios de la energía y a las subidas de los impuestos indirectos. Tomando como base los precios actuales de los futuros sobre materias primas, las tasas de inflación interanual deberían caer hasta situarse de nuevo por debajo del 2 % a principios de 2013. En un entorno de crecimiento moderado de la zona del euro y de expectativas de inflación a largo plazo firmemente ancladas, las presiones subyacentes sobre los precios deberían seguir siendo limitadas.

La última encuesta del BCE a expertos en previsión económica (véase recuadro 7) muestra que, en comparación con la encuesta anterior, los encuestados han revisado al alza las perspectivas de inflación en 2012 y 2013, con unas expectativas de que la inflación media se sitúe en el 2,3 % en 2012 y en el 1,8 % en 2013. Estas previsiones son acordes con los intervalos de las proyecciones macroeconómicas para la zona del euro elaboradas por los expertos del BCE en marzo de 2012. Las expectativas de inflación a más largo plazo (para 2016) permanecen en el 2 %.

Se considera que los riesgos para las perspectivas de las tasas de inflación medida por el IAPC en los próximos años continúan estando, en general, equilibrados. Los riesgos al alza proceden principalmente de subidas mayores de lo esperado de los precios del petróleo y de aumentos de los impuestos indirectos, mientras que los riesgos a la baja están relacionados con una evolución de la actividad económica más débil de lo esperado.

Recuadro 7

RESULTADOS DE LA ENCUESTA DEL BCE A EXPERTOS EN PREVISIÓN ECONÓMICA CORRESPONDIENTE AL SEGUNDO TRIMESTRE DE 2012

A continuación se presentan los resultados de la encuesta del BCE a expertos en previsión económica (EPE) correspondiente al segundo trimestre de 2012. La encuesta se realizó entre el 17 y el 19 de abril de 2012, y se recibieron 56 respuestas¹. Los resultados suponen una revisión al alza de las

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 se publican en el sitio web del BCE: www.ecb.europa.eu/stats/prices/indic/forecast/html/index.en.html.

expectativas de inflación para 2012 y 2013 en comparación con la encuesta anterior, mientras que las expectativas de crecimiento del PIB se han revisado ligeramente a la baja para ambos años. En cuanto a las expectativas de inflación a más largo plazo (para 2016), la previsión media se mantuvo sin variación en el 2 %.

Revisión al alza de las expectativas de inflación a más corto plazo para 2012 y 2013

Las expectativas de inflación para 2012 y 2013 obtenidas de la EPE se sitúan en el 2,3 % y en el 1,8 %, respectivamente (véase cuadro), lo que supone una revisión al alza de 0,4 puntos porcentuales para 2012 y de 0,1 puntos porcentuales para 2013. Los encuestados atribuyen esta revisión principalmente a los movimientos ascendentes de los precios de la energía observados desde que se realizó la encuesta anterior, pero también al hecho de que los impuestos indirectos y los precios administrados fueron mayores de lo previsto en algunos países.

Las expectativas de inflación obtenidas de la EPE para 2012 y 2013 se sitúan dentro de los intervalos de las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE en marzo de 2012 y en consonancia con las publicadas en las encuestas del Barómetro de la Zona del Euro y de Consensus Economics de abril de 2012. La distribución de probabilidad agregada se ha desplazado a la derecha en comparación con la encuesta anterior (véase gráfico A). La probabilidad más alta, un 40 %, se asigna actualmente a que la tasa de inflación se sitúe en 2012 entre el 2 % y el 2,4 %, mientras que la probabilidad de que se sitúe en un intervalo comprendido entre el 2,5 % y el 2,9 % es del 29 %. En cuanto a 2013, la probabilidad más alta (34 %) sigue asignándose al intervalo comprendido entre el 1,5 % y el 1,9 %, seguido, con una probabilidad del 24 %, del intervalo comprendido entre el 2 % y el 2,4 %. En conjunto, la probabilidad asignada a que la inflación se sitúe en el 2 % o por encima de este nivel ha aumentado del 44 % al 77 % para 2012, y del 32 % al 37 % para 2013.

Algunos de los expertos encuestados mencionaron los aumentos de los precios de la energía y las materias primas, así como las nuevas subidas de los impuestos indirectos y de los precios administrados,

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

(tasas de variación anual, salvo indicación en contrario)

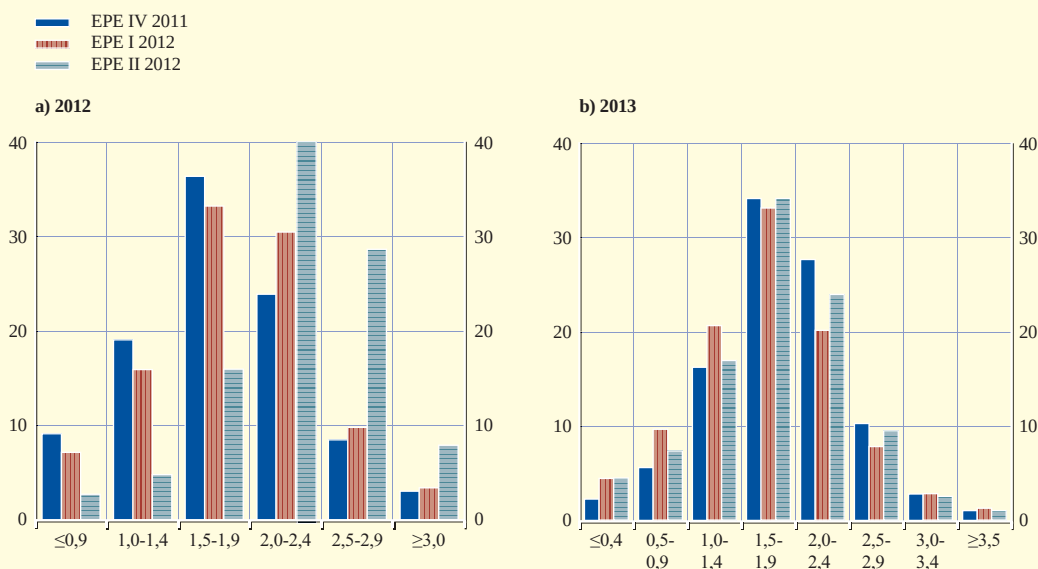
Inflación medida por el IAPC	Horizonte de la encuesta		
	2012	2013	A más largo plazo ²⁾
EPE II 2012	2,3	1,8	2,0
EPE anterior (I 2012)	1,9	1,7	2,0
Proyecciones macroeconómicas de los expertos del BCE (marzo 2012)	2,1-2,7	0,9-2,3	-
Consensus Economics (abril 2012)	2,3	1,7	2,0
Barómetro de la Zona del Euro (abril 2012)	2,3	1,8	2,1
Crecimiento del PIB real	2012	2013	A más largo plazo ²⁾
	2012	2013	A más largo plazo ²⁾
EPE II 2012	-0,2	1,0	1,8
EPE anterior (I 2012)	-0,1	1,1	1,8
Proyecciones macroeconómicas de los expertos del BCE (marzo 2012)	-0,5-0,3	0,0-2,2	-
Consensus Economics (abril 2012)	-0,4	0,9	1,7
Barómetro de la Zona del Euro (abril 2012)	-0,3	0,9	1,8
Tasa de desempleo ¹⁾	2012	2013	A más largo plazo ²⁾
	2012	2013	A más largo plazo ²⁾
EPE II 2012	11,0	10,9	8,9
EPE anterior (I 2012)	10,6	10,6	8,8
Consensus Economics (abril 2012)	10,9	11,0	-
Barómetro de la Zona del Euro (abril 2012)	10,9	11,0	9,9

1) En porcentaje de la población activa.

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

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.

como riesgos alcistas para sus escenarios centrales de inflación. A juzgar por los comentarios cualitativos de los encuestados, los principales riesgos bajistas para sus proyecciones de inflación tienen su origen en la posibilidad de que las perspectivas económicas sean más desfavorables de lo previsto.

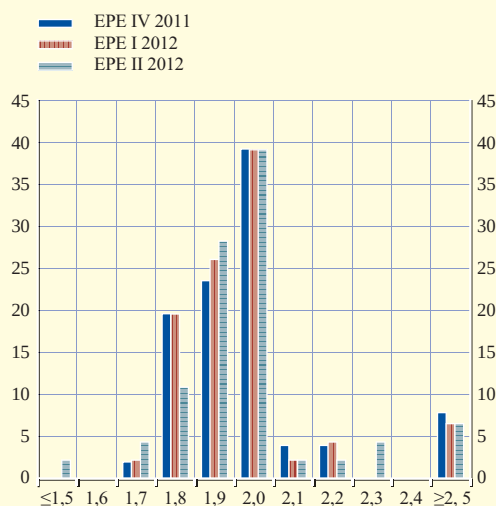
Las expectativas de inflación a más largo plazo se mantienen sin variación, en el 2 %

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 promedio, en el 1,99 %, frente al 1,98 % de la encuesta anterior. La mediana y la moda de las previsiones también se mantienen estables en el 2 %, y el porcentaje de encuestados que situaron la previsión en el 2 % permanece sin variación en el 39 % (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 y del Barómetro de la Zona del Euro publicadas en abril de 2012 (ambas para 2016).

La distribución de probabilidad agregada se ha desplazado ligeramente hacia la derecha, en

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

(porcentaje de encuestados)



Fuente: BCE.

comparación con la encuesta anterior, habiendo aumentado del 46% al 49% la probabilidad de que la inflación se sitúe en el 2% o por encima de este nivel.

El desacuerdo sobre las expectativas de inflación a más largo plazo, medido por la desviación típica de las previsiones, aumentó hasta situarse en 0,3 puntos porcentuales (desde los 0,2 puntos porcentuales de la encuesta anterior). La incertidumbre agregada en torno a estas expectativas, medida por la desviación típica de la distribución de probabilidad agregada, ha vuelto a aumentar ligeramente, alcanzando su nivel más alto registrado hasta ahora (véase gráfico C)².

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

Las expectativas sobre la tasa de variación del PIB real se han revisado ligeramente a la baja (0,1 puntos porcentuales para ambos horizontes) y actualmente se cifran en el -0,2% para 2012 y en el 1% para 2013. Así pues, se sitúan dentro de los intervalos de las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE de marzo de 2012 y ligeramente por encima de las previsiones de Consensus Economics y del Barómetro de la Zona del Euro publicadas en abril de 2012.

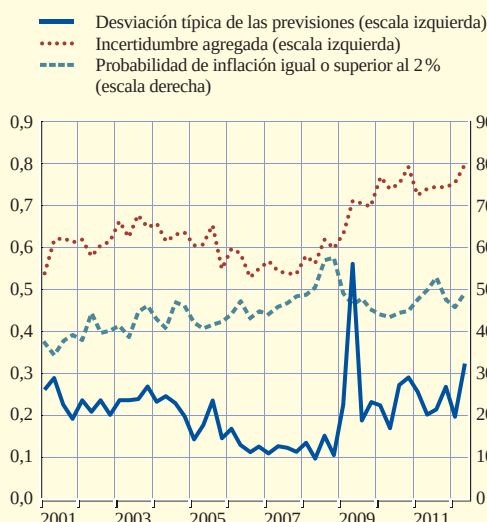
En opinión de los encuestados en la EPE, uno de los principales motivos de la nueva y ligera revisión a la baja es la adopción de medidas adicionales de saneamiento presupuestario en algunos países de la zona del euro. Algunos encuestados mencionan también el desapalancamiento del sector privado y una tasa de paro más elevada de lo previsto. No obstante, estos factores se compensaron, en parte, con una mejora de las perspectivas de la economía mundial, que debería tener un efecto positivo sobre las exportaciones de la zona del euro.

Las distribuciones de probabilidad agregada para 2012 y 2013 se han desplazado hacia la izquierda, en particular las de 2012, y los encuestados asignan ahora la probabilidad más alta (37%) al intervalo comprendido entre el -0,5% y el -0,1%, en comparación con una probabilidad del 29% en la encuesta anterior.

Todavía se estima que los riesgos para las perspectivas de crecimiento en 2012 y 2013 se sitúan a la baja. Entre dichos riesgos, se mencionan, principalmente, una escalada de la crisis de la deuda soberana y un potencial bucle de retroalimentación negativo entre la consolidación presupuestaria y el crecimiento, así como la posibilidad de que se produzcan nuevos aumentos de los precios del petróleo y un debilitamiento del crecimiento en las economías emergentes.

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

(puntos porcentuales; porcentajes)



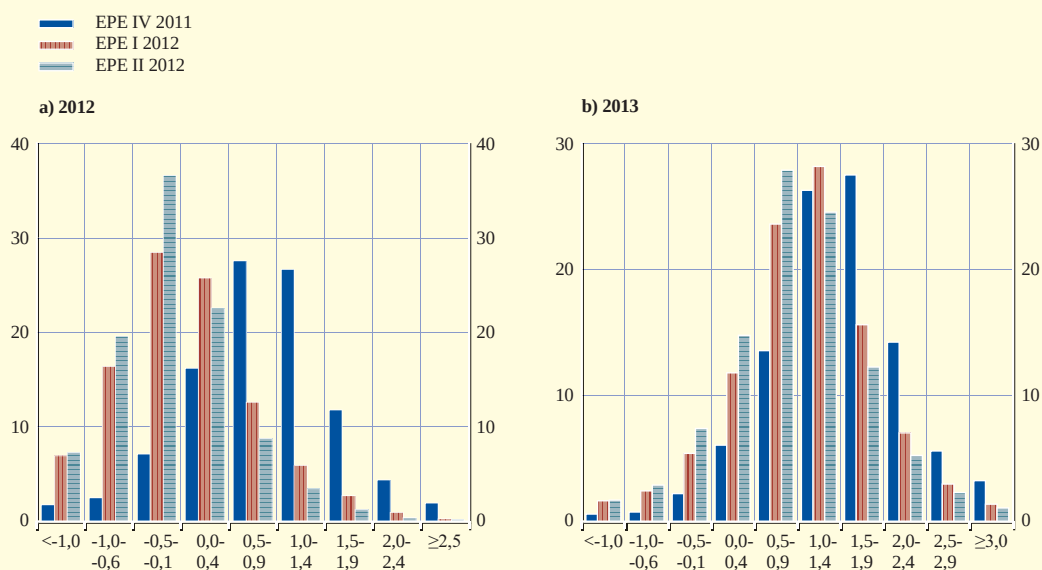
Fuente: BCE.

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).

² 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 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. La distribución de probabilidad agregada se ha desplazado ligeramente hacia la derecha en comparación con la encuesta anterior, y los expertos siguen asignando la probabilidad más alta (27 %) a 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 11 % para 2012 y en el 10,9 % para 2013, lo que supone una revisión al alza de 0,4 puntos porcentuales en el primer caso y de 0,3 puntos porcentuales en el segundo. Esta revisión podría reflejar, en parte, el hecho de que los últimos datos sobre desempleo disponibles cuando se realizó la encuesta anterior (noviembre de 2011) se hayan revisado al alza desde entonces en 0,2 puntos porcentuales. Los encuestados atribuyen la revisión al alza de las expectativas relativas a la tasa de desempleo, principalmente, a la desaceleración de la actividad económica. Las expectativas para 2012 y 2013 son acordes, en líneas generales, con las previsiones más recientes de Consensus Economics y del Barómetro de la Zona del Euro.

En lo que respecta a la evaluación de los riesgos que rodean a las expectativas, los encuestados consideran que la persistencia de la crisis, especialmente en los países del sur de Europa, constituye el principal riesgo alcista para estas perspectivas, mientras que los riesgos a la baja se asocian, en su mayoría, con la aplicación de nuevas reformas estructurales y con el éxito de las ya implantadas en varios países. Las expectativas relativas a la tasa de desempleo a más largo plazo (para 2016) han aumentado hasta el 8,9 %.

Otras variables y supuestos condicionantes

Según otros datos facilitados por los encuestados, los supuestos relativos a los precios del petróleo, 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 al alza. Concretamente, ahora se espera que los precios del petróleo rondan los 119 dólares por barril en 2012 y que bajen ligeramente en 2013. Se prevé que el tipo de cambio entre el euro y el dólar se sitúe en torno a 1,30 en 2012, y que el euro se aprecie ligeramente al final del año. Según las previsiones, el tipo de interés de las operaciones principales de financiación del BCE se situará, en promedio, en el 0,9 % en 2012 y en el 1 % en 2013. Por último, los supuestos respecto al crecimiento medio anual de la remuneración por asalariado se mantienen sin variación en torno al 2,1 % para 2012 y 2013.

4 PRODUCTO, DEMANDA Y MERCADO DE TRABAJO

El PIB real se contrajo un 0,3%, en tasa intertrimestral, en el cuarto trimestre de 2011. Los indicadores disponibles para el primer trimestre de 2012 siguen siendo coherentes con una estabilización de la actividad económica en un nivel bajo. Las últimas señales procedentes de las encuestas de opinión de la zona del euro ponen de manifiesto la existencia de incertidumbre. Al mismo tiempo, hay indicios de que continúa la recuperación a escala mundial. Más allá del corto plazo, se sigue esperando que la economía de la zona del euro se recupere gradualmente a lo largo del año, respaldada por la demanda exterior, los bajísimos tipos de interés a corto plazo vigentes en la zona del euro y todas las demás medidas adoptadas para favorecer el funcionamiento adecuado de la economía de la zona. Sin embargo, se prevé que las tensiones que todavía persisten en algunos mercados de deuda soberana de la zona del euro y su impacto en las condiciones de concesión de crédito, así como el proceso de ajuste en los balances de los sectores financiero y no financiero y el elevado desempleo, continúen moderando el dinamismo subyacente del crecimiento. Estas perspectivas económicas siguen estando sujetas a riesgos a la baja.

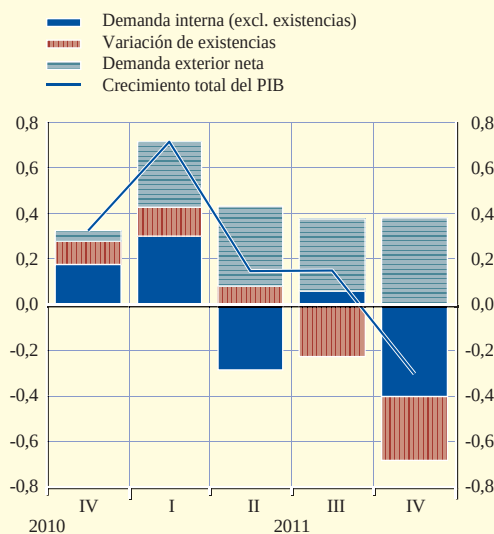
4.1 PIB REAL Y COMPONENTES DE LA DEMANDA

El crecimiento del PIB real en la zona del euro se contrajo un 0,3%, en tasa intertrimestral, en el cuarto trimestre de 2011, tras un crecimiento del 0,1% en los dos trimestres anteriores (véase gráfico 27). Las contribuciones negativas de la demanda interna y de la variación de existencias contrarrestaron con creces la evolución de la demanda exterior neta, que siguió proporcionando un impulso positivo al crecimiento del producto de la zona del euro. En el recuadro 8 se examina la evolución más reciente de las existencias y su influencia en el ciclo económico.

Tras un aumento del 0,2% en el tercer trimestre, el crecimiento del consumo privado pasó a ser negativo nuevamente en el cuarto trimestre, contrayéndose un 0,5%. Este descenso parece deberse totalmente al consumo de bienes y servicios. Sin embargo, las matriculaciones de automóviles se incrementaron entre el tercer y el cuarto trimestre, lo que supone una contribución positiva de las adquisiciones de automóviles al gasto en consumo.

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.

Recuadro 8

ACUMULACIÓN DE EXISTENCIAS: CONSIDERACIONES TEÓRICAS Y EVOLUCIÓN RECIENTE

Las existencias son un factor importante en las fluctuaciones del ciclo económico y desempeñaron un destacado papel durante la crisis financiera que se produjo tras la quiebra de Lehman Brothers en

2008¹. En este recuadro se analizan los mecanismos a través de los cuales las existencias influyen en la actividad económica, se describe la evolución reciente de las existencias y se consideran las repercusiones para la situación económica actual.

Las existencias y el ciclo económico

El ajuste de las existencias es una manera de moderar la producción en situaciones de volatilidad de la demanda. Por tanto, es de esperar que aumenten cuando la demanda es débil, y viceversa. No obstante, la evidencia macroeconómica sugiere que los ajustes de las existencias parecen acentuar tanto las recesiones económicas como las recuperaciones posteriores. Al inicio de una recesión se produce una acumulación involuntaria de existencias, como cabe esperar, ya que la demanda cae a un ritmo más rápido que aquel al que puede ajustarse la producción. Sin embargo, esto va seguido de un proceso de desacumulación, ya que las empresas tratan de reducir los niveles de existencias mediante recortes de la producción, lo que deprime aún más la economía durante la recesión. Cuando el ritmo de desacumulación se ralentiza, la contribución de las existencias al crecimiento del PIB es positiva, respaldando con ello la recuperación económica general.

Es importante observar que no es la variación trimestral de las existencias lo que causa un impacto en la tasa de variación trimestral del PIB, sino la modificación del ritmo de variación (ya se trate de una aceleración o de una desaceleración). Esto se debe a que es la variación del nivel de existencias lo que influye en la «identidad» del nivel del PIB, es decir, la producción que no se vende en el mismo período contable incrementa las existencias en ese período. Por lo tanto, para que la contribución de las existencias al crecimiento sea positiva no es necesario que se produzca una verdadera acumulación de existencias, sino que puede ocurrir ante una mera disminución del ritmo de desacumulación. Esto sucede a menudo durante una recuperación justo después de alcanzarse el punto más bajo de la actividad, cuando, con frecuencia, el ritmo de desacumulación registra su máxima intensidad.

Problemas relacionados con los datos

Resulta difícil realizar un seguimiento y medir las existencias, y los indicadores relativos a esta variable están sujetos a posibles revisiones. Este seguimiento es una tarea especialmente compleja en la UE porque no existe un equivalente a los importantes indicadores sobre ventas y existencias mensuales que publica el Departamento de Comercio de Estados Unidos, que son ampliamente comentados y son fundamentales para los análisis de la evolución de las existencias en ese país. En cambio, en la UE se utilizan datos de las cuentas nacionales para analizar las existencias. En principio, estos datos tienen la ventaja de ofrecer una cobertura completa, si bien es necesario actuar con prudencia al interpretar las variaciones de las existencias partiendo de esa base porque son el componente menos fiable de la desagregación del PIB por el lado del gasto. Debido a que a menudo no se dispone de datos originales o fiables de frecuencia trimestral sobre las existencias, la variación de las existencias suele desempeñar un destacado papel en el proceso equilibrador de las cuentas nacionales y, por lo tanto, estas contienen un importante componente residual. Además, los datos sobre la evolución de las existencias suelen ser objeto de revisiones significativas². Otra dificultad es que Eurostat no publica datos sobre la variación de existencias en términos de volúmenes (índices encadenados), sino solo sobre su contribución al crecimiento (o variación de existencias en términos

1 Véase el recuadro titulado «Evolución reciente de la acumulación de existencias», *Boletín Mensual*, BCE, mayo de 2009.

2 Véase el recuadro titulado «La fiabilidad de las estimaciones del crecimiento del PIB en la zona del euro y de sus componentes», *Boletín Mensual*, BCE, junio de 2006.

nominales)³. Por estos motivos, la valoración a corto plazo de la dinámica de las existencias se basa, en gran medida, en evidencia procedente de encuestas.

Indicadores a corto plazo de la evolución de las existencias

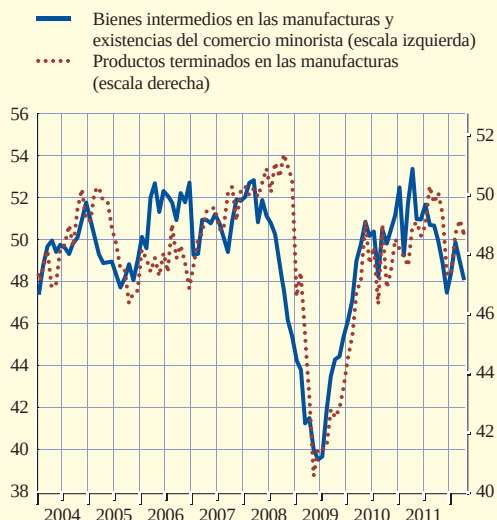
Los datos procedentes de las encuestas pueden utilizarse para analizar las variaciones cíclicas de las existencias. Por ejemplo, el gráfico A muestra la variación de las existencias obtenida del índice de directores de compras. Los índices se construyen de manera que, en principio, un valor superior a 50 indica una acumulación de existencias y un valor inferior a 50 señala una desacumulación.

Como puede apreciarse en el gráfico A, los índices de directores de compras apuntan a diferencias significativas en la evolución de las existencias de productos terminados en las manufacturas (que se ajustan más tarde) y de las existencias de bienes intermedios y de las del comercio minorista (que se ajustan en una fase más temprana). Las empresas pueden ajustar con más facilidad las existencias de bienes intermedios, por ejemplo, aplazando o anulando pedidos o entregas, mientras que el ajuste de las existencias de productos terminados exige ajustes de la producción, que son mucho más costosos y llevan más tiempo. En la época de la quiebra de Lehman Brothers, por ejemplo, la desacumulación de las existencias de bienes intermedios en las manufacturas y de las del comercio minorista comenzó ya en septiembre de 2008, y posteriormente se intensificó. En cambio, parece que la acumulación de existencias de productos terminados continuó (e incluso se aceleró ligeramente) hasta mediados de diciembre de 2008. Esto indica que la desacumulación voluntaria de las existencias de bienes intermedios en las manufacturas y de las del segmento minorista contribuyó a un aumento involuntario de las existencias de productos terminados, ya que, al parecer, los fabricantes no lograron reducir la producción lo bastante rápido como para evitar que las existencias de productos terminados en relación con las ventas en las manufacturas se incrementaran por encima de los niveles deseados. Por consiguiente, un «*shock* de existencias» provoca primero una modificación de la composición de las existencias, antes de afectar a su nivel total.

Otras encuestas proporcionan información sobre el nivel de existencias más que sobre su variación, como es el caso de las encuestas de opinión de la Comisión Europea. El gráfico B muestra que, según estas encuestas, se consideró que los niveles de existencias de productos terminados en las manufacturas

Gráfico A Variaciones de existencias según el índice de directores de compras de la zona del euro

(indicadores de difusión; datos mensuales)



Fuentes: Markit y cálculos del BCE.

Nota: Media simple de las existencias de bienes intermedios en las manufacturas y de las del comercio minorista.

3 Es importante observar que la variación de existencias en términos nominales excluye las ganancias y pérdidas generadas por las existencias. Por tanto, es distinta de la variación del valor de las existencias, que las incluye. Aunque la identidad contable que relaciona el PIB y sus componentes de demanda es válida en términos nominales y en términos de volumen a precios constantes, no lo es en términos de volúmenes encadenados (pero sí para las contribuciones encadenadas al crecimiento). De este modo, salvo que el instituto de estadística publique una estimación (como en Estados Unidos, Japón y el Reino Unido), es difícil, cuando no imposible, obtener datos sobre variaciones encadenadas de existencias.

habían aumentado sustancialmente en comparación con los niveles «normales» durante 2008, lo que es acorde con la evidencia procedente del índice de directores de compras de que ese año se produjo una acumulación de estas existencias. También apunta al carácter involuntario de esta acumulación, ya que la valoración fue que el nivel era superior a la media. Por el contrario, siguió considerándose que las existencias continuaban siendo más elevadas de lo «normal» a principios de 2009, lo que puede parecer que contradice la evidencia de una desacumulación pronunciada obtenida del índice de directores de compras. No obstante, la aparente diferencia entre las dos series realmente puede indicar que la desacumulación voluntaria de productos terminados que muestra el índice de directores de compras simplemente se consideró insuficiente, ya que las empresas redujeron sus objetivos de existencias de manera paralela a la disminución de sus niveles de existencias.

Las propiedades de indicador adelantado de algunos de estos indicadores a corto plazo de la evolución de los datos sobre existencias de las cuentas nacionales trimestrales se muestran en los gráficos C y D. El gráfico C presenta las variaciones intertrimestrales, desestacionalizadas, de las existencias de la zona del euro según datos de las cuentas nacionales (en términos nominales), en comparación con el índice de directores de compras, y el gráfico D, la contribución de las existencias al crecimiento del PIB, en términos de volúmenes encadenados, en relación con la variación del índice de directores de compras. Los gráficos sugieren que las variaciones de las existencias medidas a partir de los datos de las cuentas nacionales y de los procedentes de las encuestas a los directores de compras son consistentes, en líneas generales.

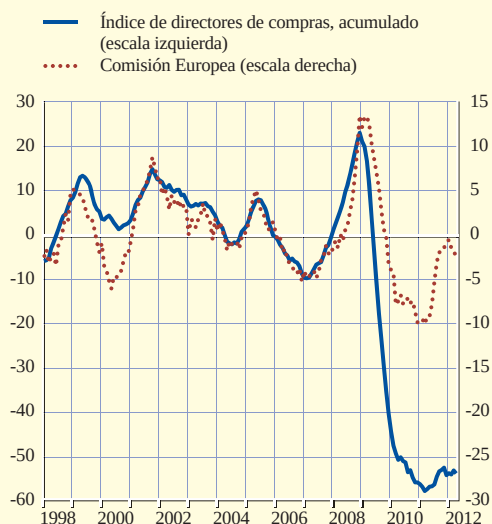
Por lo tanto, las encuestas relacionadas con las existencias resultan de utilidad para analizar la evolución económica, especialmente por su puntualidad y su fiabilidad en comparación con los datos de las cuentas nacionales. La desagregación del PIB por el lado del gasto no está disponible hasta transcurridos 60 días y, a diferencia de la información obtenida de las encuestas, los datos sobre la contribución de las existencias al crecimiento del PIB están sujetos a revisiones significativas.

Análisis provisional de la evolución de las existencias en 2011-2012

Según evidencia reciente sobre variaciones de las existencias, tras una fase de reposición, el deterioro de las perspectivas y el endurecimiento de las condiciones de financiación provocaron un cambio de sentido del ciclo de existencias a mediados de 2011, con contribuciones negativas de las variaciones de las existencias al crecimiento del PIB real en el tercero y el cuarto trimestre. Esta evolución fue similar a la observada a finales de 2008. No obstante, en un contexto de niveles bastante bajos de existencias (véase gráfico B) y de desacumulación moderada en el último trimestre de 2011, según

Gráfico B Nivel de existencias de productos terminados en las manufacturas de la zona del euro

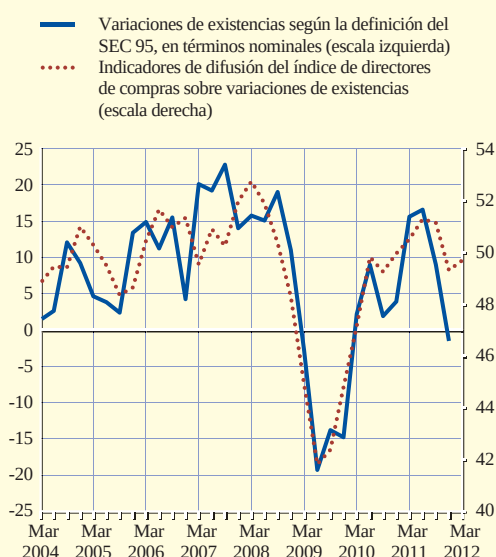
(saldos netos basados en las encuestas; datos mensuales)



Fuentes: Markit, Comisión Europea y cálculos del BCE.
Notas: Basado en la serie corregida por la media de la Comisión Europea durante el período 1997-2008 y en los índices de directores de compras de la zona del euro acumulados, adicionalmente corregidos de la tendencia y ajustados a la serie de la Comisión Europea mencionada.

Gráfico C Variaciones de existencias en la zona del euro obtenidas a partir de las cuentas nacionales y del índice de directores de compras

(indicadores de difusión; mm de euros)

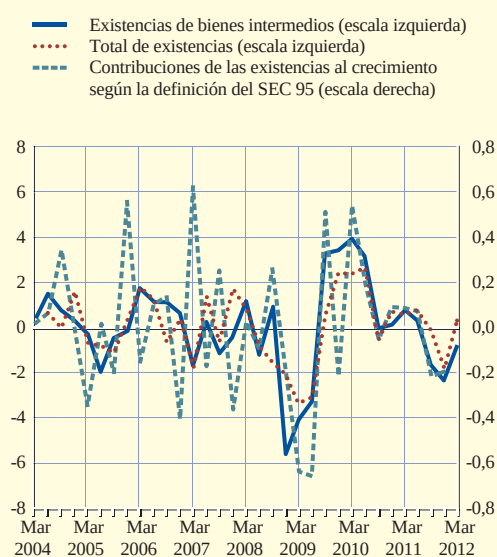


Fuentes: Markit, Eurostat y cálculos del BCE.

Nota: Cuentas nacionales: variaciones de existencias, en términos nominales. Índice de directores de compras: media de las existencias de bienes intermedios y de productos terminados en las manufacturas y de las del comercio minorista.

Gráfico D Contribuciones de las existencias al crecimiento de la zona del euro obtenidas a partir de las cuentas nacionales y del índice de directores de compras

(variaciones en puntos de los indicadores de difusión; puntos porcentuales del PIB)



Fuentes: Markit, Eurostat y cálculos del BCE.

Nota: Cuentas nacionales: contribuciones en volúmenes encadenados. Índice de directores de compras: variaciones de los índices (en puntos). Véase el gráfico C.

la información procedente de las cuentas nacionales (véase gráfico C), la probabilidad de que una desacumulación pronunciada haya influido en el crecimiento del PIB a principios de 2012, como sucedió a comienzos de 2009, parece ser muy limitada. Además, desde enero de 2012, las encuestas a los directores de compras han apuntado a que el ritmo de desacumulación se está ralentizando y, por tanto, a unas contribuciones de las existencias al crecimiento posiblemente menos negativas o más positivas de lo esperado previamente (véase gráfico D).

Por lo que se refiere al primer trimestre de 2012, la información sobre el consumo privado revela una persistente debilidad del gasto de los hogares. En febrero, el crecimiento de las ventas del comercio al por menor fue nulo y, en los dos primeros meses del primer trimestre, se situó alrededor de un 0,2 % por encima de su nivel medio en el último trimestre de 2011. Ello supone una mejora con respecto al trimestre anterior, en el que las ventas del comercio minorista se redujeron un 1,1 %. Al mismo tiempo, aunque las matriculaciones de automóviles aumentaron tanto en febrero como en marzo de este año, siguieron disminuyendo en forma acusada, y retrocedieron un 7,9%, en tasa intertrimestral, en el primer trimestre, lo que contrasta con el último trimestre de 2011, cuando las matriculaciones se incrementaron un 1,3 %. Los datos de las encuestas de opinión relativos al comercio al por menor también señalan una debilidad prolongada del consumo de bienes al por menor en el primer trimestre, así como en abril de 2012 (véase gráfico 28). En promedio, el índice de directores de compras (PMI) del comercio al por menor se mantuvo en 46,7 en el primer trimestre de 2012, permaneciendo así por debajo del umbral teórico de expansión de 50. El índice cayó a 41,3 en abril, la observación más baja desde finales de 2008. Además, después de tres meses de mejora, la confianza de los consumidores de la zona del euro se redujo en abril.

El índice, que parece haberse estabilizado, en líneas generales, tras el acusado descenso observado durante el último semestre de 2011, todavía se sitúa por debajo de su media de largo plazo, señalando con ello una dinámica del gasto en consumo aún más lenta. Del mismo modo, el indicador de grandes compras esperadas también se mantuvo en un nivel muy inferior a su media de largo plazo.

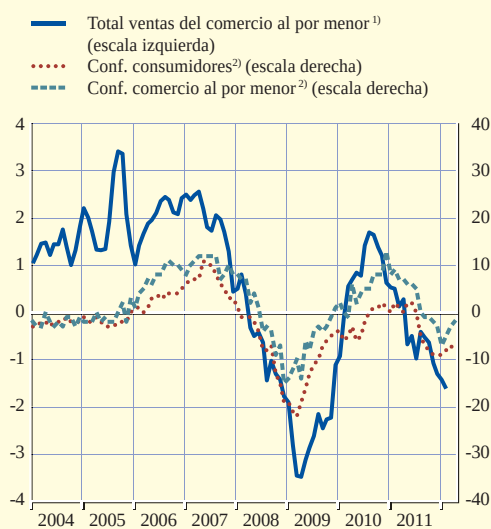
La formación bruta de capital fijo se redujo un 0,5%, en tasa intertrimestral, en el cuarto trimestre de 2011, tras registrar un retroceso del 0,2% en los dos trimestres anteriores. En cuanto al detalle de la inversión en el cuarto trimestre, la inversión en construcción disminuyó un 0,4%, en tasa intertrimestral, mientras que la inversión, excluida la construcción, se contrajo un 0,5%. De cara al futuro, la producción industrial de bienes de equipo (un indicador de la inversión futura, excluida la construcción) se incrementó un 0,7% en febrero, tras un descenso del 0,4% en enero. No obstante, el nivel medio de producción de bienes de equipo en estos dos meses se situó un 0,7% por debajo del registrado en el cuarto trimestre, cuando la producción disminuyó un 1,5%, en tasa intertrimestral. Los resultados de las encuestas relativos a la industria, excluida la construcción, tanto del PMI como de la Comisión Europea, muestran, en general, una mejora limitada de la actividad inversora en el primer trimestre de 2012 con respecto al último trimestre de 2011. Al mismo tiempo, las encuestas de la Comisión indican que la utilización de la capacidad productiva se mantuvo básicamente estable en el período de tres meses hasta abril de 2012, en un nivel por debajo de su media de largo plazo.

Asimismo, es probable que la inversión en construcción haya mantenido su debilidad en el primer trimestre. La producción de la construcción en la zona del euro disminuyó un 7%, en tasa intermensual, en febrero de 2012, muy influida por las adversas condiciones meteorológicas en algunas áreas de la zona del euro. Esta contracción fue acorde con el PMI de la construcción, que ya había indicado una caída acusada. Aún no se observan señales de recuperación, dado que las restricciones financieras y los ajustes en curso en los mercados de la vivienda en distintos países de la zona del euro siguen afectando a la inversión en construcción. Las encuestas confirman que el panorama de dichas inversiones sigue siendo de fragilidad. 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 abril de 2012). Al mismo tiempo, aunque el PMI de la construcción en la zona del euro se recuperó en marzo, se mantuvo, sin embargo, en un nivel muy por debajo de 50, lo que apunta a una nueva evolución negativa en el primer trimestre de 2012.

Por lo que respecta a los flujos comerciales, las importaciones y las exportaciones se redujeron un 1,4% y un 0,4%, respectivamente, en el cuarto trimestre de 2011, principalmente como consecuencia del menor crecimiento económico de la zona del euro y de la economía mundial. Sin embargo, en los dos primeros meses de 2012, las exportaciones de bienes cobraron fuerza en un contexto de fortalecimiento

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

de la demanda exterior. Las importaciones de bienes también mejoraron durante este período en términos nominales, aunque la evidencia disponible sugiere que esta mejora se debió en parte a una subida de los precios de importación. Los datos de las encuestas relativos a las exportaciones de la zona del euro también eran algo más optimistas al inicio del año, en un contexto de señales crecientes de estabilización de la demanda exterior. En el primer trimestre de 2012, el nivel medio del PMI de nuevos pedidos exteriores del sector manufacturero de la zona del euro se situaba claramente por encima de la media del trimestre anterior, aunque aún se mantenía por debajo del umbral de expansión de 50. Sin embargo, más recientemente, el PMI de nuevos pedidos exteriores registró un descenso en términos mensuales, indicando riesgos a la baja para el crecimiento de las exportaciones a corto plazo. En práctica consonancia con las perspectivas para la actividad económica en la zona del euro, las perspectivas a corto plazo para las importaciones son bastante poco halagüeñas.

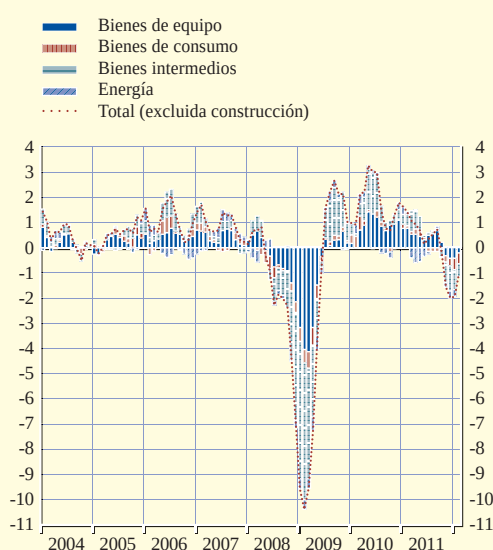
4.2 PRODUCTO POR RAMAS DE ACTIVIDAD

El valor añadido real se contrajo un 0,2%, en tasa intertrimestral, en el cuarto trimestre de 2011. La actividad en la industria (excluida la construcción) se redujo un 1,7%, mientras que el valor añadido de los servicios y de la construcción aumentó un 0,1% y un 0,3%, respectivamente.

En lo que respecta a la evolución en el primer trimestre de 2012, el crecimiento de la producción industrial (excluida la construcción) se incrementó un 0,4% en febrero, tras el crecimiento nulo del mes anterior.

Gráfico 29 Crecimiento de la producción industrial y contribuciones

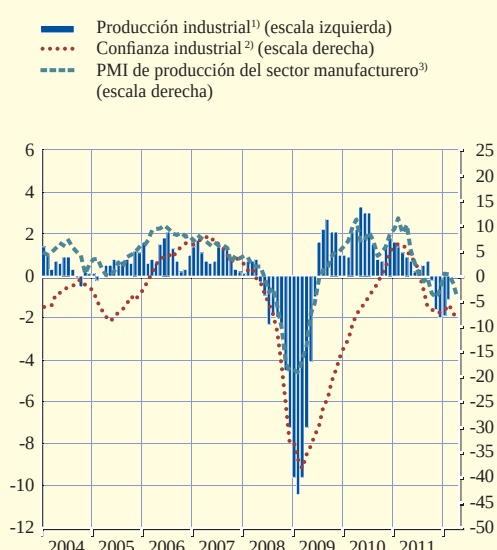
(tasa de crecimiento y contribuciones en puntos porcentuales; datos mensuales desestacionalizados)



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.

En enero y febrero, la producción se situó, en promedio, un 0,6 % por debajo del nivel alcanzado en el cuarto trimestre, lo que supone una mejora con respecto a la evolución observada en dicho trimestre, cuando la producción se contrajo un 2 %, en tasa intertrimestral (véase gráfico 29). Mientras tanto, en febrero, los nuevos pedidos industriales de la zona del euro (excluido el material de transporte pesado) disminuyeron un 0,8 % adicional, en tasa intermensual, tras un descenso del 2,5 % en enero. Aunque los datos de las encuestas, que son más puntuales, confirman el panorama de continua debilidad, también indican cierta estabilización en el primer trimestre de 2012, con respecto al último trimestre de 2011. Por ejemplo, aunque el PMI de producción del sector manufacturero descendió en el período de tres meses hasta abril, su media en el primer trimestre de 2012 siguió siendo más elevada que la del último trimestre de 2011 (véase gráfico 30). Al mismo tiempo, los datos de las encuestas de la Comisión Europea indican que la demanda más débil y el empeoramiento de las condiciones de financiación tuvieron un impacto negativo sobre la producción en los tres meses transcurridos hasta abril de 2012. El índice PMI de actividad comercial del sector servicios también mejoró en el primer trimestre de 2012, antes de retroceder en abril. Otras encuestas de opinión, como las de la Comisión Europea, están básicamente en línea con la evolución del PMI. El recuadro 9 presenta un enfoque que trata de identificar las señales cíclicas de los indicadores económicos. La conclusión principal es que los aumentos de los indicadores económicos de la zona del euro en el primer trimestre reflejan una mejora cíclica genuina. Sin embargo, la evidencia para el segundo trimestre es demasiado limitada para extraer conclusiones. Aunque la evidencia de las encuestas relativas a la zona del euro apunta, en su mayoría, a un deterioro en abril, algunos resultados de encuestas nacionales presentan un panorama algo distinto.

Recuadro 9

IDENTIFICACIÓN DE LAS SEÑALES CÍCLICAS OBTENIDAS DE LOS INDICADORES ECONÓMICOS DE LA ZONA DEL EURO

Para el análisis cíclico en general y la evaluación de la situación económica actual en particular, puede ser de gran utilidad tratar de distinguir si un cambio de sentido en uno de los indicadores económicos de los que se hace regularmente un seguimiento mensual representa un punto de giro cíclico genuino o es simplemente «ruido». En las series temporales, pueden utilizarse técnicas de filtrado para diferenciar los movimientos cíclicos de los irregulares. No obstante, los resultados filtrados son, en general, menos fiables al final de la muestra, es decir, en la parte de la serie temporal más relevante para la evaluación de la situación económica actual. Un modo alternativo de abordar este problema, que evita el problema al final de la muestra, consiste en basar la distinción entre un movimiento cíclico genuino y la volatilidad de los datos en lo ocurrido en la serie en el pasado. Esta distinción puede llevarse a cabo aplicando la herramienta denominada «meses de dominancia cíclica», que compara las magnitudes medias de las variaciones de los componentes irregular y cíclico de una serie durante diferentes intervalos temporales del pasado¹. A partir de este estadístico, se puede obtener una indicación del período de tiempo durante el cual se debe observar una variación en una serie para poder estar relativamente seguro de que refleja una evolución cíclica y no solo ruido. En este recuadro se presenta la herramienta «meses de dominancia cíclica», que se aplica a una gama de indicadores utilizados habitualmente para efectuar un seguimiento de la actividad económica de la zona del euro.

1 La herramienta «meses de dominancia cíclica» fue introducida por J. Shiskin, «Electronic Computers and Business Indicators», *Occasional Paper Series*, n.º 57, National Bureau of Economic Research, 1957. Véase también, por ejemplo, J. Shiskin, «How accurate?», *The American Statistician*, vol. 14, n.º 4, octubre de 1960, pp. 15-17.

El enfoque «meses de dominancia cíclica»

Para obtener los meses de dominancia cíclica de un indicador económico, la serie desestacionalizada se debe descomponer, en primer lugar, en estimaciones de sus componentes irregular, cíclico y, en su caso, tendencial. Esta descomposición puede realizarse utilizando técnicas de filtrado convencionales. Si las variaciones del componente tendencial son aproximadamente cero en los horizontes más cortos, los cambios a corto plazo en la serie temporal pueden atribuirse fundamentalmente a variaciones de los componentes irregular y cíclico. En una segunda etapa, se calculan las ratios de señal-ruido. Estas ratios comparan la magnitud media de la variación a corto plazo de cada uno de estos dos componentes para diferentes intervalos temporales. Como la magnitud de la variación del componente cíclico tiende a aumentar con el horizonte temporal, mientras que la del componente irregular se mantiene prácticamente igual independientemente del horizonte, la ratio de señal-ruido disminuye cuando aumenta la duración del intervalo. Cuando la variación del componente cíclico supera la del componente irregular, la ratio cae por debajo de 1. La duración del horizonte temporal en ese punto es el número de meses requerido, en promedio, para que el componente cíclico domine al componente irregular en esa serie, es decir, son los meses de dominancia cíclica. Así pues, esta herramienta indica el horizonte temporal mínimo durante el que debe observarse un cambio en una serie dada para que se considere cíclico. Por lo general, cuanto más ruido tenga la serie, más largo será el horizonte.

Sin embargo, si bien un valor de la ratio inferior a 1 indica que un cambio observado en la serie durante este horizonte temporal es más probable que refleje una evolución cíclica que ruido, para estar relativamente seguros de que esto es realmente cierto se podría considerar elegir un horizonte correspondiente a una ratio de señal-ruido ligeramente por debajo de 1. En un valor de 0,95, por ejemplo, las variaciones del componente irregular durante ese intervalo temporal han sido, en promedio, solamente un 5 % menores que las del componente cíclico. El valor de la ratio de señal-ruido no debería ser demasiado bajo, dado que ello retrasa la detección de las variaciones cíclicas.

Resultados empíricos de los indicadores económicos de la zona del euro

El enfoque «meses de dominancia cíclica» se aplicó a una gama de indicadores de la actividad económica a corto plazo en la zona del euro. Los indicadores considerados incluían los de producción en la industria y en la construcción y en subsectores de la industria. También se tomaron en consideración datos procedentes de las encuestas de la Comisión Europea y del índice de directores de compras (PMI) sobre la evolución de la actividad en la industria, la construcción y los servicios, así como de la economía en su conjunto. El cuadro muestra las ratios de señal-ruido de los indicadores para horizontes comprendidos entre uno y seis meses². También se indica el período mínimo durante el cual se ha de observar una variación en los diferentes indicadores para que pueda clasificarse de manera relativamente segura como cíclica. Para disponer de algún margen de seguridad a la hora de seleccionar empíricamente el intervalo temporal y reducir la probabilidad de que se dé una señal falsa de variación cíclica, el umbral de la ratio de señal-ruido se fijó por debajo de 0,8.

El cuadro pone de manifiesto las importantes diferencias existentes entre las ratios de señal-ruido de los indicadores analizados y, por lo tanto, del número de meses en los que debe observarse una variación para que pueda considerarse cíclica de manera relativamente segura. En la gran mayoría de

2 Los resultados empíricos se obtuvieron aplicando el filtro pasa banda de Baxter-King.

Ratios de señal-ruido y número de meses de los indicadores de actividad económica

Indicador mensual	Ratios de señal-ruido (número de meses)						Número de meses
	1	2	3	4	5	6	
Producción industrial (excluida la construcción)	3,0	1,6	1,0	0,9	0,7	0,5	5
Producción de bienes intermedios	2,0	1,2	0,8	0,6	0,5	0,4	4
Producción de bienes de equipo	2,8	1,5	1,0	0,8	0,7	0,5	5
Producción de bienes de consumo duradero	3,6	1,8	1,3	1,0	0,8	0,6	6
Producción de bienes de consumo no duradero	4,8	2,5	1,8	1,5	1,2	0,9	>6
Producción de bienes de consumo	3,0	1,8	1,4	1,1	0,9	0,7	6
Producción de energía	6,0	3,6	2,4	1,9	1,6	1,3	>6
Producción manufacturera	2,2	1,2	0,8	0,7	0,5	0,4	4
Producción de la construcción	4,4	2,5	1,7	1,4	1,2	1,0	>6
Confianza industrial CE	0,8	0,5	0,4	0,3	0,3	0,2	2
Confianza de los servicios CE	1,9	1,1	0,8	0,7	0,5	0,4	4
Confianza de la construcción CE	2,6	1,6	1,0	0,7	0,6	0,4	4
Indicador de clima económico CE	0,9	0,6	0,4	0,3	0,3	0,2	2
PMI total de las manufacturas	1,0	0,8	0,6	0,5	0,4	0,3	3
PMI de producción de las manufacturas	1,3	0,9	0,7	0,5	0,4	0,4	3
PMI de nuevos pedidos de las manufacturas	1,3	1,0	0,7	0,6	0,4	0,4	3
PMI de actividad comercial de los servicios	1,6	1,1	0,9	0,6	0,5	0,4	4
PMI de nuevos negocios de los servicios	1,7	1,3	1,0	0,7	0,6	0,5	4
PMI de producción de la construcción	2,1	1,4	1,1	0,8	0,7	0,5	5
PMI de nuevos pedidos de la construcción	1,9	1,2	1,0	0,7	0,6	0,5	4
Índice agregado de producción PMI	1,3	1,0	0,8	0,6	0,5	0,4	4
Índice agregado de nuevos negocios PMI	1,4	1,1	0,8	0,7	0,5	0,4	4

Fuentes: Eurostat, Comisión Europea, Markit y cálculos del BCE.

Nota: La sigla CE significa Comisión Europea; y PMI, índice de directores de compras.

las series de producción, el componente irregular domina sobre la evolución del componente cíclico incluso cuando se tienen en cuenta variaciones durante tres meses o más. Inclusive en la serie de producción industrial (excluida la construcción), la evolución se ha de observar adoptando el margen de seguridad mencionado para la ratio de señal-ruido durante al menos cinco meses antes de que pueda considerarse con relativa seguridad que representa movimientos cíclicos. La evolución de series tales como construcción y producción de energía debe observarse durante un período de tiempo más prolongado. El indicador de producción con un mejor comportamiento parece ser el de producción de bienes intermedios, pero incluso aquí la variación debe observarse durante cuatro meses para que puedan extraerse conclusiones. Además, teniendo en cuenta los retrasos en la publicación de los datos de producción (alrededor de un mes y medio después del mes de referencia), incluso en la serie de producción de bienes intermedios solo se puede identificar con relativa seguridad una señal cíclica casi medio año después del mes de referencia, lo que es demasiado tarde para que sea de utilidad para el análisis de la situación económica actual.

Los indicadores de opinión presentan un mejor comportamiento que los indicadores que se acaban de analizar, pero también aquí existen notables diferencias entre ellos. Los mejores resultados los obtiene el indicador de confianza industrial de la Comisión Europea, seguido de cerca por el indicador de clima económico. En estos indicadores, incluso las variaciones observadas durante dos meses tienen una probabilidad relativamente elevada de deberse al ciclo. Por lo que se refiere a la confianza industrial, las fluctuaciones irregulares observadas durante dos meses ya son, en promedio, casi un 50 % menores que las variaciones cíclicas. En las encuestas PMI, los índices PMI de manufacturas son los que presentan los mejores resultados, con ratios de señal-ruido de 0,6 a 0,7 para variaciones de tres meses. El mejor comportamiento de las encuestas en términos de meses de dominancia cíclica junto con una mayor puntualidad (dado que se publican hacia finales del mes

en cuestión o a principios del siguiente) hacen que esos indicadores sean más útiles en términos de información puntual sobre la evolución cíclica (en la medida en que los datos de las encuestas capten esta evolución).

Señales sobre la situación cíclica de la zona del euro

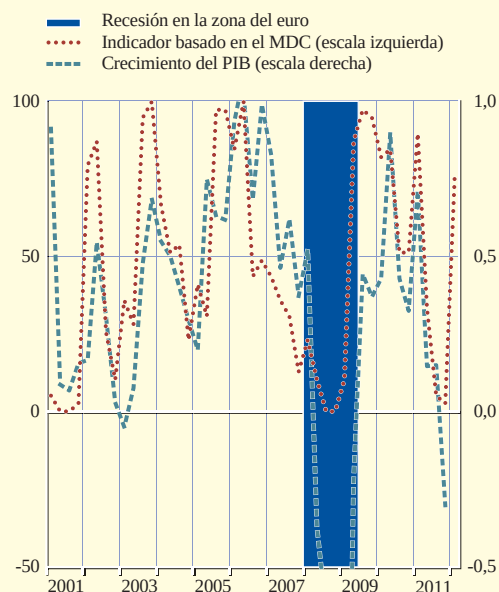
Una forma adecuada de resumir las señales cíclicas obtenidas de los indicadores a corto plazo basadas en sus meses de dominancia cíclica es calcular la parte de esos indicadores que señala una mejora cíclica, es decir, la proporción de indicadores que ha mejorado al menos durante el tiempo que se considera seguro este enfoque. El enfoque se ilustra en el gráfico utilizando las señales dadas por el conjunto de encuestas mencionadas anteriormente. Los indicadores de producción no se consideran en este indicador resumen, dado el retraso de sus señales de variaciones cíclicas.

El gráfico muestra que el indicador parece detectar con bastante seguridad los cambios en la fortaleza subyacente del crecimiento del PIB. No obstante, se ha de hacer hincapié en que no debe interpretarse que el indicador resumen proporciona estimaciones cuantitativas de dicha fortaleza. Parece que, en promedio, las variaciones del indicador adelantan ligeramente los cambios en la intensidad subyacente del crecimiento del PIB. Además, el conjunto de series incluidas en el indicador resumen utilizado para ilustrar los resultados y el sistema de ponderaciones aplicado no tienen por objeto la obtención de señales cuantitativas sobre la fortaleza del crecimiento. Por otra parte, la información en que se basa el indicador está disponible antes que los datos de contabilidad nacional para el mismo período de referencia. En cuanto a la situación actual, el indicador sugiere una mejora cíclica en el primer trimestre de 2012. Un 75 % de las series subyacentes aumentó en el primer trimestre durante al menos el horizonte que se considera fiable según los meses de dominancia cíclica.

En resumen, el enfoque denominado «meses de dominancia cíclica» parece ser una herramienta útil para diferenciar la evolución cíclica de la evolución irregular de los indicadores económicos, y ayuda a identificar los indicadores que pueden proporcionar señales tempranas de una variación cíclica. Si bien se centra en los indicadores con ratios de señal-ruido bajas y proporciona información puntual sobre el punto de giro, el enfoque no tiene en cuenta, sin embargo, la fortaleza de su relación con el crecimiento del PIB. Además, el conjunto de series incluidas en el indicador resumen utilizado para ilustrar los resultados y el sistema de ponderación aplicado no tienen por objeto la obtención de señales cuantitativas sobre la intensidad del crecimiento. Pese a ello, el indicador resumen parece detectar bastante bien, y en una etapa temprana,

Proporción de algunos indicadores de opinión que señalan una mejora cíclica

(porcentaje; tasas de crecimiento interanual)



Fuentes: Eurostat, Comisión Europea, Markit y cálculos del BCE. Nota: Para mejorar la lectura del gráfico, se han eliminado de él las tasas de crecimiento intertrimestral fuertemente negativas observadas durante la recesión. Las siglas MDC significan meses de dominancia cíclica.

los cambios en la dinámica subyacente del crecimiento. En cuanto a la situación cíclica actual de la zona del euro, los resultados sugieren que los aumentos observados en los indicadores económicos en el primer trimestre no se deben solamente al ruido, sino que es probable que reflejen una mejora cíclica genuina, si bien la evidencia para el segundo trimestre es aún demasiado limitada para poder extraer conclusiones.

4.3 MERCADO DE TRABAJO

Los mercados de trabajo de la zona del euro continúan deteriorándose. El empleo se redujo en la última parte de 2011 y la tasa de desempleo muestra una tendencia al alza. Los datos de las encuestas anticipan una nueva y negativa evolución en el período próximo.

El empleo se redujo un 0,2 %, en tasa intertrimestral, tanto en el tercer como en el cuarto trimestre de 2011, tras un crecimiento positivo en los dos primeros trimestres del año (véase cuadro 7). Al mismo tiempo, las horas trabajadas disminuyeron un 0,4 %, en tasa intertrimestral, en el cuarto trimestre. A nivel sectorial, y en términos intertrimestrales, los datos más recientes muestran que el empleo en la construcción registró una caída acusada, mientras que en la industria (excluida la construcción) y en los servicios el descenso fue menos pronunciado.

Como el crecimiento interanual del PIB cayó más en 2011 que el crecimiento del empleo, el crecimiento interanual de la productividad del trabajo por persona ocupada se redujo hasta el 0,9 % en el cuarto trimestre, desde el 2,2 % del primer trimestre del año (véase gráfico 32). Durante el mismo período, el crecimiento interanual de la productividad por hora trabajada pasó del 1,8 % al 0,7 %. En cuanto al primer trimestre de 2012, la evolución más reciente del índice PMI de productividad sugiere un crecimiento de esta variable prácticamente estable.

Cuadro 7 Crecimiento del empleo

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

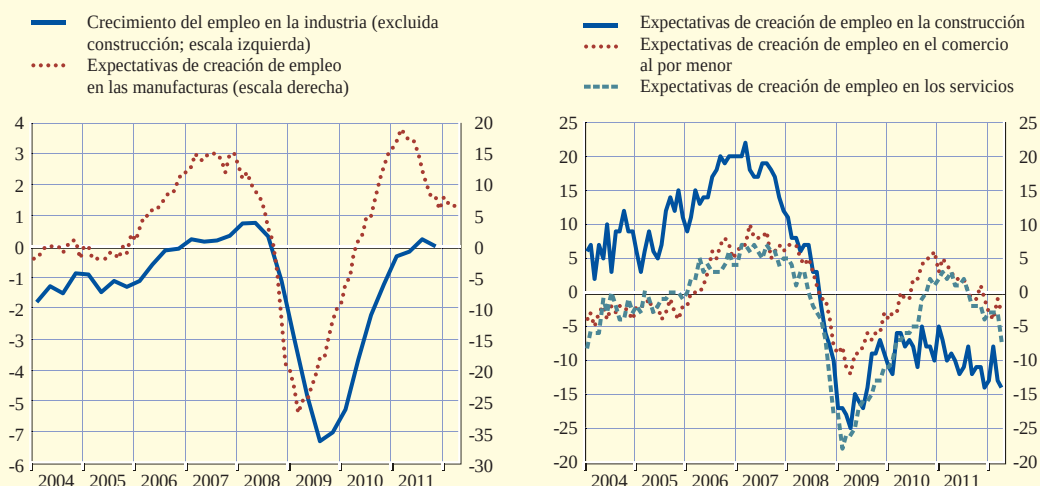
	Personas					Horas				
	Tasas interanuales		Tasas intertrimestrales			Tasas interanuales		Tasas intertrimestrales		
	2010	2011	2011 II	2011 III	2011 IV	2010	2011	2011 II	2011 III	2011 IV
Total de la economía	-0,5	0,1	0,2	-0,2	-0,2	0,0	0,2	-0,3	0,2	-0,4
<i>Del cual:</i>										
Agricultura y pesca	-0,9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

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)

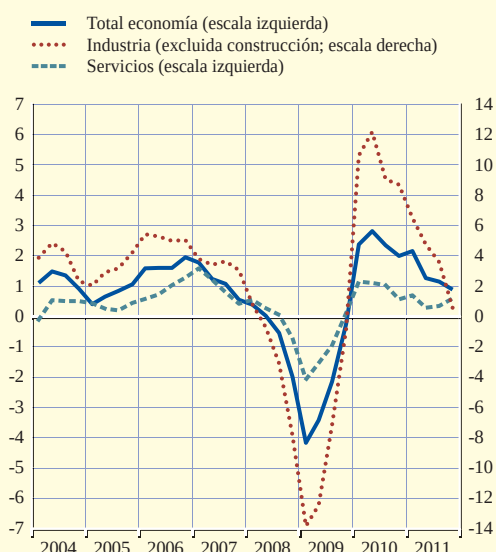


Fuentes: Eurostat y encuestas de opinión de la Comisión Europea.
Notas: Los saldos netos están ajustados a la media.

La tasa de paro muestra una tendencia al alza y se situó en el 10,9 % en marzo (véase gráfico 33), lo que supone un aumento de 0,1 puntos porcentuales con respecto a abril de 2011, que es el mes en el que la tasa de desempleo comenzó a aumentar de nuevo. Los indicadores de opinión apuntan al mantenimiento de una evolución negativa del empleo tanto en la industria como en los servicios a principios del

Gráfico 32 Productividad del trabajo por persona ocupada

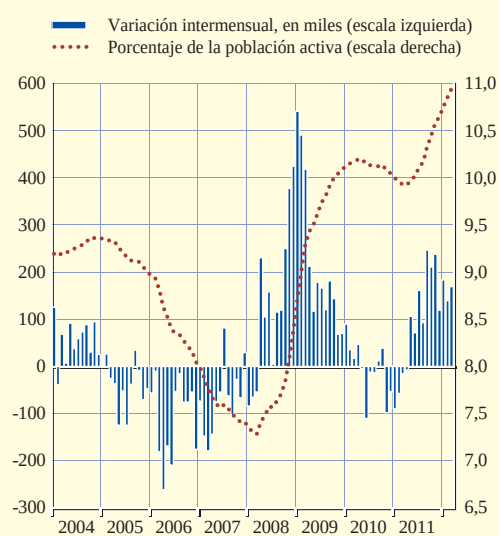
(tasas de variación interanual)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Gráfico 33 Desempleo

(datos mensuales desestacionalizados)



Fuente: Eurostat.

segundo trimestre de 2012 (véase gráfico 31). Además, la tasa de desempleo esperada para 2012 y 2013 ha sido revisado al alza en la última encuesta a expertos en previsión económica (véase recuadro 6 de la sección 3). No obstante, parte de esta revisión puede deberse a una revisión al alza de los datos históricos.

4.4 PERSPECTIVAS DE LA ACTIVIDAD ECONÓMICA

Los indicadores disponibles para el primer trimestre de 2012 siguen siendo coherentes con una estabilización de la actividad económica en un nivel bajo. Las últimas señales procedentes de las encuestas de opinión de la zona del euro ponen de manifiesto la existencia de incertidumbre. Al mismo tiempo, hay indicios de que continúa la recuperación a escala mundial. Más allá del corto plazo, se sigue esperando que la economía de la zona del euro se recupere gradualmente a lo largo del año, respaldada por la demanda exterior, los bajísimos tipos de interés a corto plazo vigentes en la zona del euro y todas las demás medidas adoptadas para favorecer el funcionamiento adecuado de la economía de la zona. Sin embargo, se prevé que las tensiones que todavía persisten en algunos mercados de deuda soberana de la zona del euro y su impacto en las condiciones de concesión de crédito, así como el proceso de ajuste en los balances de los sectores financiero y no financiero y el elevado desempleo, continúen moderando el dinamismo subyacente del crecimiento.

Estas perspectivas económicas siguen estando sujetas a riesgos a la baja, relacionados, en particular, con la intensificación de las tensiones en los mercados de deuda de la zona del euro y con su posible contagio a la economía real de la zona, así como con nuevas subidas de los precios de las materias primas.