

EVOLUCIÓN ECONÓMICA Y MONETARIA

I ENTORNO EXTERIOR DE LA ZONA DEL EURO

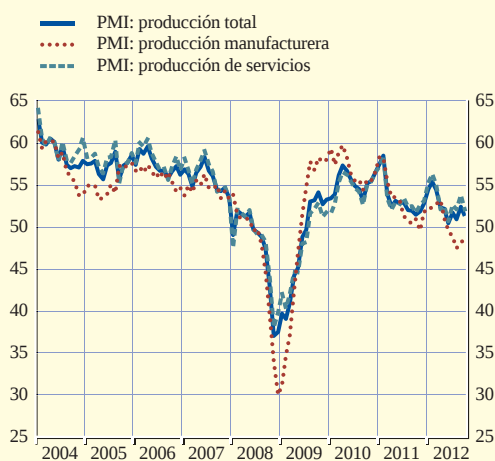
La recuperación de la economía mundial continúa, aunque de forma gradual y sigue estando sujeta a una notable fragilidad. Los datos de las encuestas de opinión más recientes sugieren cierta estabilización del clima económico a comienzos del cuarto trimestre, aunque en niveles bajos. Pese a la moderación del crecimiento, más bien sincronizada, observada en los meses anteriores del año, el ritmo general de la expansión en las economías emergentes ha seguido siendo sólido en comparación con las economías avanzadas. A escala mundial, la inflación general repuntó ligeramente en septiembre como consecuencia de la evolución de los precios del petróleo, mientras que la inflación subyacente continuó moderándose.

I.1 EVOLUCIÓN DE LA ECONOMÍA MUNDIAL

La gradual recuperación de la economía mundial sigue su curso, aunque continúa estando sujeta a una notable fragilidad. Aunque el ritmo de crecimiento experimentó una desaceleración en todas las regiones en los meses anteriores de este año, los indicadores de opinión más recientes sugieren que el clima económico se ha estabilizado hasta cierto punto a comienzos del cuarto trimestre, aunque en niveles bajos, y se prevé que la actividad se fortalezca gradualmente en el corto plazo. En octubre, el índice PMI global de producción de manufacturas y servicios descendió hasta 51,3 tras el fuerte aumento, hasta 52,4, registrado en septiembre, debido a la menor entrada de nuevos pedidos. A escala mundial, el sector servicios sigue aventajando en sus resultados al sector manufacturero, ya que los proveedores de servicios continúan declarando un sólido crecimiento de la actividad industrial, mientras que las empresas manufactureras registraron una nueva contracción de la producción, aunque a un ritmo más lento. La persistente debilidad de la confianza empresarial y de los consumidores, la fragilidad del mercado de trabajo y el proceso de saneamiento de los balances seguirán limitando el ritmo de crecimiento en varias economías avanzadas. En las economías emergentes, se prevé que el crecimiento del PIB, aunque está experimentando una desaceleración, siga siendo sólido en comparación con las economías avanzadas, lo que supondrá una mayor contribución al crecimiento de la economía mundial.

Gráfico 1 PMI: producción mundial

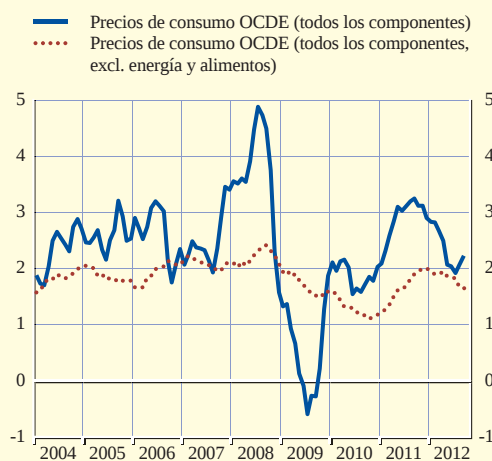
(índice de difusión; datos mensuales desestacionalizados)



Fuente: Markit.

Gráfico 2 Evolución internacional de los precios

(datos mensuales; tasas de variación interanual)



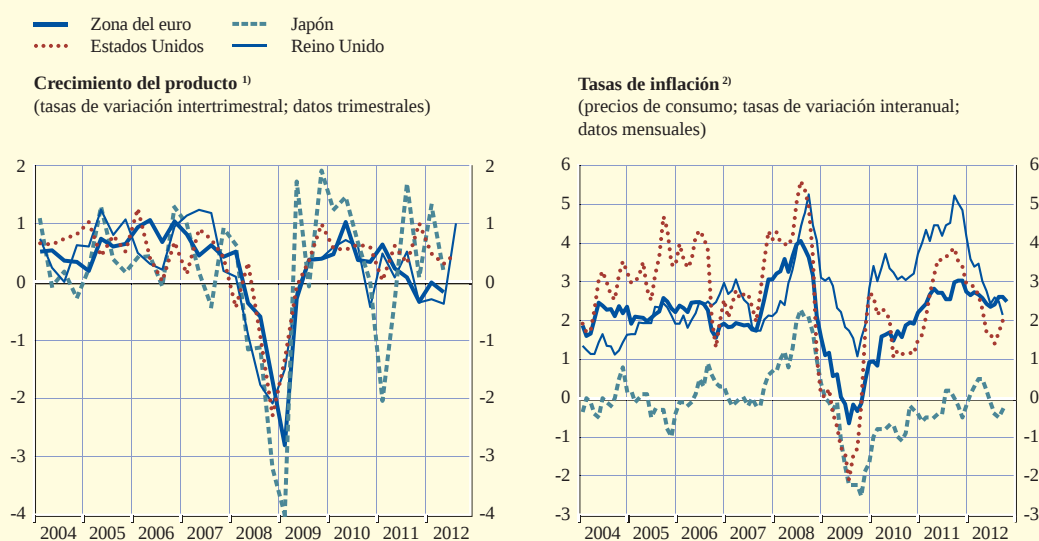
Fuente: OCDE.

La inflación mundial volvió a repuntar ligeramente en septiembre, impulsada en gran medida por los precios más altos de la energía. En los países de la OCDE, la inflación medida por los precios de consumo aumentó hasta el 2,2 % en el año transcurrido hasta septiembre, desde el 2,1 % observado en agosto. Excluidos la energía y los alimentos, la tasa de inflación interanual se redujo aún más, hasta el 1,6 % en septiembre, desde el 1,7 % de agosto. En varias economías emergentes, las tasas de inflación interanual también aumentaron, pero se mantienen notablemente por debajo de los máximos registrados el pasado año.

ESTADOS UNIDOS

En Estados Unidos el PIB real registró una aceleración en el tercer trimestre de 2012. Según la estimación de avance de la Oficina de Análisis Económico (Bureau of Economic Analysis), el PIB real creció a una tasa anualizada del 2 % (0,5 % en tasa intertrimestral) en el tercer trimestre de 2012, frente al 1,3 % (0,3 % en tasa intertrimestral) del segundo trimestre. El incremento observado en el tercer trimestre estuvo determinado, principalmente, por las contribuciones positivas del gasto en consumo personal (1,4 puntos porcentuales al crecimiento del PIB real) y por un repunte del gasto público, que registró la tasa de crecimiento intertrimestral más alta de los tres últimos años, sumando 0,7 puntos porcentuales al crecimiento del PIB. La actividad económica en el tercer trimestre también se vio favorecida por la aceleración de la inversión residencial privada, que contribuyó 0,3 puntos porcentuales al crecimiento. Por otra parte, la demanda exterior neta supuso un lastre para el crecimiento (-0,2 puntos porcentuales), ya que caída de las exportaciones fue más acusada que la de las importaciones, y tanto la inversión no residencial como las existencias privadas restaron al crecimiento del PIB real 0,1 puntos porcentuales. El crecimiento de la renta personal disponible registró una desaceleración hasta el 0,8 %, en términos reales y tasa anualizada, desde el 3,1 % del segundo trimestre, lo que dio lugar a una caída de la tasa de ahorro personal, que se situó en el 3,7 %, frente al 4 % del segundo trimestre.

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.

Los indicadores recientes sugieren que la economía ha seguido creciendo a un ritmo moderado en el cuarto trimestre de 2012. En octubre, el número de empleos del sector no agrícola aumentó en 171.000, más de lo previsto por los analistas del mercado y por encima de la cifra revisada al alza de septiembre, que ascendía a 148.000. No obstante, la tasa de paro aumentó ligeramente hasta el 7,9%, desde el 7,8%. Como resultado de la mejora sostenida del mercado de la vivienda, la confianza de los constructores siguió aumentando en octubre, tras el incremento, a un ritmo sólido, de las cifras de ventas de nuevas viviendas correspondientes a septiembre. Además, los precios de la vivienda mantuvieron su movimiento alcista en agosto y, según el índice S&P/Case-Shiller, se situaban un 2% por encima de los niveles de agosto de 2011. La confianza de los consumidores mejoró de nuevo en octubre. Por lo que respecta a las empresas el índice que elabora el Institute for Supply Management para el sector manufacturero, correspondiente a octubre, aumentó ligeramente de 51,5 a 51,7, mientras que el índice correspondiente al sector no manufacturero experimentó una contracción, pasando de 55,1 en septiembre a 54,2 en octubre.

Por lo que respecta a la evolución de los precios, la inflación interanual, medida por el IPC aumentó desde el 1,7% registrado en agosto hasta el 2% en septiembre, principalmente como consecuencia del incremento de los precios de la energía. La tasa media de inflación interanual correspondiente al tercer trimestre se redujo ligeramente, hasta el 1,7%, desde el 1,9% del trimestre anterior. La inflación interanual de los precios de los alimentos continuó moderándose, situándose en el 1,6% frente al máximo del 4,7% alcanzado en octubre de 2011. Excluidos la energía y los alimentos, la inflación interanual registró el primer incremento desde abril de 2012, aumentando hasta el 2% en septiembre, desde el 1,9% de agosto.

El 24 de octubre de 2012, el Comité de Operaciones de Mercado Abierto de la Reserva Federal afirmó que la actividad económica había continuado su expansión a un ritmo moderado, aunque reconoció que el crecimiento del empleo había sido lento y que la tasa de paro seguía siendo elevada. El Comité manifestó su intención de seguir comprando bonos de titulización hipotecaria de agencias a un ritmo de 40 mm de dólares estadounidenses al mes, conforme a lo anunciado en septiembre. Asimismo, se propone continuar con el programa de ampliación del vencimiento medio de sus tenencias de valores hasta final de año, así como con la política actual de reinvertir los pagos de principal de sus tenencias de deuda de agencias y de bonos de titulización hipotecaria de agencias. El Comité decidió, además, no modificar la banda del 0% al 0,25% fijada como objetivo para el tipo de interés de los fondos federales y anticipó que probablemente se justifique mantener dicho tipo en niveles excepcionalmente bajos como mínimo hasta mediados de 2015.

JAPÓN

En Japón, los indicadores económicos siguen apuntando a un deterioro de la actividad económica en el tercer trimestre de 2012. Por el lado interno, la producción industrial experimentó una contracción del 4,1% en septiembre. Esta caída es la mayor registrada desde el terremoto de marzo de 2011 y la tercera caída mensual consecutiva. Las ventas del comercio al por menor solo aumentaron un 0,4% en septiembre. Los temores ante una posible desaceleración de la demanda mundial y los efectos negativos de las tensiones entre China y Japón fueron los principales motivos mencionados como factores determinantes del descenso de los índices de clima económico en septiembre: el índice de difusión del sector manufacturero de la encuesta Tankan de Reuters registró una caída de 12 puntos, hasta -17, y el índice de difusión de confianza de los consumidores se redujo hasta 40,1 (desde 40,5). El índice PMI del sector manufacturero, correspondiente a octubre, bajó de 48,0 a 46,9. En el mercado de trabajo, la tasa de paro se mantuvo estable en el 4,2% en septiembre. La debilidad del entorno exterior fue otro lastre para la actividad económica. La balanza comercial experimentó una caída sustancial, registrando un déficit de 980 mm de yenes en septiembre, el mayor déficit contabilizado en el país hasta la fecha.

La inflación interanual medida por el IPC se situó en el -0,3% en septiembre. Por su parte, la inflación subyacente (excluidos la energía, los alimentos y las bebidas) se mantuvo estable en un nivel del -0,6%, en tasa interanual, frente al -0,5% del mes anterior. Para hacer frente a la deflación, el 30 de octubre de 2012 el Banco de Japón decidió incrementar el volumen total de su programa de compra de activos en unos 11 billones de yenes, hasta 91 billones, y anunció la puesta en marcha de un mecanismo para estimular los préstamos bancarios, la «Facilidad de Estímulo del Crédito Bancario». En el marco de dicho mecanismo se proporciona financiación a largo plazo —hasta un importe equivalente al aumento neto de los préstamos— a un tipo de interés reducido a las instituciones financieras que lo soliciten. No existe un tope para las cantidades que pueden solicitarse al amparo de esta facilidad. El Banco de Japón mantuvo sin variación, entre el 0% y el 0,1%, el objetivo fijado para los tipos de interés.

REINO UNIDO

Según una estimación provisional, en el Reino Unido, el PIB real creció a una tasa intertrimestral del 1% en el tercer trimestre de 2012. Se registraron aumentos generalizados en los servicios y la producción, mientras que la construcción siguió contrayéndose. El aumento general fue atribuible, en gran medida, a factores transitorios, como la celebración de las Olimpiadas en Londres. No obstante, también se aprecian algunos indicios de que el crecimiento subyacente se va adentrando lentamente en territorio positivo. Algunos indicadores cuantitativos recientes, como las ventas del comercio al por menor, han mostrado un relativo dinamismo en los últimos meses, aunque los indicadores de opinión correspondientes a octubre han sido, en general, menos favorables. La situación del mercado de trabajo ha seguido mejorando, con una caída de la tasa de paro de 0,2 puntos porcentuales, hasta el 7,9%, en los tres meses transcurridos hasta agosto de 2012. Sin embargo, de cara al futuro, la recuperación económica probablemente seguirá siendo lenta en el corto plazo, y que solo cobre impulso de forma muy gradual, ya que se prevé que el crecimiento de la demanda interna siga estando limitado por las restrictivas condiciones de concesión de crédito, el ajuste de los balances de los hogares y las sustanciales restricciones presupuestarias.

La inflación interanual medida por el IPC descendió hasta el 2,2% en septiembre, desde el 2,5% de agosto, mientras que si se excluyen la energía y los alimentos no elaborados, la tasa se mantuvo sin variación en el 2,2%. La caída de la inflación medida por el IPC se debió enteramente a efectos de base de los precios de la energía. De cara al futuro, la existencia de capacidad productiva sin utilizar y la lenta recuperación de la actividad económica deberían contribuir a moderar las presiones inflacionistas. En su reunión de 4 de octubre, el Comité de Política Monetaria del Bank of England mantuvo el tipo de interés oficial en el 0,5% y el volumen de su programa de compras de activos en 375 mm de libras esterlinas.

CHINA

La situación económica en China ha mejorado en los últimos meses. El crecimiento del PIB real se ralentizó ligeramente en tasa interanual en el tercer trimestre, situándose en el 7,4%, frente al 7,6%. Sin embargo, este descenso oculta un sólido aumento en cifras desestacionalizadas, ya que la economía creció un 2,2% en tasa intertrimestral, el mejor resultado obtenido en cuatro trimestres, frente al 2% del trimestre anterior. Según estimaciones del BCE, el crecimiento en el tercer trimestre se vio respaldado, principalmente, por la demanda interna: el consumo y la inversión contribuyeron casi en igual medida, mientras que la demanda exterior neta solo contribuyó de forma moderada. El crecimiento de la producción industrial, la inversión en activos fijos y las ventas del comercio al por menor también registraron una aceleración en septiembre. El mercado de la vivienda se debilitó ligeramente tras un fuerte repunte en agosto. Tanto el PMI oficial del sector manufacturero como el del HSBC aumentaron en octubre, situándose el índice oficial justo por encima de 50, lo que confirma la pujanza del crecimiento. El crecimiento de las exportaciones totales repuntó con fuerza en septiembre, hasta el 10% en tasa interanual. El aumento del crecimiento de las importaciones fue más moderado, pero de nuevo se tornó positivo, tras una caída en agosto. Como resultado, la balanza comercial

acumulada de doce meses contabilizó un superávit de 198 mm de dólares estadounidenses, la cifra más alta registrada desde diciembre de 2009. Las reservas exteriores se incrementaron en 12 mm de dólares estadounidenses, hasta situarse en 3,29 billones de dólares. En octubre, el renminbi casi revirtió por completo la moderada depreciación frente al dólar estadounidense observada entre mayo y septiembre. Tanto la inflación medida por el IPC como la inflación subyacente se situaron por debajo del 2% en septiembre, mientras que la inflación medida por el índice de precios industriales siguió siendo negativa por séptimo mes consecutivo. El crecimiento de los préstamos y del agregado monetario amplio experimentó una ligera aceleración.

1.2 MERCADOS DE MATERIAS PRIMAS

Durante la mayor parte de octubre, los precios del petróleo fluctuaron entre 110 y 115 dólares estadounidenses el barril. El 7 de noviembre, el precio del barril de Brent se situaba en 109 dólares estadounidenses. De cara al futuro, los participantes en los mercados prevén precios más bajos en el medio plazo, y los futuros con entrega en diciembre de 2013 se negocian actualmente a 101 dólares estadounidenses el barril.

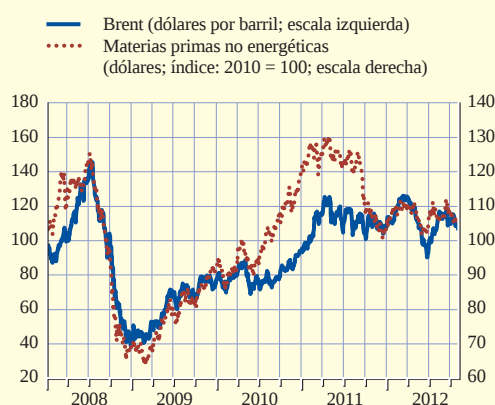
La volatilidad que han mostrado recientemente los precios del petróleo puede explicarse por la interacción de varios factores de oferta y de demanda. Por el lado de la demanda, la inquietud respecto a las perspectivas de la economía mundial ha presionado a la baja sobre los precios del petróleo como consecuencia del menor crecimiento de la demanda. Sin embargo, por el lado de la oferta, las tensiones geopolíticas han ejercido presión al alza sobre los precios del crudo. Además, la producción de petróleo de la OPEP cayó en septiembre hasta el nivel mínimo de los ocho últimos meses, dado que el aumento de la oferta de Iraq y Libia no bastó para compensar las caídas de la producción en Irán en particular. A medio plazo, la Agencia Internacional de la Energía espera una expansión de la capacidad de producción de petróleo muy superior al incremento previsto de la demanda, principalmente como consecuencia del mayor crecimiento de la producción en América del Norte y de la capacidad iraquí.

Los precios internacionales de las materias primas no energéticas descendieron en octubre. Los precios de los metales bajaron como resultado de la moderación de las perspectivas económicas, mientras que las señales de una reposición de las existencias hicieron aumentar el precio del mineral de hierro. Los precios de las materias primas agrícolas continuaron su caída tras los máximos registrados en junio y julio, como consecuencia de las sequías registradas en Estados Unidos. En términos agregados, el índice de precios de las materias primas no energéticas (denominado en dólares estadounidenses) se situaba, hacia finales de octubre, un 1,3% por encima del nivel de comienzos del año.

1.3 TIPOS DE CAMBIO

Entre finales de julio y principios de noviembre de 2012, el tipo de cambio efectivo del euro se apreció en un entorno de descenso de la volatilidad. El 7 de noviembre 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

Gráfico 4 Evolución de los precios de las materias primas

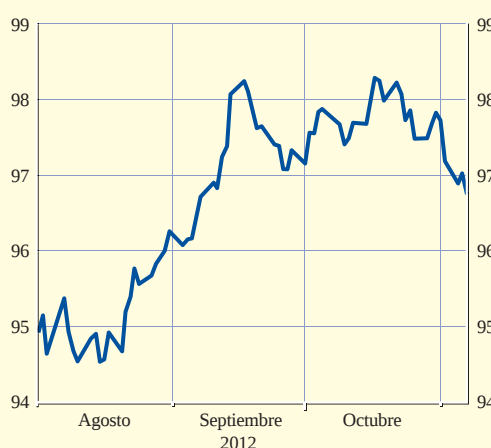


Fuentes: Bloomberg y HWWI.

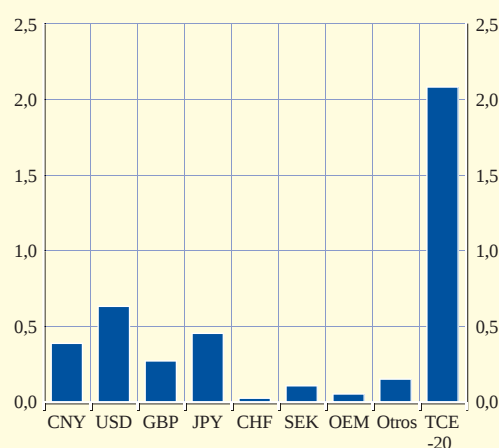
Gráfico 5 Tipo de cambio efectivo del euro (TCE-20) y sus componentes¹⁾

(datos diarios)

Índice: 1 1999 = 100



Contribuciones a las variaciones del TCE 20²⁾
Del 31 de julio al 7 de noviembre 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 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.

euro, se situaba un 2,1 % por encima del nivel registrado a finales de julio de 2012 y un 6,5 % por debajo de la media de 2011 (véase gráfico 5).

En términos bilaterales, en los tres últimos meses el euro se ha apreciado, en general, frente a la mayoría de las principales monedas. Entre el 31 de julio y el 7 de noviembre de 2012, la moneda única se

Cuadro I Evolución del tipo de cambio del euro¹⁾

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

	Ponderación en el TCE-20	Nivel a 7 de noviembre de 2012	Apreciación (+)/depreciación (-) del euro a 7 de noviembre de 2012 desde:		
			31 de julio de 2012	2 de enero de 2012	en comparación con: media de 2011
Renminbi chino	18,8	7,977	2,1	-2,2	-11,3
Dólar estadounidense	16,9	1,275	3,8	-1,5	-8,4
Libra esterlina	14,9	0,798	1,8	-4,4	-8,0
Yen japonés	7,2	102,1	6,3	2,6	-8,0
Franco suizo	6,5	1,207	0,4	-0,7	-2,1
Zloty polaco	6,2	4,113	0,2	-8,1	-0,2
Corona checa	5,0	25,40	0,6	-0,4	3,3
Corona sueca	4,7	8,555	2,3	-4,2	-5,3
Won coreano	3,9	1.384	-0,3	-7,4	-10,2
Forint húngaro	3,2	282,1	1,1	-10,3	1,0
TCEN ²⁾		96,7	2,1	-2,8	-6,5

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).

apreció frente al dólar estadounidense (un 3,8%), el yen japonés (un 6,3%) y la libra esterlina (un 1,8%). Durante el mismo período, el euro se apreció también frente a las monedas de los grandes países asiáticos exportadores de materias primas, así como frente a las monedas de la mayoría de los Estados miembros de la UE no pertenecientes a la zona del euro (véase cuadro 1). La volatilidad en los mercados, medida a partir de los precios de las opciones sobre tipos de cambio, ha seguido reduciéndose en los tres últimos meses y, por consiguiente, se mantiene por debajo de las medias históricas.

Entre el 31 de julio y el 7 de noviembre de 2012, las monedas que participan en el MTC II se han mantenido, en general, estables frente al euro, cotizando al tipo de cambio correspondiente a las respectivas paridades centrales o en 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.

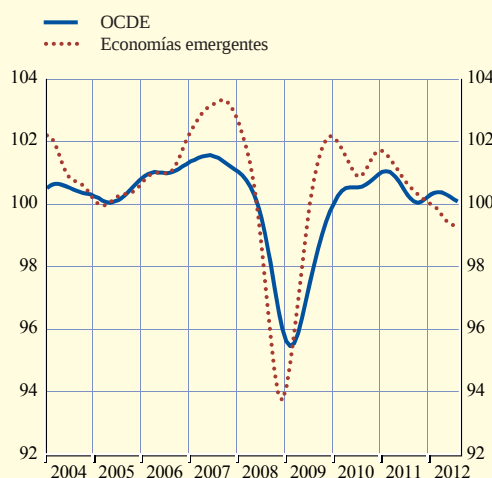
1.4 PERSPECTIVAS DEL ENTORNO EXTERIOR

De cara al futuro, se espera que la actividad económica registre un gradual fortalecimiento en un contexto de mejora de la situación financiera y de políticas monetarias acomodaticias. El componente de nuevos pedidos del índice PMI compuesto global sobrepasó en septiembre el umbral de 50 que separa la expansión de la contracción y solo experimentó un ligero descenso, hasta 51,3, en octubre. Esta estabilización del clima económico indica un comienzo más positivo de cara al cuarto trimestre y sugiere que, a escala mundial, podría haberse superado el bache. Por su parte, el indicador sintético adelantado, que tiene por objeto anticipar los puntos de giro en la actividad económica en relación con la tendencia, sigue apuntando a una moderación del ritmo de crecimiento, tanto en el espacio de la OCDE como en las principales economías no pertenecientes a esta organización.

Las perspectivas del entorno exterior de la zona del euro siguen estando sujetas a un grado de incertidumbre considerable y los riesgos para las perspectivas mundiales se sitúan a la baja. Los efectos de contagio de una nueva intensificación de la crisis de la zona del euro siguen siendo el principal riesgo a la baja, al que hay que sumar los relacionados con el inminente endurecimiento de la política fiscal y la ampliación de los límites al endeudamiento en Estados Unidos, así como las tensiones geopolíticas en Oriente Medio, en donde la inquietud respecto a Irán podría distorsionar el suministro de petróleo, y en Asia Oriental, región en la que las tensiones entre Japón y China podrían afectar negativamente al comercio mundial.

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

Los datos monetarios de septiembre de 2012 continuaron señalando el lento ritmo de expansión monetaria y crediticia subyacente. Es probable que la ligera relajación de las tensiones en los mercados financieros en septiembre incitara a los inversores institucionales de la zona del euro a reducir sus colchones de liquidez, lo que se tradujo en salidas de M3, a pesar de que la tasa de crecimiento interanual de este agregado monetario amplio se mantuvo prácticamente sin variación. Los préstamos de las IFM al sector privado de la zona del euro siguieron contrayéndose, debido a las significativas amortizaciones netas de préstamos a sociedades no financieras, ya que las restricciones de oferta se conjugaron con una débil demanda de préstamos bancarios. Al mismo tiempo, la evolución de los balances de las entidades de crédito en septiembre ofrece los primeros indicios de una menor fragmentación financiera en la zona del euro, que son visibles especialmente en el reajuste de los depósitos de no residentes en la zona, en favor de algunos países que habían registrado salidas anteriormente.

EL AGREGADO MONETARIO AMPLIO M3

La tasa de crecimiento interanual de M3 de la zona del euro se mantuvo prácticamente sin cambios en septiembre y se situó en el 2,7%, frente al 2,8% del mes anterior (véase gráfico 7). La escasa variación de esta tasa oculta cuantiosas salidas mensuales del agregado monetario amplio. Las tensiones en los mercados financieros se relajaron ligeramente en septiembre, en el contexto del anuncio por parte del BCE de la realización de operaciones monetarias de compraventa y de las decisiones legales que allanan el camino para la puesta en marcha del Mecanismo Europeo de Estabilidad (MEDE). A su vez, es probable que esta circunstancia haya provocado, hasta cierto punto, la reversión de los colchones de liquidez creados por los inversores institucionales en meses anteriores en respuesta a la incertidumbre. De hecho, el detalle por instrumento y sector muestra que las salidas de M3 de septiembre estuvieron impulsadas por las tenencias de los componentes más líquidos y volátiles (es decir, M1 e instrumentos negociables) por parte de otros intermediarios financieros (OIF).

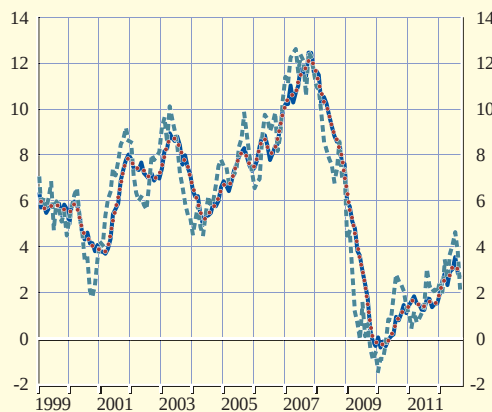
En cuanto a las contrapartidas de M3, los préstamos de las IFM al sector privado no financiero volvieron a contraerse, como consecuencia de las significativas amortizaciones netas mensuales de préstamos a sociedades no financieras. Sin embargo, esta contracción fue contrarrestada por un ligero incremento de la tasa de crecimiento interanual del crédito concedido a las Administraciones Públicas.

El volumen de los principales activos de las IFM de la zona del euro se redujo nuevamente en septiembre, aunque en una medida mucho menor que en agosto. Esta disminución se debió, sobre todo, a la disminución de los préstamos interbancarios, de los activos exteriores y de los préstamos a las sociedades no financieras.

Gráfico 7 Crecimiento de M3

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

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



Fuente: BCE.

PRINCIPALES COMPONENTES DE M3

El componente monetario más líquido, el agregado monetario M1, registró claras salidas en septiembre, tras cuatro meses consecutivos de entradas. Su tasa de crecimiento interanual disminuyó hasta el 5 % en septiembre, frente al 5,2 % del mes anterior. El hecho de que las salidas reflejen, en su práctica totalidad, una reducción de los colchones de liquidez mantenidos por los inversores institucionales indica que la evolución estuvo impulsada, principalmente, por la ligera relajación de las tensiones en los mercados financieros. En el contexto del anuncio por parte del BCE de su programa de operaciones monetarias de compraventa y de las decisiones legales que allanan el camino para la puesta en marcha del Mecanismo Europeo de Estabilidad (MEDE), los inversores institucionales de la zona del euro parecen haber desplazado su liquidez hacia activos de mayor riesgo. Además, parece que los inversores internacionales reestructuraron ligeramente la asignación de sus fondos entre los Estados miembros de la zona del euro. En este entorno, las entidades de crédito de países con dificultades financieras registraron entradas de depósitos, en detrimento de los depósitos mantenidos en IFM ubicadas en países percibidos como refugios seguros.

La tasa de crecimiento interanual de los depósitos a corto plazo distintos de los depósitos a la vista (M2 menos M1) se mantuvo en el 0,6 % en septiembre, prácticamente sin variación con respecto al mes anterior. En concreto, los depósitos de ahorro a corto plazo (disponibles con preaviso hasta tres meses) registraron entradas adicionales procedentes de los hogares. En cambio, los depósitos a plazo hasta dos años permanecieron básicamente estancados. Sin embargo, se observaron flujos mensuales positivos en algunos Estados miembros de la zona del euro que anteriormente habían registrado salidas provocadas por las tensiones, lo que se debe no solo a los mayores esfuerzos de las entidades de crédito de estas jurisdicciones para atraer y retener una financiación estable mediante los depósitos, sino también a los cambios regulatorios que favorecieron las entradas en depósitos de los fondos procedentes de valores a corto plazo.

En cuanto a los principales componentes de M3, los instrumentos negociables (M3 menos M2) registraron las mayores salidas en septiembre, que hicieron que su tasa de crecimiento interanual cayera al -1,4 %, frente al -0,3 % de agosto. Aunque todos los instrumentos se vieron afectados por retiradas en septiembre, el grueso de las salidas se registró en las cesiones temporales, impulsadas en su totalidad por los OIF. Esta evolución ofrece indicios adicionales de que los inversores institucionales redujeron sus colchones de depósitos creados en respuesta a la incertidumbre. Las participaciones en fondos del mercado monetario experimentaron salidas por cuarto mes consecutivo, en un entorno de rentabilidades reales muy bajas.

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) se situó en el 2,4 % en septiembre, sin variación con respecto al mes anterior. Todos los sectores salvo los OIF —cuyas tenencias de depósitos es sabido que son volátiles y que responden a consideraciones de cartera— contribuyeron positivamente al crecimiento interanual de los depósitos de M3.

PRINCIPALES CONTRAPARTIDAS DE M3

La tasa de crecimiento interanual del crédito concedido por las IFM a residentes en la zona del euro se mantuvo sin variación en el 0,5 % en septiembre (véase cuadro 2). Este resultado oculta los movimientos opuestos que registraron las tasas de crecimiento interanual del crédito otorgado por las IFM a las Administraciones Públicas y del crédito al sector privado de la zona del euro. En particular, la tasa de crecimiento interanual del crédito de las IFM a las Administraciones Públicas se elevó al 8,3 % en septiembre, frente al 8,1 % de agosto. Aunque este incremento fue moderado, la evolución mensual fue notable, ya que las IFM volvieron a realizar considerables adquisiciones de valores de deuda pública en

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 IV	2012 I	2012 II	2012 III	2012 Ago	2012 Sep
M1	51,9	2,0	2,4	2,9	4,7	5,2	5,0
Efectivo en circulación	9,0	6,2	6,1	5,5	5,3	5,2	4,3
Depósitos a la vista	42,9	1,2	1,7	2,4	4,6	5,2	5,1
M2 - M1 (= otros depósitos a corto plazo)	39,7	2,1	2,5	2,6	1,3	0,7	0,6
Depósitos a plazo hasta dos años	18,6	1,6	3,0	2,3	-1,1	-2,5	-2,9
Depósitos disponibles con preaviso hasta tres meses	21,1	2,5	2,1	2,9	3,6	3,7	4,0
M2	91,6	2,1	2,5	2,8	3,2	3,2	3,1
M3 - M2 (= instrumentos negociables)	8,4	-3,6	-0,1	2,6	1,7	-0,3	-1,4
M3	100,0	1,5	2,2	2,7	3,1	2,8	2,7
Crédito a residentes en la zona del euro		1,1	1,2	1,3	0,8	0,5	0,5
Crédito a las Administraciones Públicas		1,4	5,2	8,4	8,8	8,1	8,3
Préstamos a las Administraciones Públicas		-2,1	-4,6	-1,7	1,5	1,7	1,7
Crédito al sector privado		1,1	0,3	-0,3	-1,0	-1,2	-1,3
Préstamos al sector privado		1,8	0,7	-0,1	-0,5	-0,6	-0,8
Préstamos al sector privado ajustados de ventas y titulizaciones ²⁾		2,0	1,1	1,4	-0,1	-0,2	-0,4
Pasivos financieros a más largo plazo (excluidos capital y reservas)		2,6	0,4	-2,4	-4,4	-4,5	-5,0

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.

septiembre. Estas adquisiciones fueron relativamente generalizadas en todos los países de la zona del euro y se llevaron a cabo en un entorno de relajación de las tensiones en los mercados financieros en relación con este tipo de activo. Pese a que las IFM aumentaron sus tenencias de deuda pública, no concedieron préstamos a las Administraciones Públicas en septiembre, en términos netos.

La contracción del crédito de las IFM al sector privado de la zona del euro continuó en septiembre y su tasa de variación interanual se situó en el -1,3%, frente al -1,2% de agosto. En concreto, los préstamos de las IFM al sector privado volvieron a reducirse en septiembre debido principalmente a las considerables amortizaciones de préstamos a las sociedades no financieras, que hicieron que la tasa de variación interanual cayera al -0,4%, desde el -0,2% de agosto. Además, las tenencias de valores distintos de acciones emitidos por el sector privado de la zona del euro en poder de las IFM descendieron en septiembre, lo que provocó un nuevo aumento de la tasa de descenso interanual de esta partida del balance. Esta evolución estuvo relacionada, sobre todo, con las tenencias de valores emitidos por sociedades instrumentales dedicadas a operaciones de titulización y refleja, por tanto, amortizaciones netas de bonos de titulización en poder de las IFM, en un entorno de escasa actividad de nuevas emisiones de este tipo de valores. Al mismo tiempo, en septiembre, las IFM aumentaron sus tenencias de acciones y otras participaciones emitidas por el sector privado no monetario.

Las significativas amortizaciones netas de préstamos otorgados por las IFM a las sociedades no financieras en septiembre provocaron una disminución adicional de la tasa de variación interanual de estos préstamos (ajustados de ventas y titulizaciones), que pasó a situarse en el -1,2%, frente al -0,5% de agosto (véase cuadro 3). La reducción de los préstamos concedidos a las sociedades no financieras afectó principalmente a los préstamos a corto plazo, que suelen estar asociados con la financiación del capital circulante, pero que también tienen una elevada tasa de cancelación natural. Aunque los préstamos a medio plazo (hasta cinco años) también registraron amortizaciones netas, el flujo neto en el caso de los préstamos a largo

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 IV	2012 I	2012 II	2012 III	2012 Ago	2012 Sep
Sociedades no financieras	42,5	1,7	0,7	0,1	-0,7	-0,7	-1,4
<i>Ajustados de ventas y titulizaciones</i> ²⁾	-	<i>2,0</i>	<i>0,9</i>	<i>0,3</i>	<i>-0,5</i>	<i>-0,5</i>	<i>-1,2</i>
Hasta un año	24,5	3,7	0,6	0,0	-0,7	-0,2	-1,9
De uno a cinco años	17,8	-2,6	-3,1	-2,7	-3,2	-3,3	-4,1
Más de cinco años	57,7	2,3	2,0	1,0	0,0	-0,1	-0,4
Hogares ³⁾	47,9	2,2	1,2	0,4	0,2	0,2	0,1
<i>Ajustados de ventas y titulizaciones</i> ²⁾	-	<i>2,3</i>	<i>1,9</i>	<i>1,4</i>	<i>1,0</i>	<i>0,9</i>	<i>0,9</i>
Crédito al consumo ⁴⁾	11,5	-2,0	-1,8	-2,1	-2,3	-2,5	-2,9
Préstamos para adquisición de vivienda ⁴⁾	72,8	3,0	1,8	0,9	0,8	0,8	0,7
Otras finalidades	15,7	1,8	0,9	0,2	-0,6	-0,6	-0,7
Empresas de seguros y fondos de pensiones	0,8	4,2	-3,1	-5,4	-9,2	-11,3	-9,0
Otros intermediarios financieros no monetarios	8,8	-0,2	-1,8	-3,4	-2,8	-3,5	-2,0

Fuente: BCE.

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

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

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

3) Según la definición del SEC 95.

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

plazo fue nulo. Una desaceleración adicional de los préstamos de las IFM a las sociedades no financieras sería coherente con las regularidades históricas, dada la evolución actual y esperada de la actividad económica (véase también el recuadro 1). La tasa de crecimiento interanual de los préstamos otorgados por las IFM a los hogares se mantuvo sin variación en el 0,9% en septiembre, siendo reflejo de un escaso flujo mensual, que correspondió exclusivamente a préstamos para adquisición de vivienda.

En conjunto, la evolución de septiembre confirma la persistente atonía de los préstamos concedidos por las IFM al sector privado no financiero de la zona del euro, aunque la dinámica sigue siendo algo dispar entre países. La debilidad de los préstamos de las IFM al sector privado refleja una confluencia de factores de oferta y de demanda, cuya importancia varía también de un país a otro. En el recuadro 3 se muestran los resultados de la última encuesta sobre el acceso a la financiación de las pequeñas y medianas empresas de la zona del euro. Además, en el recuadro 4 se presenta un análisis más amplio del ahorro, la inversión y la financiación, desglosado por sector institucional.

A pesar de ciertas mejoras, la incertidumbre económica se mantiene y la actividad económica continúa siendo débil. Estos factores, combinados con la permanente necesidad de reducir las posiciones de apalancamiento de los hogares y las empresas, merman el apetito y la capacidad para contraer deuda. Al mismo tiempo, el recurso a la financiación interna y en los mercados está frenando la demanda de préstamos a las entidades de crédito en particular. Por lo que respecta a la oferta, el precario nivel de capital de algunos bancos está limitando su capacidad para ampliar sus carteras crediticias.

La tasa de crecimiento interanual de los pasivos financieros a más largo plazo (excluidos capital y reservas) continuó descendiendo en septiembre, hasta situarse en el -5%. Este resultado es reflejo de las salidas registradas en todos los instrumentos en septiembre, lo que sugiere que los flujos de salida que experimentaron los depósitos incluidos en M3 no beneficiaron a los instrumentos de las IFM a más largo plazo, sino que se dirigieron fundamentalmente hacia inversiones en el resto de plazos y con distintos

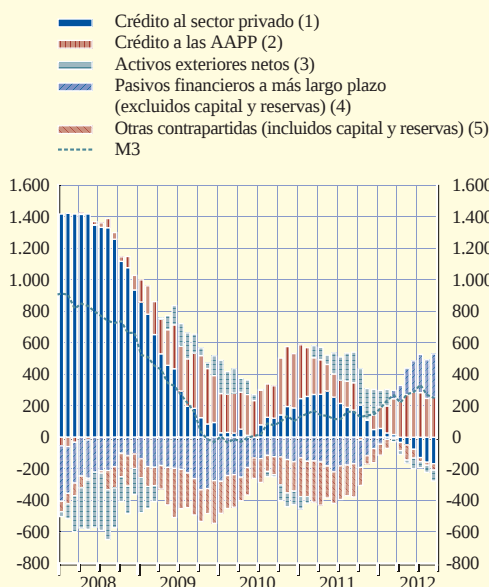
niveles de riesgo. La tasa de crecimiento interanual del capital y reservas se mantuvo sólida en septiembre, tras un flujo mensual positivo relacionado con un programa de apoyo público.

La posición acreedora neta frente al exterior de las IFM de la zona del euro registró una disminución de 68 mm de euros en los doce meses transcurridos hasta septiembre, por lo que solo influyó ligeramente en la evolución de M3 (véase gráfico 8). En términos mensuales, en septiembre se observó un moderado flujo de salida de capital desde la zona del euro, tras dos meses de entradas. Esta evolución responde, probablemente, a que parte de las reducciones de las tenencias de M3 por parte de los OIF en septiembre se utilizaron para financiar adquisiciones de activos exteriores, ya que la mejora del entorno de riesgo suele ir acompañada de un menor sesgo nacional.

En resumen, los datos de septiembre confirman que el ritmo de crecimiento monetario y crediticio subyacente ha sido lento durante un largo período. Es probable que las salidas registradas en M3 en septiembre sean reflejo de una cierta normalización de la asignación de carteras, tras la preferencia de los inversores institucionales por los depósitos líquidos en los meses anteriores. En conjunto, el crecimiento de M3 sigue siendo tenue. La evolución de los balances de las entidades de crédito en septiembre muestra los primeros indicios de una menor fragmentación financiera en la zona del euro y, sobre todo, un reajuste de los depósitos de no residentes en la zona, a favor de algunos países que anteriormente habían registrado salidas. Al mismo tiempo, los préstamos de las IFM al sector privado de la zona del euro continuaron contrayéndose, ya que las restricciones de oferta se conjugaron con una débil demanda de préstamos bancarios.

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.

Recuadro I

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

En este recuadro se presentan los principales resultados de la encuesta sobre préstamos bancarios en la zona del euro correspondiente al tercer trimestre de 2012 que realiza el Eurosistema y que se llevó a cabo entre el 25 de septiembre y el 9 de octubre de 2012¹.

En la zona del euro en su conjunto, el endurecimiento neto de los criterios que aplican las entidades de crédito para la aprobación de préstamos a empresas aumentó en el tercer trimestre de 2012, en

1 La fecha límite para la recepción de los datos de las entidades participantes fue el 9 de octubre de 2012. El 31 de octubre de 2012 se publicó una valoración exhaustiva de los resultados, que se puede consultar en la dirección del BCE en Internet.

comparación con la encuesta anterior. En cambio, estos criterios se mantuvieron básicamente estables para los préstamos para adquisición de vivienda y se relajaron ligeramente para el crédito al consumo. La percepción de riesgos contribuyó en mayor medida al endurecimiento neto de los criterios de aprobación de los préstamos a empresas, mientras que el efecto de este factor prácticamente no varió para los préstamos a hogares. En cambio, el impacto de los costes de financiación y la disponibilidad de fondos de las entidades disminuyó levemente en el caso de los préstamos a empresas y de manera más acusada en el de los préstamos a hogares. En cuanto a la demanda de préstamos a empresas, las entidades participantes en la encuesta señalaron que había registrado un descenso algo más pronunciado en términos netos en el tercer trimestre de 2012. Esta caída neta no estuvo relacionada con las inversiones en capital fijo, sino que más bien estuvo impulsada por las menores necesidades de financiación de operaciones de fusión y adquisición, así como de existencias y capital circulante, y también por el recurso a otras fuentes de financiación externas como la emisión de valores de renta fija y de acciones. En términos netos, la demanda de préstamos a hogares para adquisición de vivienda retrocedió a un ritmo más rápido en el tercer trimestre que en el segundo, mientras que la contracción neta de la demanda de crédito al consumo disminuyó ligeramente. De cara al futuro, las entidades participantes en la encuesta esperan un grado similar de endurecimiento neto de los criterios de aprobación de préstamos a empresas y de préstamos para adquisición de vivienda, y cierta moderación de los aplicados al crédito al consumo, así como que el descenso neto de la demanda de préstamos a empresas y a hogares se ralentice en el cuarto trimestre de 2012.

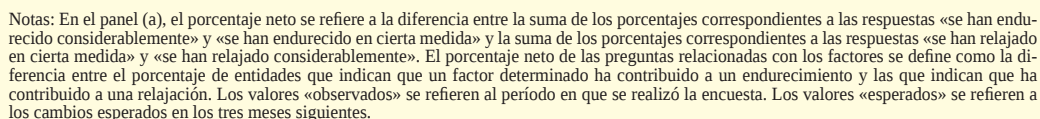
Préstamos y líneas de crédito a empresas

En el tercer trimestre de 2012, el porcentaje neto² de entidades que señaló que los criterios de aprobación de los préstamos y líneas de crédito a empresas habían registrado un endurecimiento se incrementó hasta el 15 % (en comparación con el 10 % del trimestre anterior; véase gráfico A). El endurecimiento fue mayor de lo esperado en la encuesta realizada tres meses antes (el 10 %). Este aumento se registró, en términos netos, tanto en los préstamos a corto plazo como en los préstamos a largo plazo. Además, el endurecimiento neto de los criterios de aprobación se incrementó en el caso de los préstamos a pequeñas y medianas empresas (pymes), mientras que se mantuvo básicamente estable en el de los préstamos a grandes empresas.

Si se consideran los factores determinantes de esta evolución, el porcentaje neto de entidades de crédito de la zona del euro que indicó que los costes de financiación y la disponibilidad de fondos habían contribuido al endurecimiento de los criterios de aprobación de nuevos créditos disminuyó hasta el 3 % en el tercer trimestre de 2012, frente al 7 % del segundo trimestre. En términos netos se observó cierta moderación de la contribución de factores como el nivel de capital de las entidades (el 7 %, frente al 11 % del segundo trimestre), el acceso de las entidades a la financiación en los mercados (el 3 %, frente al 6 % del trimestre anterior) y su situación de liquidez (el -2 %, frente al 3 %). Al mismo tiempo, el impacto restrictivo derivado del nivel de capital de las entidades siguió siendo más acusado que el causado por los otros dos factores, lo que indica la necesidad de ajuste de los balances de las entidades de crédito. En cambio, el efecto de la percepción de riesgos en el endurecimiento de los criterios de aprobación aumentó, debido fundamentalmente a unas expectativas más negativas relativas a la actividad económica en general (el 28 %, frente al 22 % del segundo trimestre de 2012).

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»).

(porcentaje neto)

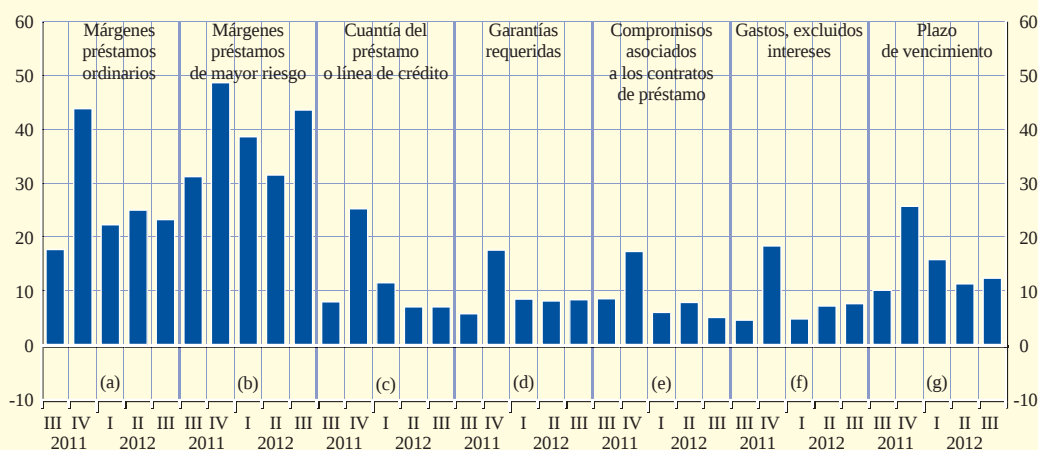


El aumento del endurecimiento neto señalado por las entidades de crédito de la zona del euro participantes en la encuesta quedó reflejado en el mayor incremento de los márgenes de los préstamos de mayor riesgo (véase gráfico B), mientras que las otras condiciones prácticamente no variaron. La ampliación de los márgenes de los préstamos ordinarios apenas cambió con respecto al segundo trimestre (el 23 %, frente al 25 %), mientras que en los márgenes aplicados a los préstamos de mayor riesgo aumentó considerablemente tras haber disminuido en las dos encuestas anteriores (hasta el 44 %, desde el 32 %), lo que apunta a una diferenciación de precios en relación con el riesgo más pronunciada por parte de las entidades. 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) básicamente no registró variaciones.

De cara al futuro, en términos netos, las entidades de crédito de la zona del euro esperan un grado similar de endurecimiento neto de los criterios de aprobación de los préstamos a empresas en el cuarto trimestre de 2012 (el 13%). Se prevé un ligero endurecimiento adicional de estos criterios que afectará a las grandes empresas (el 10%) más que a las pymes (el 7%), y principalmente a los préstamos a largo plazo.

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».

En el tercer trimestre de 2012, el descenso neto de la demanda de préstamos por parte de las empresas fue más acusado que en el trimestre precedente (el -27%, frente al -25%) y mayor de lo esperado por las entidades participantes en la encuesta anterior (el -8%). Además, la caída neta de la demanda pareció

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

(porcentaje neto)



Nota: 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.

haber sido prácticamente similar para las grandes empresas y para las pymes (el -24 % y el -23 %, respectivamente), aunque más pronunciada en el caso de los préstamos a largo plazo que en el de los préstamos a corto plazo (el -24 % y el -17 %, respectivamente).

Según indicaron las entidades encuestadas, la caída neta de la demanda estuvo impulsada principalmente por el sustancial impacto negativo de las necesidades de financiación de operaciones de fusión y adquisición (el -17 %, frente al -13 %) y de las asociadas a existencias y capital circulante (el -11 %, frente al -4 %). El recurso a otras fuentes de financiación externas también contribuyó a la mayor contracción neta de la demanda de préstamos. En términos netos, las entidades de crédito de la zona del euro señalaron que la emisión de valores de renta fija (el -5 %, frente al 0 % del segundo trimestre de 2012), la emisión de acciones (el -2 %, en comparación con el 2 % del segundo trimestre) y los préstamos de instituciones no bancarias (el -2 %, frente al -1 %) habían contribuido en mayor medida al descenso neto de la demanda. En cambio, el impacto negativo sobre las necesidades de financiación de las empresas derivado de las inversiones en capital fijo y de las fuentes de financiación internas contribuyó algo menos a la disminución neta de la demanda de préstamos.

De cara al futuro, las entidades de crédito esperan un descenso neto considerablemente menor de la demanda de préstamos a empresas en el cuarto trimestre de 2012 (el -10 %), así como que este descenso corresponda en mayor medida a las grandes empresas (el -9 %) que a las pymes (el -6 %) y que afecte más a los préstamos a largo plazo (el -11 %) que a los préstamos a corto plazo (el -4 %).

Préstamos a hogares para adquisición de vivienda

En el tercer trimestre de 2012, el porcentaje neto de entidades que señaló que los criterios de aprobación de los préstamos a hogares para adquisición de vivienda se habían endurecido descendió ligeramente, hasta el 12 %, frente al 13 % del segundo trimestre (véase gráfico D). Este descenso fue menor

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.

de lo previsto en la encuesta anterior. Según las entidades encuestadas, la moderada reducción del endurecimiento neto observada en el tercer trimestre estuvo impulsada fundamentalmente por una pronunciada disminución de las presiones asociadas a los costes de financiación y la disponibilidad de fondos (hasta el 9 % en términos netos, frente al 14 % del segundo trimestre), mientras que el impacto de las expectativas relativas a la actividad económica en general y de las perspectivas relativas al mercado de la vivienda prácticamente no se modificó. Al igual que en la encuesta anterior, las entidades indicaron que el efecto de la presión de la competencia siguió siendo neutral.

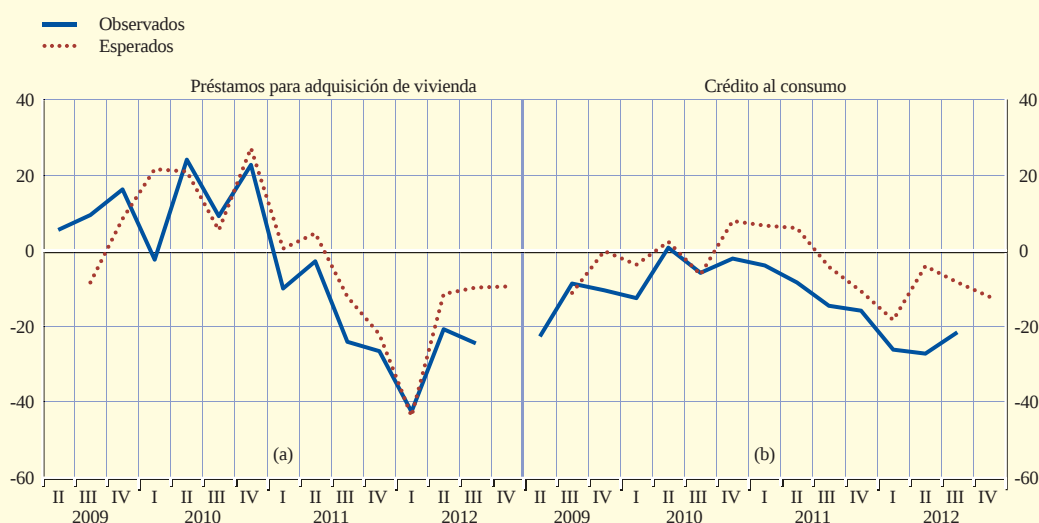
Las condiciones relacionadas con el precio y otras condiciones de las solicitudes de préstamo para adquisición de vivienda mostraron un comportamiento divergente en el tercer trimestre de 2012. Mientras que los márgenes aplicados a los préstamos ordinarios se mantuvieron básicamente estables (el 14 %, frente al 15 % del segundo trimestre de 2012), los aplicados a los préstamos de mayor riesgo disminuyeron ligeramente (el 19 %, frente al 21 %). Las respuestas relativas a otras condiciones de los nuevos créditos indican un ligero endurecimiento de la relación entre el principal y el valor de la garantía y de los gastos excluidos intereses, así como cierta moderación en el caso del plazo de vencimiento de los préstamos (el 3 %, frente al 5 %).

De cara al futuro, las entidades de crédito de la zona del euro esperan una ligera moderación del endurecimiento neto de los criterios de aprobación de los préstamos para adquisición de vivienda (el 9 %) para el cuarto trimestre de 2012.

Como en el caso de los préstamos a empresas, las entidades de crédito de la zona del euro señalaron una contracción más pronunciada de la demanda de préstamos para adquisición de vivienda en términos netos (el -25 %, frente al -21 % del segundo trimestre de 2012; véase gráfico E). Aunque el progresivo deterioro de las perspectivas relativas al mercado de la vivienda (el -14 %, frente al

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.

–25%) y de la confianza de los consumidores (el –23%, frente al –27%) contribuyó menos a este descenso neto que en la encuesta anterior, el recurso al ahorro de las familias como fuente de financiación alternativa contribuyó de manera algo más acusada a la caída neta de la demanda de préstamos para adquisición de vivienda (el –9%, frente al –8%).

De cara al futuro, las entidades esperan una nueva caída neta de la demanda de préstamos para adquisición de vivienda (el –9%) para el cuarto trimestre de 2012, aunque a un ritmo más lento que en el tercer trimestre del año.

Crédito al consumo y otros préstamos a hogares

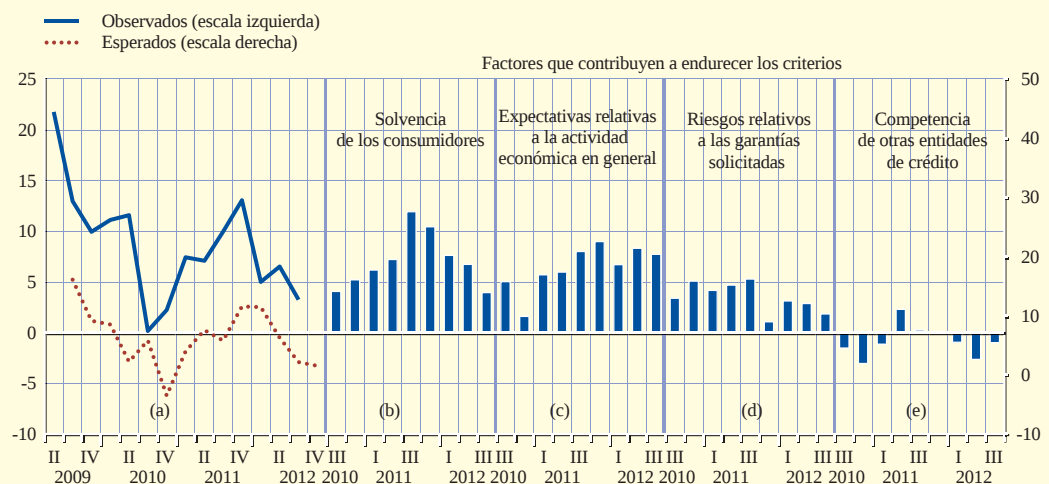
Para el tercer trimestre de 2012, las entidades de crédito de la zona del euro participantes en la encuesta indicaron que el endurecimiento neto de los criterios de aprobación del crédito al consumo y otros préstamos a hogares había disminuido ligeramente (el 3%, frente al 7%; véase gráfico F). Las presiones sobre los criterios procedentes del coste de financiación y la disponibilidad de fondos cayeron hasta el 1%, frente al 8% del segundo trimestre de 2012. Mientras que la percepción de riesgos relacionados con las perspectivas económicas prácticamente no se modificó, la relacionada con la solvencia de los consumidores descendió (hasta el 4%, frente al 7%). En cuanto a las condiciones de las nuevas operaciones de crédito al consumo, las entidades señalaron que, en términos netos, la ampliación de los márgenes de los préstamos de mayor riesgo y de los préstamos ordinarios aumentó ligeramente (hasta el 14% y el 13%, respectivamente). La contribución de las condiciones no relacionadas con el precio siguió siendo neutral, en general.

De cara al futuro, en términos netos, solo el 2% de las entidades espera que los criterios de aprobación del crédito al consumo y otros préstamos a hogares vuelvan a endurecerse en el cuarto trimestre de 2012.

En el tercer trimestre de 2012, la demanda de crédito al consumo continuó disminuyendo en términos netos, aunque a un ritmo más lento que en la encuesta anterior (el –22%, frente al –27% del trimestre

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.

precedente; véase gráfico E), debido principalmente a la desaceleración de la caída del gasto en bienes de consumo duradero (el -18 %, frente al -28 % del segundo trimestre) y a la menor disminución de la confianza de los consumidores (el -22 %, frente al -26 %).

De cara al futuro, las entidades esperan una ralentización considerable de la caída neta de la demanda de crédito al consumo en el cuarto trimestre de 2012 (el -12 %).

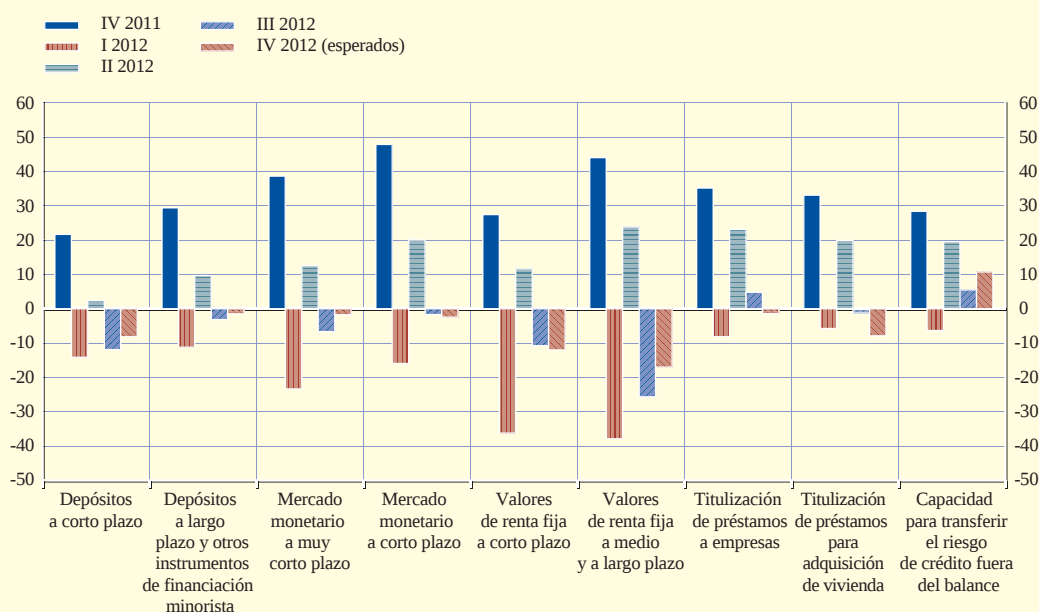
Pregunta ad hoc sobre el impacto de las turbulencias financieras

Al igual que en rondas anteriores, en la encuesta sobre préstamos bancarios en la zona del euro de octubre 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 tercer trimestre de 2012, así como hasta qué punto podrían seguir influyendo en el cuarto trimestre del año.

En términos netos, las entidades de la zona del euro participantes en la encuesta señalaron una mejora, en general, en el acceso a la financiación mayorista y minorista en comparación con el segundo trimestre de 2012, indicando que el acceso a los depósitos minoristas, a los mercados monetarios y a la emisión de valores de renta fija había mejorado en términos netos (véase gráfico G). Además, las condiciones de acceso a los mercados de titulización parecieron haberse deteriorado considerablemente menos en el tercer 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

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».

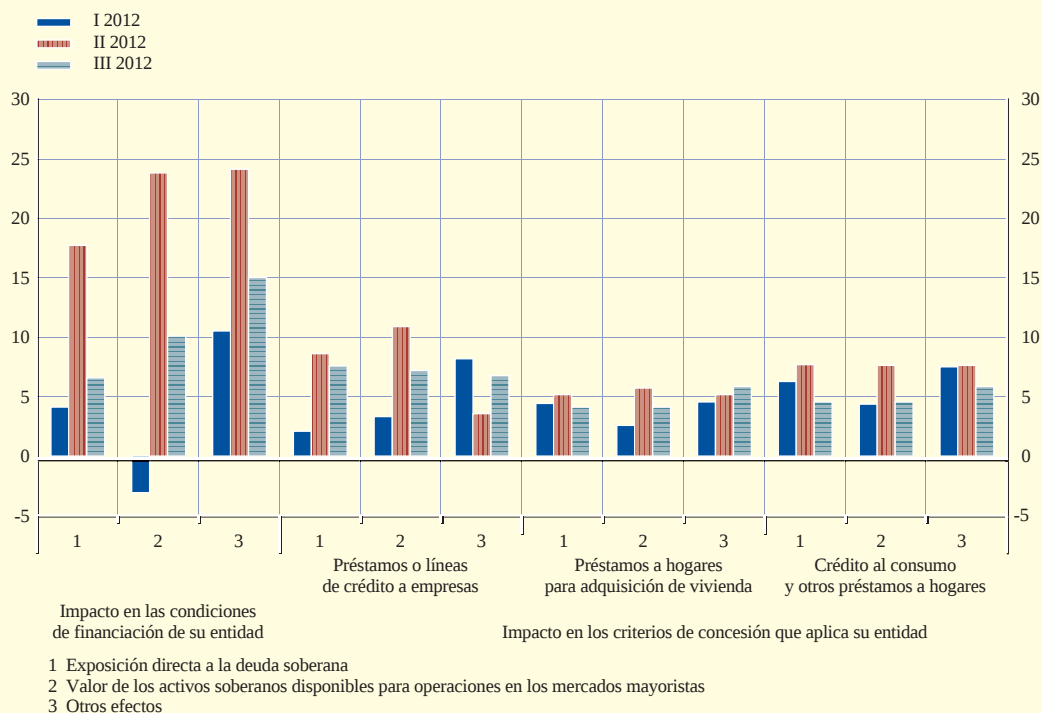
sintética). De cara al futuro, las entidades de crédito de la zona del euro esperan que las condiciones de acceso a la financiación minorista, a los mercados monetarios y a la emisión de valores de renta fija sigan mejorando, en términos netos, mientras que en el segmento de titulización esperan un deterioro neto adicional del acceso a los mercados en el cuarto trimestre de 2012.

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 de nuevos créditos

En la encuesta de octubre de 2012 se incluyó también 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 de nuevos créditos. En promedio, solo el 11 % de las entidades de crédito de la zona del euro en términos netos —en comparación con el 22 % del segundo trimestre de 2012— atribuyó el deterioro de las condiciones de financiación a la crisis de la deuda soberana, a través de su exposición directa a este instrumento (el 7 %, en comparación con el 18 % del segundo trimestre), la reducción del valor de las garantías materializadas en deuda pública (el 10 %, en comparación con el 24 % de la encuesta anterior) u otros efectos (el 15 %, en comparación con el 24 %). Estos resultados sugieren que el impacto negativo de la crisis de la deuda soberana sobre las condiciones de financiación de las entidades disminuyó sustancialmente en el tercer trimestre de 2012. En comparación con el trimestre precedente, el efecto de la crisis en los criterios de aprobación

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».

aplicados por las entidades de la zona del euro a los nuevos créditos también se redujo ligeramente (hasta el 6%, en promedio, en el caso tanto de los préstamos a sociedades no financieras como a hogares; véase gráfico H). Esta evolución es acorde, en líneas generales, con el menor impacto de los costes de financiación y la disponibilidad de fondos de las entidades sobre los criterios de aprobación de los préstamos a empresas y a hogares.

2.2 EMISIONES DE VALORES

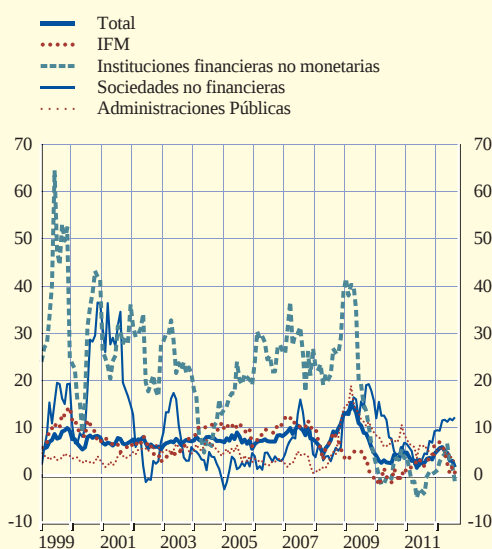
La tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones emitidos por residentes en la zona del euro disminuyó en agosto de 2012, como consecuencia de la reducción de las emisiones de estos valores por parte de la mayoría de los sectores, salvo el de las sociedades no financieras. El crecimiento interanual de los valores distintos de acciones emitidos por este último sector mantuvo la tendencia al alza registrada el año anterior, posiblemente debido a que sustituyeron, en cierta medida, a la financiación mediante préstamos bancarios. La tasa de crecimiento interanual de la emisión de acciones cotizadas descendió ligeramente en agosto y se mantuvo en un nivel moderado, sobre todo como consecuencia de la actual contracción de la emisión de acciones por parte de las IFM.

VALORES DISTINTOS DE ACCIONES

En agosto de 2012 la tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones emitidos por residentes en la zona del euro se redujo 0,3 puntos porcentuales con respecto al mes anterior, situándose en el 3,7 % (véase cuadro 4). Esta moderación fue consecuencia de los descensos tanto de la tasa de crecimiento interanual de la emisión de valores distintos de acciones a largo plazo (en 0,1 puntos porcentuales, hasta situarse en el 3,9%) como de la tasa de crecimiento interanual de la emisión de valores a corto plazo (en 3,1 puntos porcentuales, hasta situarse en el 1,6%), que registró mayor volatilidad. La tasa de crecimiento semestral anualizada desestacionalizada de las emisiones de valores distintos de acciones, que muestra mejor las tendencias a corto plazo, disminuyó hasta el 1,7%, desde el 3 % de julio, siendo así reflejo de la desaceleración de la actividad emisora en los últimos meses. Utilizando la misma medida, las emisiones de valores distintos de acciones descendieron en todos los sectores, con la excepción del sector de las sociedades no financieras, en el que se incrementaron hasta el 12,2 % (véase gráfico 9). De hecho, las emisiones a corto plazo fueron negativas en el caso de las instituciones financieras no monetarias (-1,3%), mientras que experimentaron una moderación en el sector de las IFM y se situaron en el 0,6 % en agosto. Además, la tasa de crecimiento semestral anualizada desestacionalizada de las emisiones de las Administraciones Públicas registró una nueva contracción y se situó en el 2,7% en agosto, frente al 3,5% del mes anterior.

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.

Cuadro 4 Valores emitidos por residentes en la zona del euro

Sector emisor	Saldo vivo (mm de euros) Agosto 2012	Tasas de crecimiento interanual ¹⁾					
		2011 III	2011 IV	2012 I	2012 II	2012 Jul	2012 Ago
Valores distintos de acciones	16.799	3,5	3,1	4,1	4,2	4,0	3,7
IFM	5.640	2,0	3,3	4,6	3,8	4,2	3,7
Instituciones financieras no monetarias	3.232	-0,5	-1,2	-0,5	2,5	1,4	0,7
Sociedades no financieras	951	4,9	5,0	6,7	9,3	10,6	10,8
Administraciones Públicas	6.976	6,6	4,9	5,8	4,7	4,4	4,1
De las cuales:							
Administración Central	6.274	5,9	4,2	4,8	3,8	3,4	3,3
Otras Administraciones Públicas	702	14,6	13,2	16,8	14,3	14,8	12,5
Acciones cotizadas	4.185	1,9	1,6	1,6	1,4	1,0	0,9
IFM	350	12,4	10,0	10,8	10,0	5,8	4,6
Instituciones financieras no monetarias	305	5,0	5,2	3,6	3,1	2,8	3,2
Sociedades no financieras	3.531	0,4	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3

Fuente: BCE.

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

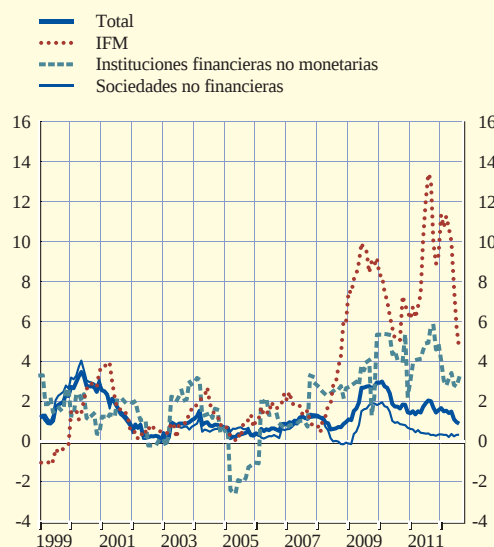
En los últimos meses la actividad de refinanciación ha seguido concentrada en las emisiones a largo plazo, especialmente a tipo de interés fijo. La tasa de crecimiento interanual de la emisión de valores distintos de acciones a largo plazo a tipo fijo registró un aumento adicional y se situó en el 5,2% en agosto, frente al 4,9% de julio. Al mismo tiempo, la tasa de variación interanual de la emisión de valores distintos de acciones a largo plazo a tipo de interés variable pasó a ser ligeramente negativa (-0,1%, frente al 0,6% de julio), manteniéndose por tanto en un nivel reducido.

Por sectores, en términos de tasas de crecimiento interanual, las emisiones de deuda disminuyeron generalizadamente en los sectores de las IFM, de las instituciones financieras no monetarias y de las Administraciones Públicas. En todos ellos, la actividad emisora se situó por debajo de la media histórica registrada durante el período transcurrido desde el año 2000, en particular en el caso de las instituciones financieras no monetarias. En cambio, la tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones emitidos por las sociedades no financieras repuntó ligeramente hasta situarse en el 10,8%, frente al 10,6% del mes precedente, un nivel algo superior a la media histórica del citado período, manteniendo así la tendencia al alza observada durante el pasado año. En concreto, al igual que ocurrió en julio, en agosto la mayor tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones a largo plazo emitidos por las sociedades no financieras compensó con creces el descenso del ritmo de avance interanual de las emisiones a corto plazo.

El crecimiento interanual de las emisiones de deuda pública volvió a descender en agosto, prolongando la tendencia registrada desde principios de

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.

este año. El crecimiento interanual de los valores distintos de acciones emitidos por el sector de Administraciones Públicas disminuyó hasta el 4,1 %, frente al 4,4 % del mes anterior.

En cuanto al sector financiero, la tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones emitidos por las IFM se redujo hasta el 3,7 %, desde el 4,2 % de julio, debido principalmente a la caída de las emisiones de valores distintos de acciones a corto plazo, mientras que la tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones a largo plazo emitidos por dicho sector se mantuvo prácticamente estable en agosto. Por último, la tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones emitidos por las instituciones financieras no monetarias disminuyó desde el 1,4 % en julio hasta el 0,7 % en agosto.

ACCIONES COTIZADAS

La tasa de crecimiento interanual de la emisión total de acciones cotizadas por parte de residentes en la zona del euro disminuyó ligeramente hasta situarse en el 0,9 % en agosto, debido a la continua moderación de las emisiones de acciones por parte de las IFM (véase gráfico 10). De hecho, la tasa de crecimiento interanual de las acciones emitidas por las IFM cayó nuevamente, pasando del 5,8 % en julio al 4,6 % en agosto, el nivel más bajo desde octubre de 2008. El crecimiento interanual de las acciones cotizadas emitidas por las sociedades no financieras se mantuvo sin variación en el 0,3 % en agosto, mientras que aumentó en el caso de las instituciones financieras no monetarias, situándose en el 3,2 %, frente al 2,8 % de julio.

2.3 TIPOS DE INTERÉS DEL MERCADO MONETARIO

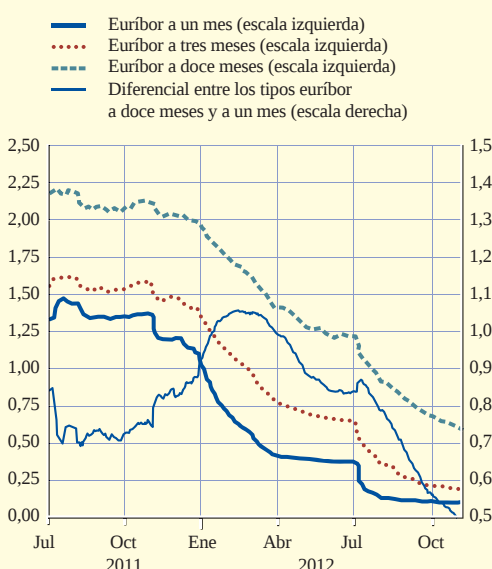
Los tipos de interés del mercado monetario descendieron entre principios de octubre y comienzos de noviembre de 2012. Por consiguiente, en el décimo período de mantenimiento de 2012, que comenzó el 10 de octubre, el eonia se mantuvo próximo a su mínimo histórico, reflejando la persistencia del abundante exceso de liquidez.

Los tipos de interés del mercado monetario sin garantías, medidos por el euríbor, descendieron entre principios de octubre y comienzos de noviembre de 2012. El 7 de noviembre, los tipos euríbor a un mes, a tres meses, a seis meses y a doce meses se situaron en el 0,11 %, el 0,20 %, el 0,38 % y el 0,60 %, respectivamente, es decir 0, 2, 5 y 8 puntos básicos, respectivamente, por debajo de los niveles observados el 4 de octubre. En consecuencia, 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 hasta situarse en 49 puntos básicos el 7 de noviembre, frente a los 56 puntos básicos del 4 de octubre (véase gráfico 11).

El tipo swap del eonia a tres meses se situó en el 0,07 % el 7 de noviembre, 2 puntos básicos por debajo del nivel observado el 4 de octubre. En consecuencia, el diferencial entre el euríbor a tres

Gráfico 11 Tipos de interés del mercado monetario

(porcentajes; diferencial en puntos porcentuales; datos diarios)



Fuentes: BCE y Thomson Reuters.

meses y el tipo *swap* del eonia al mismo plazo retrocedió 1 punto básico y se situó en 13 puntos básicos, cayendo así a bajos niveles que no se habían observado desde el cuarto trimestre de 2011.

El 7 de noviembre, los tipos de interés implícitos en los precios de los futuros del euríbor a tres meses con vencimiento en diciembre de 2012 y en marzo, junio y septiembre de 2013 disminuyeron 2, 5, 6 y 7 puntos básicos, respectivamente, en comparación con los niveles observados el 4 de octubre, y se situaron en el 0,17%, el 0,16%, el 0,17% y el 0,19%, respectivamente.

Entre el 4 de octubre y el final del noveno período de mantenimiento del año (el 9 de octubre), el eonia permaneció estable en torno al 0,09%, en un contexto de persistente exceso de liquidez. En el período de mantenimiento que comenzó el 10 de octubre, el eonia se mantuvo en el mismo nivel. Desde entonces, su volatilidad siguió siendo muy baja y, el 7 de noviembre, el eonia se situó igualmente en el 0,09%.

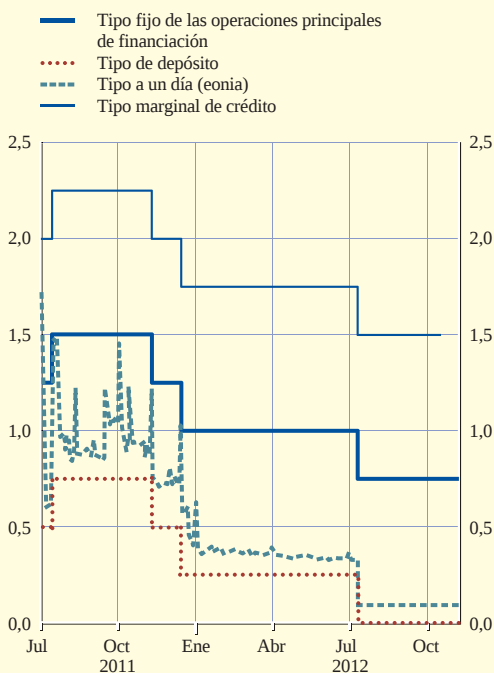
Entre el 4 de octubre y el 7 de noviembre, el Eurosistema realizó varias operaciones de financiación. En las operaciones principales de financiación del décimo período de mantenimiento, que se llevaron a cabo los días 9, 16, 23 y 30 de octubre y 6 de noviembre, el Eurosistema adjudicó 89,8 mm de euros, 91,8 mm de euros, 77,3 mm de euros, 83,7 mm de euros y 79,5 mm de euros, respectivamente. El Eurosistema también efectuó dos operaciones de financiación a plazo más largo (OFPML) en octubre, ambas mediante el procedimiento de subasta a tipo de interés fijo con adjudicación plena: una operación de financiación a plazo especial el 9 de octubre con plazo de vencimiento de un período de mantenimiento (en la que se adjudicaron 12,6 mm de euros) y una OFPML a tres meses el 31 de octubre (en la que se adjudicaron 6,2 mm de euros).

Además, el Eurosistema llevó a cabo cinco operaciones de absorción de liquidez a una semana los días 9, 16, 23 y 30 de octubre y 6 de noviembre, aplicando un procedimiento de subasta a tipo de interés variable con un tipo máximo de puja del 0,75%. Con estas operaciones, el Eurosistema absorbió totalmente la liquidez asociada a las adquisiciones realizadas en el marco del programa para los mercados de valores.

Tras permanecer estancado en niveles históricos durante el segundo trimestre de 2012, el exceso de liquidez se redujo moderadamente. Aunque el décimo período de mantenimiento del año, que comenzó el 10 de octubre, siguió caracterizándose por niveles significativos de exceso de liquidez, el recurso medio diario a la facilidad de depósito disminuyó hasta situarse en 257,5 mm de euros, frente a los 305,4 mm de euros del período de mantenimiento anterior. Esta evolución es consecuencia tanto del descenso del exceso total de liquidez, como del desplazamiento de una parte de dicho exceso de la facilidad de depósito a las cuentas corrientes de las entidades de crédito. A su vez, este desplazamiento se produjo tras la reducción del tipo de interés de la facilidad de depósito al 0,0%, que hizo que a las entidades de contrapartida

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

(porcentajes; datos diarios)



Fuentes: BCE y Thomson Reuters.

les resultara bastante indiferente utilizar la facilidad de depósito o la cuenta corriente. Al mismo tiempo, el saldo medio mantenido en la cuenta corriente se contrajo hasta situarse en 528,6 mm de euros (frente a 538,1 mm de euros en el período de mantenimiento previo).

2.4 MERCADOS DE RENTA FIJA

Entre finales de septiembre y principios de noviembre, el rendimiento de la deuda pública a largo plazo con calificación AAA de la zona del euro descendió unos 10 puntos básicos, hasta situarse en torno al 1,8% el 7 de noviembre. En Estados Unidos, el rendimiento de la deuda pública a largo plazo prácticamente no se modificó en ese período, y el 7 de noviembre se situó alrededor del 1,7%. Pese a que en la segunda mitad del período de referencia se registraron algunos aumentos, el rendimiento de la deuda pública a largo plazo emitida por los países de la zona del euro sometidos a tensiones financieras volvió a disminuir durante el período analizado, de modo que los diferenciales frente a los bonos alemanes se estrecharon. La incertidumbre existente en torno a la evolución futura de los mercados de renta fija de la zona del euro, medida por la volatilidad implícita de estos mercados, siguió reduciéndose, si bien a un ritmo más lento que en agosto y septiembre. Aunque los indicadores basados en los mercados han mostrado cierta volatilidad, sugieren que las expectativas de inflación siguen firmemente ancladas en niveles acordes con la estabilidad de precios.

Entre finales de septiembre y el 7 de noviembre de 2012, el rendimiento de la deuda pública a largo plazo con calificación AAA de la zona del euro descendió unos 10 puntos básicos, hasta situarse en torno al 1,8% el 7 de noviembre. En Estados Unidos, el rendimiento de la deuda pública a largo plazo prácticamente no se modificó en ese período, y el 7 de noviembre se situó alrededor del 1,7% (véase gráfico 13).

En la primera mitad de octubre, los rendimientos de la deuda pública a largo plazo de emisores con calificación AAA registraron fluctuaciones en ambas áreas económicas, como consecuencia de la publicación de información contradictoria sobre los mercados. Por ejemplo, al principio del período de referencia, el índice PMI compuesto global indicó una ligera mejora de las perspectivas de crecimiento, mientras que el FMI revisó a la baja sus previsiones de crecimiento mundial para 2012 y 2013. Es interesante señalar que la rebaja de dos niveles, hasta BBB-, de la calificación crediticia de España por parte de Standard & Poor's el 10 de octubre no tuvo un efecto negativo significativo en la evolución de los mercados de deuda soberana de la zona del euro en general, ni en el rendimiento de los bonos españoles en particular. Los rendimientos de la deuda pública a largo plazo de emisores con calificación AAA de la zona del euro

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 de Alemania, Austria, Finlandia, Francia y Países Bajos.

y de Estados Unidos se incrementaron unos 10 puntos básicos a mediados de octubre, tras la publicación de datos mejores de lo esperado en Estados Unidos. Esta mejora se revirtió en la segunda mitad del período analizado cuando se dieron a conocer noticias más desfavorables como la rebaja de la calificación crediticia de cinco Comunidades Autónomas españolas por parte de Moody's y las decisiones de carácter negativo sobre la calificación de algunas entidades de crédito de Francia y Bélgica, así como la publicación de datos decepcionantes sobre beneficios trimestrales en Estados Unidos.

En conjunto, el diferencial de tipos de interés nominales entre el rendimiento de la deuda pública a diez años de Estados Unidos y la de la zona del euro descendió ligeramente y el 7 de noviembre se situó en torno a 15 puntos básicos. En Japón, el rendimiento de la deuda pública al mismo plazo se mantuvo próximo al 0,8% durante el período de referencia, levemente por encima de los niveles más bajos registrados desde 2003.

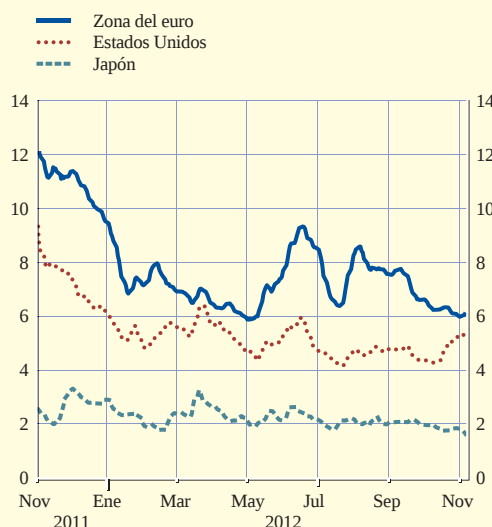
La incertidumbre de los inversores acerca de la evolución a corto plazo de los mercados de renta fija de la zona del euro, medida por la volatilidad implícita obtenida de las opciones, disminuyó de nuevo en octubre y a principios de noviembre, concretamente unos 30 puntos básicos, y el 7 de noviembre se situó próxima al 6,3% (véase gráfico 14). Pese a este descenso, la volatilidad de estos mercados de la zona del euro sigue siendo elevada en términos históricos y se encuentra en niveles próximos a los vigentes justo antes de la quiebra de Lehman Brothers. Por el contrario, en Estados Unidos, la volatilidad implícita aumentó alrededor de 120 puntos básicos hasta situarse en torno al 5,6% a principios de noviembre, todavía considerablemente por debajo de los niveles registrados justo antes de la quiebra de Lehman Brothers.

En cuanto a la evolución de los mercados de deuda soberana de la zona del euro, el rendimiento de la deuda de emisores soberanos sometidos a tensiones financieras continuó disminuyendo en la primera mitad del período de referencia. Esta caída siguió reflejando, en cierta medida, el anuncio por parte del BCE de las modalidades de ejecución de las operaciones monetarias de compraventa realizado el 6 de septiembre. La rebaja de la calificación crediticia de cinco Comunidades Autónomas españolas por parte de Moody's el 22 de octubre solo contrarrestó parcialmente los descensos registrados. Los retrocesos más acusados correspondieron a los tres países acogidos a programas de asistencia financiera. Entre finales de septiembre y principios de noviembre, el diferencial de rendimiento entre la deuda pública a largo plazo griega y la alemana se redujo más de 200 puntos básicos, mientras que los diferenciales de la deuda pública portuguesa e irlandesa disminuyeron unos 50 y 40 puntos básicos, respectivamente. Además, los diferenciales de la deuda española e italiana a largo plazo frente a los bonos alemanes retrocedieron alrededor de 20 puntos básicos.

Los rendimientos de la deuda pública a diez y cinco años indiciada a la inflación de la zona del euro

Gráfico 14 Volatilidad implícita de los mercados de deuda pública

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

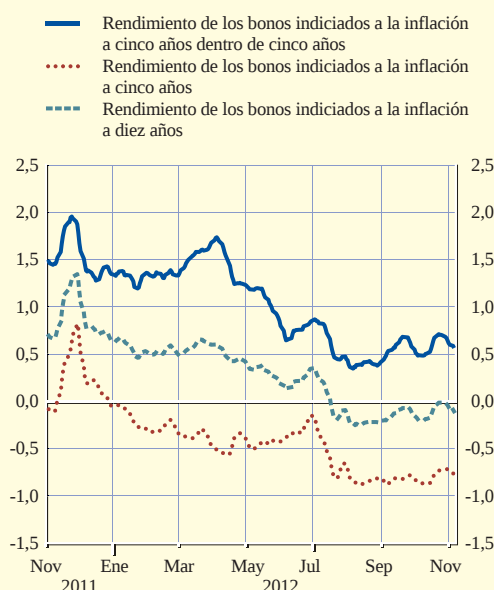


Fuente: Bloomberg.

Notas: Las series de volatilidad implícita reflejan las tasas de variación anualizadas esperadas de los precios de la deuda pública a diez años de Alemania, Japón y Estados Unidos en un período de hasta tres meses. Se basa en los valores de mercado de los correspondientes contratos de opciones negociados.

Gráfico 15 Rendimiento de los bonos cupón cero indicados a la inflación de la zona del euro

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

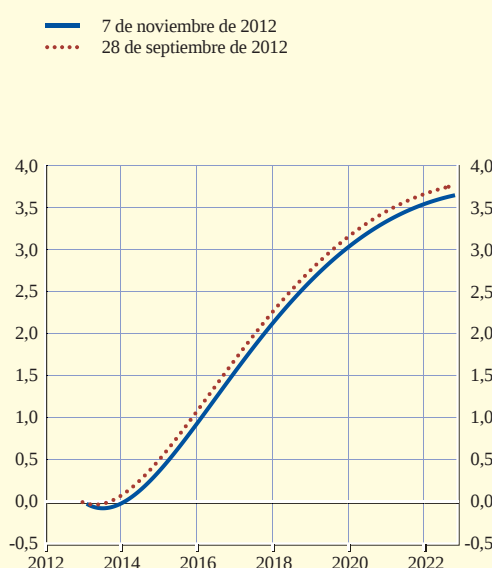


Fuentes: Thomson Reuters y cálculos del BCE.

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

Gráfico 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.

aumentaron unos 15 puntos básicos en octubre, antes de retroceder y situarse en los niveles observados a finales de septiembre, concretamente en torno al $-0,1\%$ y el $-0,8\%$, respectivamente (véase gráfico 15). Por lo tanto, los niveles de los tipos de interés reales a largo plazo de la zona del euro siguen siendo negativos y continúan reflejando la percepción bastante pesimista de los inversores acerca de las perspectivas de crecimiento a medio plazo. La curva de tipos *forward* a un día de la zona del euro prácticamente no se modificó en todos los plazos de vencimiento (véase gráfico 16).

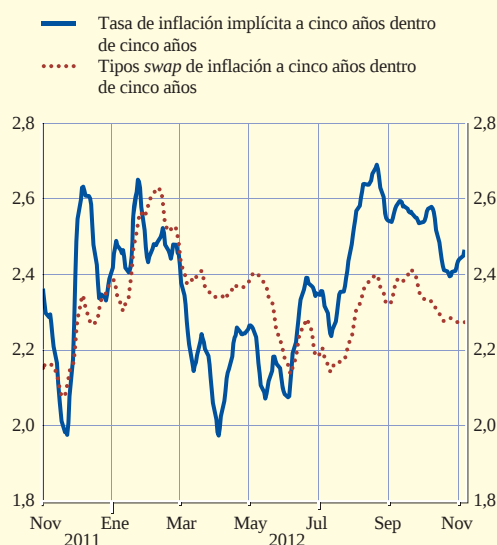
Por lo que respecta a los indicadores de los mercados financieros relativos a las expectativas de inflación a largo plazo en la zona del euro, las tasas de inflación implícitas a cinco años dentro de cinco años derivadas de los *swaps* de inflación y de los bonos indicados a la inflación descendieron ligeramente durante el período de referencia (véase gráfico 17). En concreto, la tasa de inflación implícita a cinco años dentro de cinco años obtenida de los bonos indicados a la inflación experimentó una acusada caída en octubre, aunque se recuperó levemente a principios de noviembre. En conjunto, esta tasa disminuyó unos 10 puntos básicos durante el período de referencia y el 7 de noviembre se situó en torno al $2,5\%$. El tipo *swap* de inflación con el mismo horizonte temporal también se redujo alrededor de 10 puntos básicos y el 7 de noviembre se situó aproximadamente en el $2,3\%$. Es muy probable que la reducción de la tasa de inflación implícita derivada de los bonos indicados a la inflación refleje una reversión parcial de las circunstancias específicas de mercado imperantes en agosto y

septiembre¹, más que un cambio real en las expectativas de inflación a largo plazo. En general, los indicadores basados en los mercados sugieren que las expectativas de inflación siguen estando firmemente ancladas en niveles acordes con la estabilidad de precios².

Entre finales de septiembre y el 7 de noviembre de 2012, los diferenciales de los valores de renta fija privada con calificación de grado de inversión emitidos por las instituciones financieras de la zona del euro (en comparación con el índice Merrill Lynch EMU de deuda pública con calificación AAA) experimentaron una caída en todas las categorías de calificación. Los diferenciales de los emisores con calificación BBB, AA y A descendieron unos 80, 20 y 15 puntos básicos, respectivamente, mientras que los de los bonos de emisores con calificación AAA disminuyeron marginalmente. En ese mismo período, los diferenciales de los valores de renta fija privada con calificación de grado de inversión emitidos por las sociedades no financieras también se redujeron. Mientras que el retroceso registrado por los bonos de emisores con calificación AA y A fue de unos 10 puntos básicos, el observado en los diferenciales de los emisores con calificación BBB fue más acusado, concretamente de alrededor de 30 puntos básicos. En conjunto, la evolución reciente de los rendimientos de los valores de renta fija privada sugiere una ligera mejora de las condiciones de financiación en los mercados para las empresas de los sectores financiero y no financiero.

Gráfico 17 Tasas de inflación implícitas en los bonos cupón cero de la zona del euro y tipos swap de inflación

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



Fuentes: Thomson Reuters y cálculos del BCE.

Notas: Desde finales de agosto de 2011, las tasas de inflación implícitas se calculan como la 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 indicida a la inflación de Francia y Alemania.

2.5 TIPOS DE INTERÉS DE LOS PRÉSTAMOS Y DE LOS DEPÓSITOS

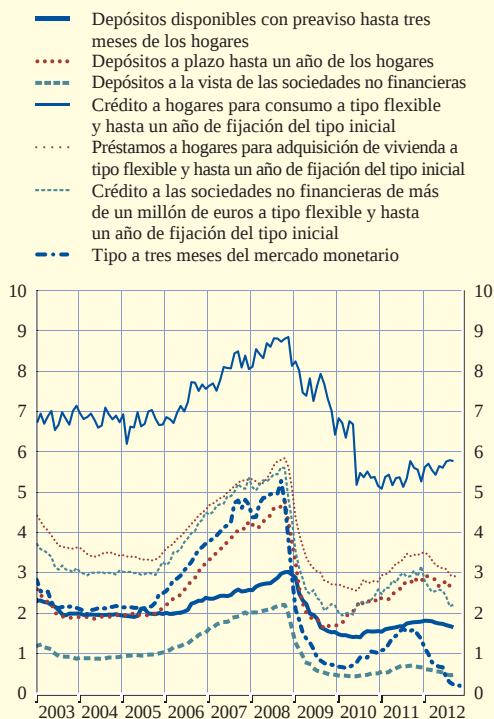
En septiembre de 2012, los tipos de interés aplicados por las IFM a los préstamos a largo plazo a las sociedades no financieras volvieron a descender ligeramente, reflejando así la transmisión de los recortes de los tipos de interés oficiales del BCE aplicados desde noviembre de 2011. Los diferenciales entre los tipos de los créditos de hasta un millón de euros y los de los créditos de más de un millón de euros concedidos al citado sector siguieron siendo elevados tanto para los vencimientos a corto plazo como a largo plazo. Los tipos de interés a corto plazo y a largo plazo de los préstamos a hogares para adquisición de vivienda prácticamente no se modificaron en septiembre. El diferencial entre los tipos de los préstamos a largo plazo y el rendimiento de la deuda pública a siete años con calificación AAA se mantuvo estable en el caso de los préstamos para adquisición de vivienda y disminuyó levemente en el de los préstamos a las sociedades no financieras.

1 Para más detalles, véase *Boletín Mensual*, BCE, octubre de 2012.

2 Para un análisis más detallado del anclaje de las expectativas de inflación a largo plazo, véase el artículo titulado «Evaluación del anclaje de las expectativas de inflación a largo plazo», *Boletín Mensual*, BCE, julio de 2012.

Gráfico 18 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)



Fuente: BCE.

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

Gráfico 19 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 préstamos y 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).

En septiembre de 2012, la mayor parte de los tipos de interés aplicados por las IFM a los depósitos a corto plazo de los hogares descendieron de nuevo. Este fue el caso de los tipos de los depósitos a la vista y de los depósitos disponibles con preaviso, mientras que los de los depósitos a plazo hasta un año experimentaron un ligero aumento en comparación con agosto. Los tipos de interés a corto plazo de los depósitos de las sociedades no financieras no se modificaron para los depósitos a la vista y se incrementaron levemente para los depósitos a plazo hasta un año. En cuanto a los tipos de interés aplicados por las IFM a los préstamos, los tipos a corto plazo de los préstamos a hogares para adquisición de vivienda y del crédito al consumo prácticamente no registraron variaciones en septiembre, situándose en el 2,9% y el 5,8%, respectivamente. Por lo que respecta a las sociedades no financieras, los tipos de interés a corto plazo de los créditos de más de un millón de euros aumentaron ligeramente, 5 puntos básicos, hasta situarse en el 2,2% en septiembre (véase gráfico 18), mientras que los correspondientes a los créditos de hasta un millón de euros se redujeron moderadamente, 7 puntos básicos, hasta el 3,9%. Pese a este descenso, el diferencial entre los tipos de interés a corto plazo de los créditos de hasta un millón de euros a las sociedades no financieras y los correspondientes a los créditos de más de un millón de euros todavía se mantuvo en un nivel elevado en septiembre (170 puntos básicos, en comparación con una media histórica

de 100 puntos básicos desde 2003). Esto puede indicar que las condiciones de financiación de las pequeñas y medianas empresas siguieron siendo peores que las de las grandes empresas. En promedio, los tipos de interés de los descubiertos de los hogares se incrementaron ligeramente, 5 puntos básicos, hasta el 8,6 %, mientras que los aplicados a los descubiertos de las sociedades no financieras permanecieron básicamente sin variación, en el 4 %. En conjunto, dado que el euríbor volvió a disminuir levemente en septiembre de 2012, concretamente 6 puntos básicos, los diferenciales entre el tipo de interés a tres meses del mercado monetario y los tipos de interés a corto plazo aplicados por las IFM a los préstamos a hogares y a las sociedades no financieras se ampliaron (véase gráfico 19).

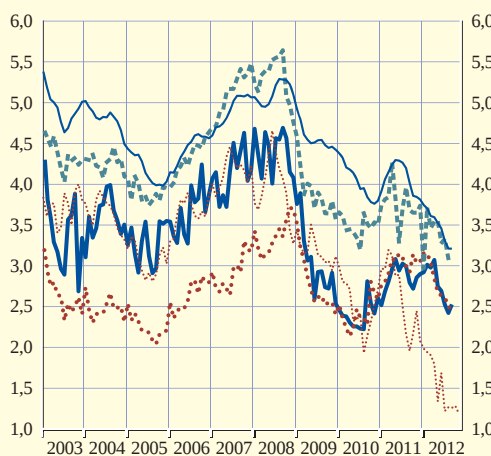
Desde una perspectiva de más largo plazo, desde principios de 2012, los tipos de interés a corto plazo aplicados por las IFM a los préstamos a hogares para adquisición de vivienda y a los préstamos a las sociedades no financieras han descendido alrededor de 50 a 60 puntos básicos. En gran medida, esta evolución refleja la transmisión de las variaciones de los tipos de mercado a los tipos de interés del crédito bancario, como consecuencia de los recortes de los tipos de interés oficiales del BCE aplicados desde noviembre de 2011 (75 puntos básicos en total). Además, la reducción de los tipos de interés de los préstamos a corto plazo también puede deberse a la mejora de la disponibilidad de fondos y de la situación patrimonial de las entidades de crédito, como indican, por ejemplo, los resultados de la encuesta sobre préstamos bancarios en la zona del euro (véase recuadro 1).

Por lo que respecta a los vencimientos a largo plazo, los tipos de interés aplicados por las IFM a los depósitos a largo plazo de los hogares volvieron a descender ligeramente en septiembre, 8 puntos básicos, hasta el 2,4 %, mientras que los de los depósitos de las sociedades no financieras se incrementaron 10 puntos básicos, hasta el 2,5 %. La mayor parte de los tipos de los préstamos a largo plazo otorgados a hogares para adquisición de vivienda prácticamente no variaron en septiembre. Concretamente, los tipos de interés de estos préstamos a más de cinco años y hasta diez años de fijación del tipo inicial permanecieron en el nivel más bajo registrado desde 2003, concretamente en el 3,2 %. Los tipos de interés a largo plazo (más de cinco años de fijación del tipo inicial) de los créditos de más de un millón de euros concedidos a las sociedades no financieras se redujeron levemente, 8 puntos básicos, hasta el 3 % (véase gráfico 20), mientras que los tipos a largo plazo de los créditos de hasta un millón de euros a este sector básicamente se mantuvieron básicamente sin cambios en el 3,6 %. El diferencial entre los tipos a largo plazo de los créditos de hasta un millón de euros y los aplicados a los créditos de más de un millón de euros (60 puntos básicos) continuó por encima de la media histórica registrada en el período transcurrido desde 2003 (30 puntos básicos a nivel de la zona del euro). En comparación con el rendimiento

Gráfico 20 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)

- Depósitos a plazo a más de dos años de las sociedades no financieras
- Depósitos a plazo a más de dos años de los hogares
- - - Crédito a las sociedades no financieras de más de un millón de euros y a más de cinco años de fijación del tipo inicial
- Préstamos a hogares para adquisición de vivienda a más de cinco años y hasta diez años de fijación del tipo inicial
- Rendimiento de la deuda pública a siete años



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).

de la deuda pública a siete años con calificación AAA, que permaneció estable en septiembre, el diferencial de los tipos de interés a largo plazo de los préstamos para adquisición de vivienda no se modificó y el de los tipos a largo plazo de los créditos de más de un millón de euros concedidos a las sociedades no financieras se estrechó ligeramente, en ambos casos con respecto al mes precedente.

Desde una perspectiva de más largo plazo, entre principios de año y septiembre de 2012, los diferenciales entre los tipos de interés de los préstamos a largo plazo y el rendimiento de la deuda pública a siete años con calificación AAA aumentaron, en general. Esto se debió a que, en un contexto de desplazamientos de fondos hacia activos más seguros, los rendimientos de la deuda pública con calificación AAA experimentaron un retroceso mayor que el observado en los tipos a largo plazo aplicados por las IFM a los préstamos a hogares para adquisición de vivienda y en los de los préstamos a las sociedades no financieras. Al mismo tiempo, la reducción de los tipos de interés a largo plazo de los préstamos refleja la transmisión de los anteriores recortes de los tipos de interés oficiales del BCE, así como la mejora de las condiciones de financiación de las entidades de crédito asociada a las medidas no convencionales adoptadas por el BCE como las dos operaciones de financiación a plazo más largo (OFPML) a tres años llevadas a cabo en diciembre de 2011 y febrero de 2012.

En el recuadro 2 se analiza la dispersión de los tipos de interés aplicados por las IFM a los préstamos a las sociedades no financieras en los distintos países de la zona del euro, que aumentó sustancialmente en las fases iniciales de la crisis financiera a finales de 2008 y principios de 2009. Aunque la dispersión se redujo ligeramente en el período comprendido entre finales de 2009 y mediados de 2011, posteriormente tendió a aumentar de nuevo en el caso de los préstamos a corto plazo. En cambio, la dispersión de los tipos de los préstamos a largo plazo ha registrado una leve disminución recientemente.

Recuadro 2

HETEROGENEIDAD EN LOS TIPOS DE INTERÉS APLICADOS POR LAS IFM A LOS PRÉSTAMOS A SOCIEDADES NO FINANCIERAS EN LOS DISTINTOS PAÍSES DE LA ZONA DEL EURO

Los tipos de interés aplicados por las IFM a los préstamos concedidos a las sociedades no financieras han evolucionado con una elevada heterogeneidad entre países desde el comienzo de la crisis financiera, heterogeneidad que se acrecentó tras la intensificación de la preocupación en torno a la deuda soberana de la zona del euro en 2010. En este recuadro se utilizan estadísticas detalladas sobre los tipos de interés de los préstamos otorgados por las IFM a las sociedades no financieras, con el fin de analizar su evolución en las cuatro economías principales de la zona del euro y en los países acogidos a un programa de la UE y el FMI. En primer lugar se examina la trayectoria de dichos tipos según los distintos plazos de los préstamos y, a continuación, según las cuantías de los créditos. El recuadro concluye con un análisis de las posibles razones que explican la disparidad observada.

Cálculo de un indicador del coste de financiación de las sociedades no financieras de la zona del euro

Los costes de financiación de las sociedades no financieras varían según los países en los que estén ubicadas, reflejando las diferencias existentes en sus economías y en la estructura de sus sectores financieros. Para evaluar con precisión la evolución de los costes de financiación en la zona del euro, al calcular un indicador del coste marginal de los préstamos a las sociedades no financieras debe tenerse

en cuenta toda la estructura financiera de las empresas. Por ejemplo, las estadísticas de los tipos de interés aplicados por las IFM a los préstamos a corto plazo concedidos a las sociedades no financieras, que reflejan los tipos de interés de los préstamos bancarios hasta un año de fijación del tipo inicial, solo ofrecen una visión parcial de los costes de financiación de las empresas en algunos países, ya que no incluyen los descubiertos, que son una fuente de financiación significativa para las empresas en algunas economías de la zona del euro (como Italia y Portugal). De hecho, dado que los tipos de interés de los descubiertos son más elevados que otros tipos aplicados a los créditos bancarios a corto plazo, los costes de financiación estimados tienden a ser inferiores si se excluyen dichos datos, en especial en países en los que los descubiertos constituyen una importante fuente de financiación externa para las empresas¹.

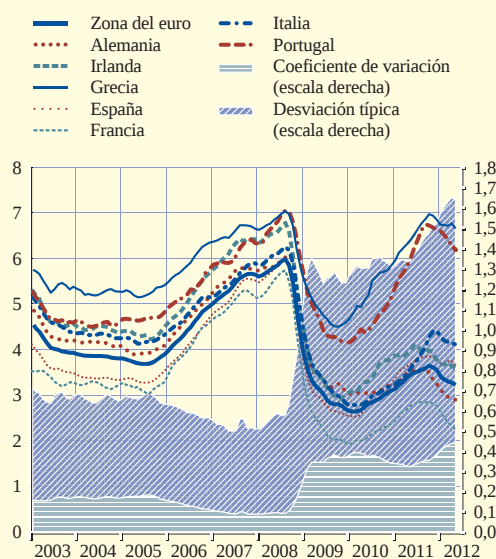
El gráfico A presenta un indicador del coste de financiación a corto plazo de las sociedades no financieras de la zona del euro, que incluye los datos sobre descubiertos. Este indicador es una media ponderada de los tipos de interés aplicados a los préstamos bancarios hasta un año de fijación del tipo inicial y los tipos de interés de los descubiertos, aplicando la ponderación a los saldos vivos. El gráfico muestra que el coste de financiación a corto plazo de las sociedades no financieras ha sido más bajo, por lo general, en Alemania, España, Francia e Italia que en Grecia y Portugal.

El coste de financiación a largo plazo de las sociedades no financieras, agregado a escala de la zona del euro en función de las medias móviles a largo plazo del volumen de nuevas operaciones, ha sido más volátil y, por lo general, ha seguido un patrón estructural menos definido (véase gráfico B).

Los costes de financiación a corto y a largo plazo de las sociedades no financieras han mostrado una dinámica diferente entre países en respuesta a la crisis financiera y a la intensificación de la preocupación acerca de la deuda soberana en la zona del euro. En las fases iniciales de la crisis financiera, a finales de 2008 y durante 2009, los tipos de interés de los préstamos a corto plazo tendieron a contraerse en menor medida en Grecia y Portugal que en los demás países de la zona. Posteriormente, tras el recrudecimiento de las tensiones en torno a la deuda soberana en 2010, los tipos de interés comenzaron a elevarse antes y más rápido en esos dos países que en el resto de la zona del euro. Desde mediados de 2011, el coste de financiación a corto plazo también aumentó en Italia, donde permanece por encima del nivel registrado

Gráfico A Indicador del coste de financiación a corto plazo de las sociedades no financieras

(en porcentaje; medias móviles de tres meses; de marzo de 2003 a septiembre de 2012)



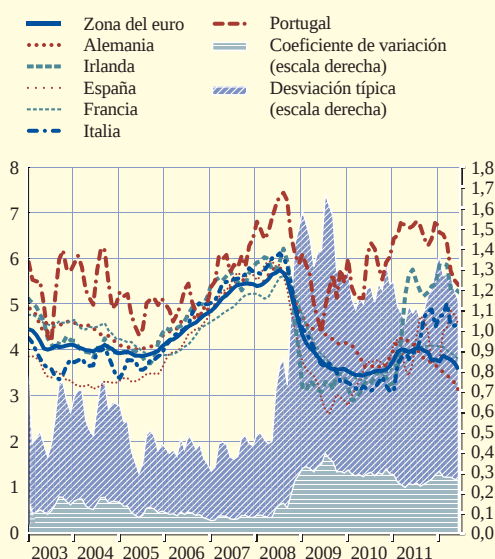
Fuentes: BCE y bases de datos de estadísticas de los tipos de interés y de los balances de las IFM.

Notas: El indicador se calcula utilizando los tipos de interés aplicados a los préstamos hasta un año y los tipos de interés de los descubiertos, agregados a partir de los saldos vivos. La ponderación aplicada a los tipos de interés de los préstamos hasta un año tiene en cuenta la parte de los préstamos a largo plazo emitidos a tipo flexible. El coeficiente de variación y la desviación típica incluyen todos los países de la zona del euro que disponen de datos, en función de una composición variable de países.

1 Conviene señalar que las estadísticas sobre los tipos de interés de los préstamos no recogen todo el coste de financiación mediante créditos concedidos por las IFM, dado que no incluyen las comisiones ni otros costes distintos de los intereses en los que incurren las sociedades no financieras al contratar un préstamo.

Gráfico B Indicador del coste de financiación a largo plazo de las sociedades no financieras

(en porcentaje; medias móviles de tres meses; de marzo de 2003 a septiembre de 2012)

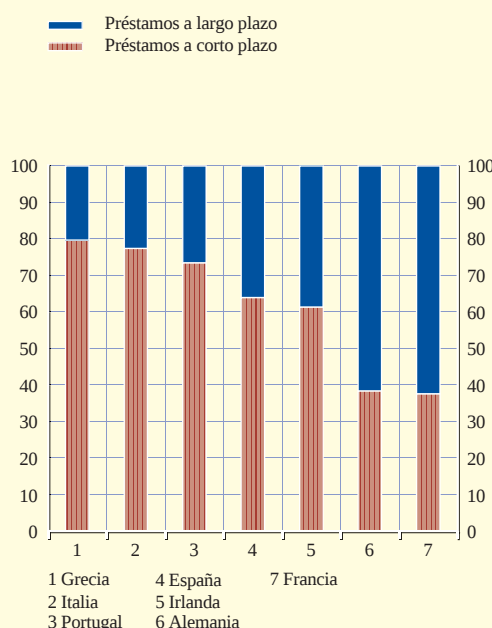


Fuentes: BCE y bases de datos de estadísticas de los tipos de interés de las IFM.

Notas: Tipos de interés a largo plazo de los préstamos a más de un año. La agregación se basa en el volumen de nuevas operaciones. El coeficiente de variación y la desviación típica incluyen todos los países de la zona del euro que disponen de datos, en función de una composición variable de países. No se dispone de datos para Grecia.

Gráfico C Proporción de préstamos a corto y a largo plazo con respecto a los préstamos totales

(porcentaje; septiembre de 2012)



Fuentes: BCE y bases de datos de estadísticas de los tipos de interés y de los balances de las IFM.

Notas: Se consideran préstamos a corto plazo aquellos con vencimiento hasta un año, más los descubiertos y la parte de los préstamos a largo plazo emitidos a tipo flexible. Los datos se han agregado a partir de los saldos vivos.

recientemente en las demás economías de la zona del euro. Por lo que respecta a los tipos de interés de los préstamos a largo plazo, el coste de financiación se incrementó en Italia y España a partir de mediados de 2011, mientras que se redujo en Alemania y en Francia.

La dispar evolución del coste de financiación a corto y a largo plazo de las sociedades no financieras queda reflejada en las medidas de la dispersión de los tipos de interés de los préstamos entre países. En particular, la dispersión de los tipos de los préstamos a corto y a largo plazo concedidos a las sociedades no financieras aumentó significativamente en las fases iniciales de la crisis, a finales de 2008 y comienzos de 2009. Aunque esta dispersión se estrechó ligeramente en el período comprendido entre finales de 2009 y mediados de 2011, después volvió a ampliarse, por lo general, en el caso de los préstamos a corto plazo. En cambio, la dispersión de los tipos de interés de los préstamos a largo plazo ha experimentado una leve contracción recientemente². La evolución de los tipos de interés de los préstamos a corto y a largo plazo concedidos a las sociedades no financieras genera distintas tensiones de financiación en los diferentes países, debido a las diferentes estructuras financieras de las empresas. El gráfico C muestra que las sociedades no financieras de Grecia, Irlanda, España, Italia y Portugal dependen en mayor medida de la financiación a corto plazo que sus homólogas alemanas y francesas.

² Para obtener un análisis de las diferencias en los tipos de interés hipotecarios en la zona del euro, véase C. Kok Sørensen y J-D. Lichtenberger, «Mortgage interest rate dispersion in the euro area», *Working Paper*, n.º 733, BCE, febrero de 2007.

Heterogeneidad de los tipos de interés de los préstamos bancarios concedidos a las pequeñas y medianas empresas en la zona del euro

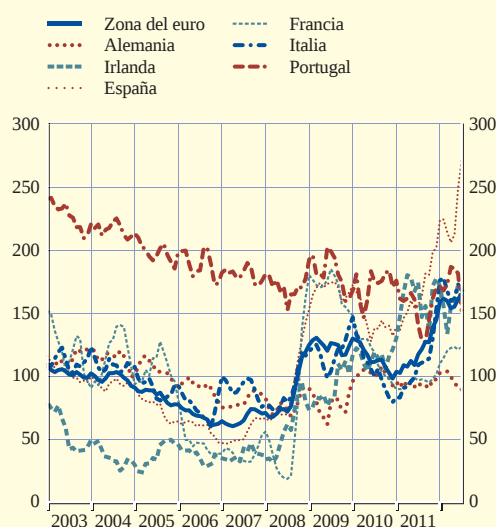
Partiendo de la hipótesis de que los préstamos concedidos a las pequeñas y medianas empresas (pymes) suelen ser de menor cuantía que los otorgados a las grandes empresas, la descomposición de los tipos de interés entre los aplicados a los créditos de hasta un millón de euros y los aplicados a los créditos de más de un millón de euros permite realizar un análisis más detallado de los costes de financiación de las pymes³. En la base de datos de las estadísticas de los tipos de interés de las IFM se dispone de una larga serie de datos de los tipos aplicados por estas instituciones, distinguiendo entre los tipos correspondientes a los créditos hasta un millón de euros y aquellos aplicados a los créditos de más de este importe. El gráfico D muestra que el diferencial de tipos de interés entre estas dos categorías de créditos es positivo en todos los países considerados. Los tipos de interés de los préstamos a las pequeñas empresas son más elevados que los de los préstamos a las grandes empresas, entre otros motivos, porque las pymes soportan unos costes de transacción más altos, cuentan con un poder de negociación más débil y entrañan un mayor riesgo de negocio (al tener menos activos y una probabilidad de impago mayor). El gráfico

también refleja que durante la crisis, a finales de 2008 y en 2009, las condiciones de la financiación bancaria se deterioraron significativamente para las pymes en el grueso de los países de la zona del euro, pero especialmente en Irlanda, España, Francia e Italia. La situación mejoró en todos los países en 2010, pero a partir de 2011 volvió a empeorar. El diferencial de tipos de interés entre los créditos de hasta un millón de euros y los créditos de más de un millón de euros ha vuelto a ampliarse recientemente, sobre todo en España, Italia y Portugal. En Francia, el incremento ha sido más moderado.

La referencia de un millón de euros utilizada para separar los préstamos por cuantía podría ser demasiado alta para el caso de las pymes. Por consiguiente, desde junio de 2010, el BCE ha recopilado datos más precisos sobre los tipos de interés que aplican las entidades de crédito a los préstamos de hasta un millón de euros. Concretamente, la categoría de créditos de hasta un millón de euros se ha desglosado en dos subcategorías: créditos de hasta 250.000 euros y créditos de más de 250.000 euros. Este desglose adicional permite medir con más exactitud los costes de financiación de las pymes⁴. En

Gráfico D Diferencial de tipos de interés entre los créditos de hasta un millón de euros y los créditos de más de un millón de euros

(en porcentaje; medias móviles de tres meses; de marzo de 2003 a septiembre de 2012)



Fuentes: BCE y bases de datos de estadísticas de los tipos de interés de las IFM.

Notas: Los tipos de interés de los préstamos se han agregado utilizando el volumen de nuevas operaciones. No se dispone de datos para Grecia.

3 La cuantía de los préstamos también puede estar relacionada, en cierta medida, con su finalidad (por ejemplo, financiación de existencias, capital circulante, inversión a largo plazo) y su duración.

4 Otras mejoras introducidas en la recopilación de las estadísticas de los tipos de interés de las IFM a partir de junio de 2010 son: i) desgloses adicionales por período de fijación del tipo; ii) información adicional sobre activos de garantía y avales; iii) datos sobre los tipos de interés de los descubiertos y créditos renovables recopilados mediante un método homogéneo y separadamente de los datos de saldos de tarjetas de crédito, y iv) información por separado de los tipos de interés aplicados a los préstamos a empresarios individuales del sector hogares. Véase el artículo titulado «El mantenimiento de la adecuación de uso de las estadísticas monetarias y financieras del BCE», *Boletín Mensual*, BCE, agosto de 2011.

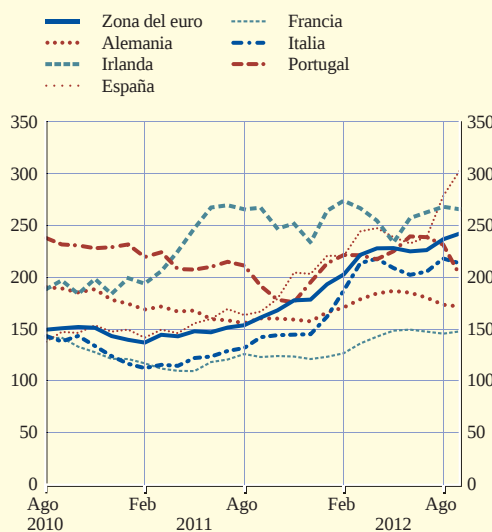
el gráfico E puede observarse que el diferencial de tipos de interés entre los créditos de hasta 250.000 euros y los créditos de más de un millón de euros es mayor que el diferencial de tipos de interés entre los créditos de hasta un millón de euros y los créditos de más de un millón de euros que se muestra en el gráfico D para cada uno de los países considerados. Al igual que ocurre con el diferencial de tipos de interés entre los créditos de hasta un millón de euros y los de más de un millón de euros, el diferencial entre los créditos de hasta 250.000 euros y aquellos de más de un millón de euros que figura en el gráfico E ha aumentado desde 2011, especialmente en el caso de España, Italia e Irlanda. En Alemania y Francia, el diferencial también se ha incrementado desde comienzos de 2012, aunque en mucha menor medida. El diferencial de tipos de interés entre los créditos de hasta 250.000 euros y los de más de un millón de euros sigue siendo elevado en términos históricos y, en septiembre de 2012, se situaba, en promedio, en torno a 240 puntos básicos en la zona del euro.

Factores que afectan a la evolución de los tipos de interés de los préstamos de las IFM a las sociedades no financieras

Aunque es difícil aislar los factores precisos que determinan las diferencias entre países en lo que respecta a los tipos de interés de los préstamos de las IFM, parece que entran en juego varios elementos. En primer lugar, la estructura del sistema financiero varía de unos países a otros. Los tipos de interés de los préstamos tienden a ser más bajos en las economías en las que existe una competencia más fuerte entre las entidades de crédito en las que hay fuentes alternativas de financiación en los mercados a través de sectores financieros más desarrollados, como ocurre en Alemania y Francia. En segundo lugar, la heterogeneidad observada en los tipos de interés de los préstamos concedidos por las IFM a las sociedades no financieras podría reflejar también factores institucionales propios de cada país, como el marco fiscal y regulatorio, los procedimientos de ejecución y las diferencias en el grado de garantía de que disponen los préstamos. En tercer lugar, el ciclo económico y las consiguientes percepciones del riesgo de crédito también han variado de un país a otro, especialmente en los últimos años. En períodos de atonía de la actividad económica, el riesgo de crédito tiende a aumentar porque también es mayor la probabilidad de que una empresa quiebre. Así pues, es posible que la fragilidad de la situación económica en países como Grecia, España, Italia y Portugal haya influido, asimismo, en la evolución divergente que han registrado los tipos de interés de los préstamos recientemente. Finalmente, las diferencias en las condiciones de financiación de las entidades de crédito es otro de los factores clave que explican la heterogeneidad de los tipos de interés que aplican las IFM a los préstamos concedidos a las sociedades no financieras en los países

Gráfico E Diferencial de tipos de interés entre los créditos de hasta 250.000 euros y los créditos de más de un millón de euros

(en porcentaje; medias móviles de tres meses; de agosto de 2010 a septiembre de 2012)



Fuentes: BCE y bases de datos de estadísticas de los tipos de interés de las IFM.

Notas: La agregación se basa en el volumen de nuevas operaciones. No se dispone de datos para Grecia.

de la zona del euro⁵. Las presiones sobre dichas condiciones se han atenuado en 2012 tras las reducciones de los tipos de interés oficiales del BCE y la aplicación de nuevas medidas de política monetaria no convencionales (a saber, la ampliación del sistema de activos de garantía del Eurosistema y las dos operaciones de financiación a plazo más largo a tres años). Estas medidas han contribuido al descenso de los tipos de interés de los préstamos en toda la zona del euro, como muestran los indicadores del coste de financiación a corto y a largo plazo que se presentan en los gráficos A y B. Al mismo tiempo, las tensiones relacionadas con la deuda soberana también ayudan a explicar las diferencias en el coste de los préstamos a las sociedades no financieras entre unos países y otros, en la medida en que generan vulnerabilidades en la financiación bancaria y en los balances en varias jurisdicciones.

5 Véase el recuadro titulado «Medidas de política monetaria decididas por el Consejo de Gobierno el 6 de septiembre de 2012», *Boletín Mensual*, BCE, septiembre de 2012.

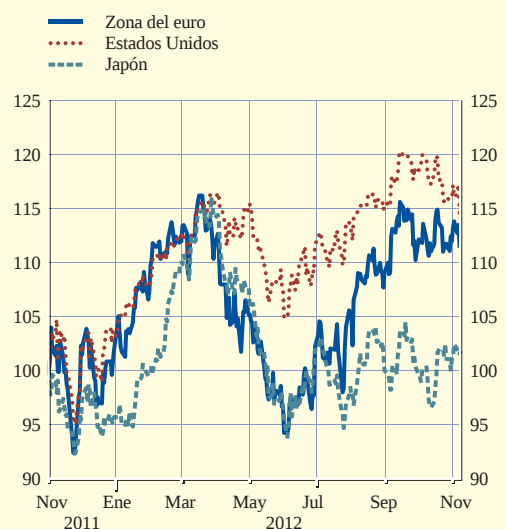
2.6 MERCADOS DE RENTA VARIABLE

Entre finales de septiembre y el 7 de noviembre de 2012, las cotizaciones bursátiles se incrementaron en torno al 1% en la zona del euro, mientras que en Estados Unidos descendieron alrededor del 3%. Esta evolución se produjo en el contexto de la publicación de información contradictoria sobre los mercados a ambos lados del Atlántico. En la zona del euro, el mantenimiento de la calificación crediticia de la deuda soberana española por parte de Moody's respaldó el clima favorable de los mercados. No obstante, la rebaja de la calificación de cinco Comunidades Autónomas españolas, así como las decisiones de carácter negativo sobre la calificación de algunas entidades de crédito de Francia y Bélgica, en la segunda parte del período analizado, influyeron en cierta medida en las cotizaciones bursátiles. En Estados Unidos, los datos sobre beneficios trimestrales de la mayor parte de las sociedades no financieras fueron decepcionantes, aunque la publicación de datos macroeconómicos mejores de lo esperado posteriormente en el período de referencia hizo que los inversores recobraran algo de optimismo. El cierre de los mercados bursátiles de Estados Unidos durante dos días como consecuencia del huracán Sandy a finales de octubre no pareció afectar de manera significativa a los mercados. En ambas áreas económicas, las cotizaciones bursátiles del sector financiero superaron a las del sector no financiero. La incertidumbre imperante en los mercados bursátiles, medida por la volatilidad implícita, continuó disminuyendo ligeramente en la zona del euro durante el período de referencia, mientras que en Estados Unidos repuntó levemente.

Entre finales de septiembre y el 7 de noviembre, las cotizaciones bursátiles registraron fluctuaciones tanto en la zona del euro como en Estados Unidos registraron fluctuaciones (véase gráfico 21). En conjunto, las cotizaciones bursátiles de la zona del euro, medidas por el índice Dow Jones EURO STOXX amplio, se incrementaron en torno al 1%, mientras que las de Estados Unidos, medidas por el

Gráfico 21 Índices bursátiles

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



Fuente: Thomson Reuters.

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

índice Standard & Poor's 500, retrocedieron aproximadamente el 3%. En ese período, las cotizaciones bursátiles de Japón, medidas por el índice Nikkei 225, aumentaron alrededor del 1%.

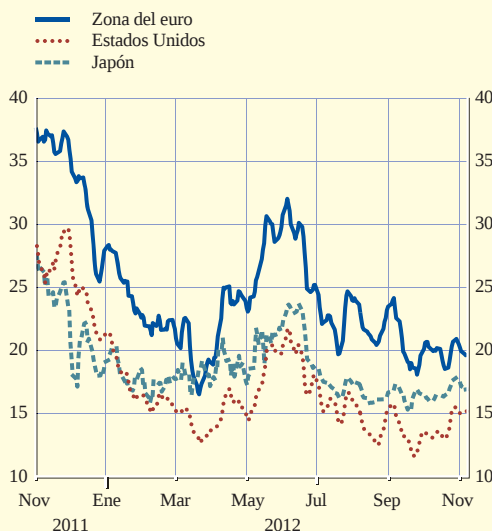
El aumento registrado en la zona del euro estuvo impulsado fundamentalmente por las cotizaciones del sector financiero, que se incrementaron en torno al 4% durante el período de referencia. Los precios de las acciones del sector no financiero también experimentaron una subida, si bien a una tasa más baja, del 1% aproximadamente. Además, los movimientos de los precios de las acciones fueron bastante uniformes en la zona del euro, observándose ligeros aumentos de las cotizaciones en la mayor parte de los principales países de la zona. En Estados Unidos, las cotizaciones del sector financiero prácticamente no se modificaron, mientras que las del sector no financiero descendieron más del 3%, lo que hizo que el índice bursátil amplio se situara en terreno negativo.

Esta evolución se produjo en el contexto de publicación de información contradictoria sobre los mercados a ambos lados del Atlántico. En la zona del euro, varias decisiones sobre calificaciones crediticias influyeron en los movimientos de los mercados bursátiles. De manera análoga a la trayectoria observada en los mercados de renta fija, la rebaja de dos niveles, hasta BBB-, de la calificación crediticia de España por parte de Standard & Poor's el 10 de octubre no causó un impacto sustancial en las cotizaciones bursátiles, mientras que el mantenimiento de la calificación de la deuda soberana española por parte de Moody's unos días después mejoró considerablemente el clima de los mercados de la zona del euro. No obstante, la rebaja de la calificación de cinco Comunidades Autónomas españolas por parte de esta última agencia, así como las decisiones de carácter negativo sobre la calificación de algunas entidades de crédito de Francia y Bélgica, influyeron en las cotizaciones bursátiles de la zona posteriormente en el período de referencia. En Estados Unidos, los datos sobre beneficios trimestrales de la mayor parte de las sociedades no financieras fueron decepcionantes, mientras que los relativos a algunas instituciones financieras sorprendieron favorablemente. Además, la publicación de datos mejores de lo esperado sobre los mercados de trabajo y de la vivienda en Estados Unidos hizo que los inversores recobraran el optimismo a principios de noviembre, lo que tuvo efectos positivos en el mercado de renta variable de la zona del euro. El cierre de los mercados bursátiles en Estados Unidos durante dos días como consecuencia del huracán Sandy a finales del período de referencia no pareció afectar de manera significativa a los mercados, aunque su impacto global todavía debe valorarse detalladamente.

La incertidumbre en los mercados bursátiles, medida por la volatilidad implícita, varió muy poco y se movió en direcciones opuestas en las dos principales áreas económicas. En conjunto, en tasa anualizada, la volatilidad implícita retrocedió 1 punto porcentual, hasta el 20%, en la zona del euro, mientras que en Estados Unidos aumentó alrededor de 2 puntos porcentuales y se situó en el 16% (véase gráfico 22). Aunque esta volatilidad sigue siendo más baja en Estados Unidos que en la zona del euro, en ambos casos, los niveles actuales son bajos en términos históricos.

Gráfico 22 Volatilidad implícita en los mercados de renta variable

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



Fuente: Bloomberg.

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

Recuadro 3

ENCUESTA SOBRE EL ACCESO A LA FINANCIACIÓN DE LAS PEQUEÑAS Y MEDIANAS EMPRESAS DE LA ZONA DEL EURO: ABRIL A SEPTIEMBRE DE 2012

En este recuadro se presentan los principales resultados de la séptima 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 3 de septiembre y el 11 de octubre de 2012, participaron 7.514 empresas, de las que 6.959 (es decir, el 93 %) tenían menos de 250 empleados y, por tanto, se clasifican como pymes. El recuadro facilita información sobre los cambios registrados 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, en los seis meses anteriores (esto es, de abril a septiembre de 2012)².

Deterioro de la situación financiera general de las pymes

En el período comprendido entre abril y septiembre de 2012, que se caracterizó por un 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. El principal motivo de preocupación mencionado por la mayor parte de las pymes continuó siendo «encontrar clientes» (el 27 %, sin variación con respecto a la ronda anterior de la encuesta). La importancia del «acceso a la financiación» prácticamente no se modificó como motivo de preocupación (el 18 % citó este factor, en comparación con el 17 % de la ronda previa) y permaneció por debajo del máximo del 19 % alcanzado en el segundo semestre de 2009, mientras que las grandes empresas consideraron este factor menos problemático.

Durante el período al que se refería la encuesta, un porcentaje neto³ del 10 % de las pymes de la zona del euro indicó una reducción de la cifra de negocios (–2 %), lo que representa un nuevo deterioro en comparación con los seis meses anteriores (véase gráfico A). Además, en conjunto, el porcentaje neto de pymes de la zona que indicaron un descenso de los beneficios fue más elevado (el –34 %) que en la ronda anterior de la encuesta (el –27 %). Sin embargo, el porcentaje de pymes que señalaron un incremento de los costes laborales y de otros costes se mantuvo prácticamente sin variación (el 45 % y el 69 %, respectivamente). Un porcentaje neto mayor de grandes empresas también indicó un descenso de los beneficios (el –10 %, frente al –4 % en la encuesta anterior), aunque en una medida mucho menor que en el caso de las pymes. Por otra parte, en general, las grandes empresas continuaron señalando un aumento de la cifra de negocios, aunque el porcentaje fue menor que en los seis meses precedentes (el 22 %, frente al 32 %).

El proceso de desapalancamiento de las pymes de la zona del euro continuó, aunque es posible que su ritmo se haya reducido, ya que las pymes indicaron, en términos netos, una caída menos acusada de la ratio de deuda en relación con los activos (el –3 %, en comparación con el –5 % de la encuesta anterior). Este descenso refleja el ajuste continuo de los balances de las empresas en un entorno de mayor aversión al riesgo, pero también una disminución de la disponibilidad de financiación mediante deuda en el período que abarcaba la encuesta. En cambio, las grandes empresas señalaron, por

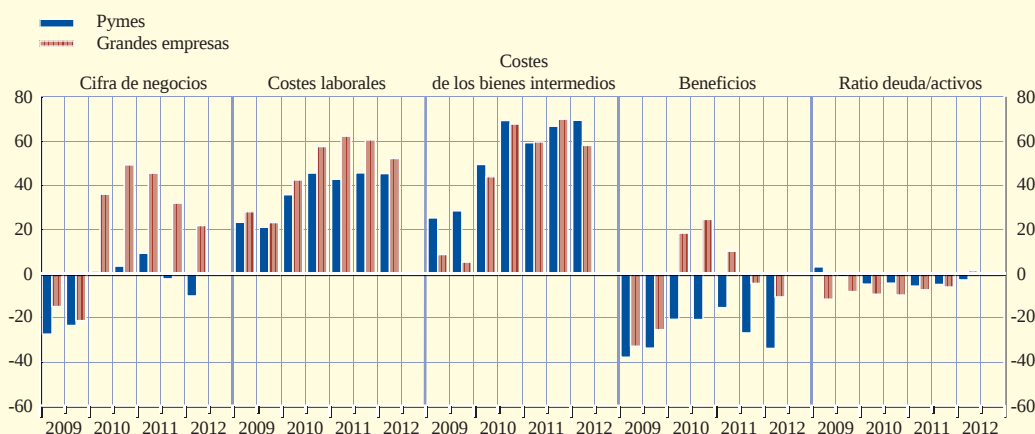
1 El 2 de noviembre de 2012 se publicó un informe exhaustivo, cuadros estadísticos detallados y desgloses adicionales en el apartado «Monetary and financial statistics/Surveys/Access to finance of SMEs» de la sección «Statistics» del sitio web del BCE.

2 La encuesta anterior se refería al período comprendido entre octubre de 2011 y marzo de 2012.

3 El porcentaje neto se refiere a la diferencia entre el porcentaje de empresas que han indicado una mejora y el de aquellas 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 pymes.

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

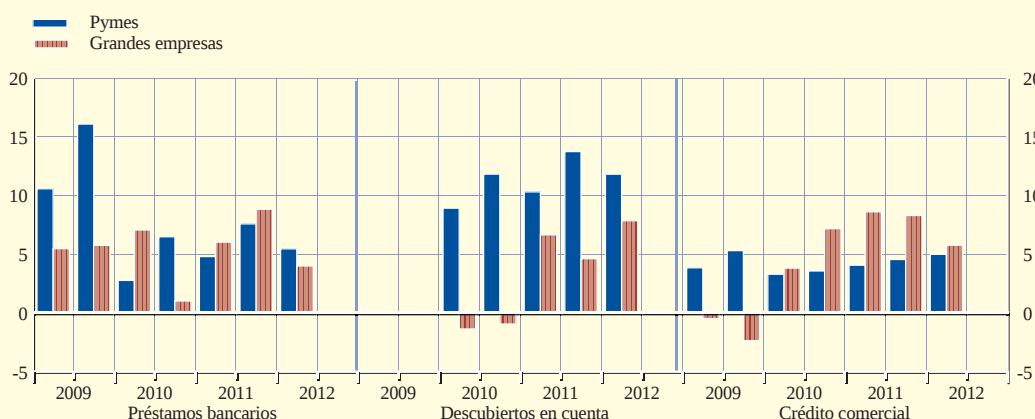
primera vez desde que comenzaron las encuestas, un aumento neto de su ratio de apalancamiento (el 1%, en comparación con el -6% de la ronda anterior de la encuesta).

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

En general, las necesidades de financiación externa de las pymes de la zona del euro en forma de préstamos bancarios y de descubiertos en cuenta disminuyeron ligeramente en comparación con los seis meses anteriores (el 5% y el 12%, respectivamente, frente al 8% y al 14%), mientras que la necesidad de crédito comercial se mantuvo prácticamente sin cambios en el 5% (véase gráfico B).

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 pymes.

Notas: El porcentaje neto se refiere a la diferencia entre el porcentaje de empresas que han indicado un aumento de las necesidades de financiación y el de aquellas 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.

Las pymes señalaron que su necesidad de financiación de la inversión en capital fijo o de existencias y capital circulante básicamente no había variado (el 10 % y el 11 %, respectivamente). La disponibilidad de fondos internos se mantuvo positiva, en general (el 5 %, en comparación con el 7 % de la ronda anterior de la encuesta), aunque descendió y, por tanto, su contribución a la financiación total de las pymes fue menor.

Las grandes empresas indicaron, en general, un descenso de la necesidad de préstamos bancarios y de crédito comercial (el 4 % y el 6 %, frente al 9 % y el 8 %, respectivamente). Pero, a diferencia de las pymes, señalaron un aumento de los descubiertos en cuenta (el 8 %, frente al 5 %).

Deterioro de la disponibilidad de financiación externa

Entre abril y septiembre de 2012, las pymes indicaron un mayor deterioro, en términos netos, de la disponibilidad de préstamos bancarios (el -22 %, frente al -20 % de la encuesta anterior; véase gráfico C). No obstante, el grado de deterioro percibido es muy inferior al máximo observado en 2009 (en torno al -30 %), en el período que siguió a la quiebra de Lehman Brothers. También aumentó el número de pymes que señalaron un deterioro adicional de la disponibilidad de otras dos fuentes de financiación externa: los descubiertos y el crédito comercial.

La evolución de las condiciones de la financiación mediante préstamos bancarios fue dispar. En conjunto, el porcentaje de pymes que señaló un aumento de los tipos de interés disminuyó (el 27 %, frente al 42 %). Al mismo tiempo, por lo que respecta a las condiciones no relacionadas con el precio, el grado de deterioro fue menor, en general, en el caso de otros costes de financiación y garantías solicitadas, pero las pymes indicaron, en conjunto, un descenso más acusado de la cuantía de los préstamos y de las líneas de crédito (el -8 %, en comparación con el -1 % de la ronda anterior de la encuesta).

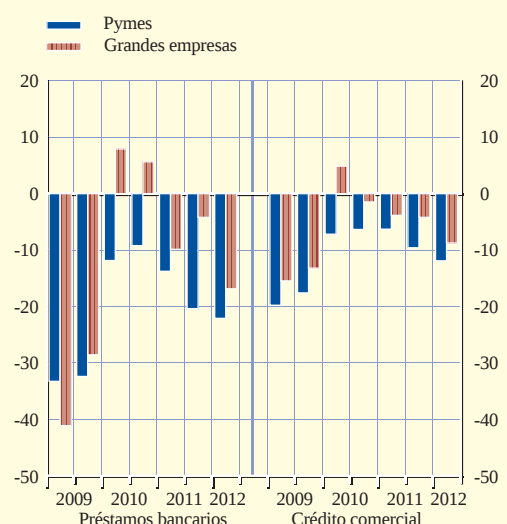
En esta ronda de la encuesta, el deterioro de la disponibilidad de préstamos bancarios fue más pronunciado para las grandes empresas (el -17 %, en términos netos, frente al -4 %) que para las pymes, reduciéndose así las diferencias de disponibilidad percibidas en función del tamaño de las empresas.

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

Si se considera el resultado de las solicitudes de préstamos bancarios presentadas por las pymes entre abril y septiembre de 2012, el 15 % indicó que su solicitud había sido denegada (lo que representa un aumento con respecto al 13 % de la encuesta anterior; véase gráfico D). Este es el porcentaje más elevado

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 solicitaron financiación externa)



Fuente: Encuesta del BCE y de la Comisión Europea sobre el acceso a la financiación de las pymes.

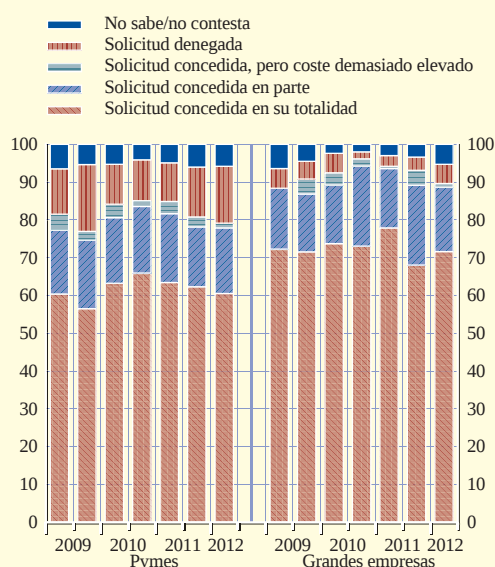
Nota: El porcentaje neto se refiere a la diferencia entre el porcentaje de empresas que han indicado una mejora de la disponibilidad y el de aquellas que han señalado un deterioro.

registrado desde el máximo del 18% del segundo semestre de 2009 y refleja las dificultades de acceso a los préstamos bancarios que afrontaron las pymes durante el período analizado. Al mismo tiempo, el 60% de las pymes (ligeramente por debajo del 62% de la encuesta anterior) señalaron que se les había concedido la totalidad del importe solicitado (el porcentaje más bajo fue el 56% en el segundo semestre de 2009). Esta reducción se vio parcialmente compensada por el leve aumento del porcentaje de préstamos en los que solo se concedió parte del importe solicitado (el 17%, en comparación con el 16% de la encuesta previa). Esto puede deberse a que las entidades de crédito continuaron aplicando una política crediticia muy prudente, en particular en lo que respecta a los préstamos de mayor riesgo. En cuanto a los descubiertos en cuenta, las pymes no señalaron variación alguna en la tasa de solicitudes denegadas, que se mantuvo en el 14%.

En el caso de las grandes empresas, la tasa de solicitudes de crédito bancario denegadas aumentó ligeramente, hasta el 5% (frente al 3% de la ronda anterior de la encuesta). Sin embargo, la aceptación de las solicitudes se incrementó hasta el 72% (frente al 68%), mientras que el porcentaje de solicitudes de préstamos bancarios aceptadas solo en parte se redujo (el 17%, frente al 21% 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 solicitaron préstamos bancarios)



Fuente: Encuesta del BCE y de la Comisión Europea sobre el acceso a la financiación de las pymes.

Recuadro 4

CUENTAS INTEGRADAS DE LA ZONA DEL EURO DEL SEGUNDO TRIMESTRE DE 2012¹

Las cuentas integradas de la zona del euro hasta el segundo trimestre de 2012, que se publicaron el 30 de octubre 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 contexto de una actividad económica en contracción, la tasa de ahorro de los hogares volvió a caer, hasta alcanzar un nuevo mínimo histórico, al tratar los consumidores de mitigar la acusada reducción de su renta real disponible. Los márgenes de las sociedades no financieras siguieron estrechándose y se situaron en niveles reducidos, pero este sector aún no ha vuelto a registrar las necesidades de financiación habituales, debido a los recortes registrados en la inversión fija, a la desaccumulación de existencias y a los aún considerables beneficios no distribuidos. La reducción de los déficits públicos prosiguió, pero a un ritmo más lento, mientras que el saldo exterior de la zona del euro continuó

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

mejorando, pasando a arrojar un superávit en términos interanuales. El patrimonio neto de los hogares disminuyó significativamente en el trimestre de referencia, como resultado de la caída de los precios de la vivienda y del valor de las acciones. La reducción del apalancamiento de las sociedades no financieras se interrumpió, como consecuencia del impacto negativo de las pérdidas sufridas en su cartera de acciones sobre su riqueza, mientras que las ratios de capital de las instituciones financieras aumentaron de nuevo, debido a la emisión de acciones y a un incremento de los beneficios no distribuidos.

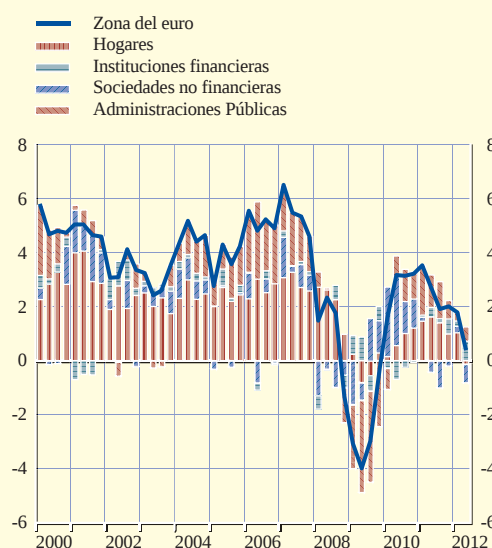
Renta y capacidad/necesidad de financiación

Como reflejo de la contracción observada en la actividad económica, la tasa de crecimiento interanual de la renta bruta disponible nominal de la zona del euro registró un pronunciado descenso en el segundo trimestre de 2012 (0,4%, frente al 1,8% del primer trimestre) (véase gráfico A).

Como la renta de la zona del euro creció a un ritmo más lento que el consumo total (por primera vez desde el primer trimestre de 2010), se observó una contracción interanual en el ahorro bruto. La tasa de ahorro de los hogares se redujo hasta mínimos históricos en el segundo trimestre de 2012. El desahorro público continuó disminuyendo, aunque se mantuvo en niveles elevados. Los beneficios no distribuidos de las sociedades no financieras cayeron de forma acusada en el segundo trimestre (11%, en tasa interanual), al tiempo que aumentaron los de las instituciones financieras. La tasa de crecimiento interanual de la formación de capital fijo de la zona del euro fue negativa y siguió reduciéndose en todos los sectores, observándose las caídas más pronunciadas en el sector público y en las instituciones financieras. La inversión de los hogares descendió un 2,1% y la de las sociedades no financieras, un 1,1%. La desacumulación de existencias, en términos desestacionalizados, parece haber

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

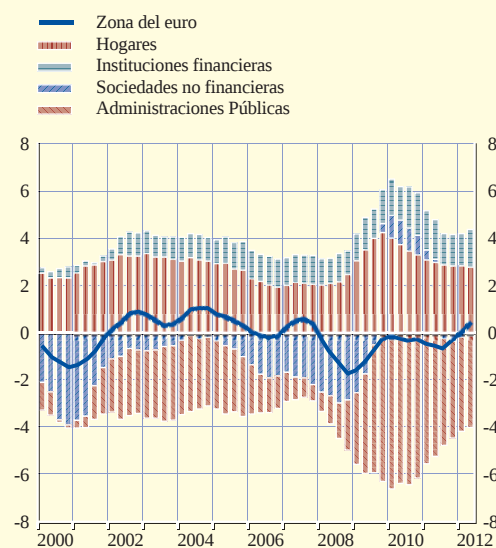
(tasa de variación interanual; contribuciones en puntos porcentuales)



Fuentes: Eurostat y BCE.

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

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



Fuentes: Eurostat y BCE.

cochado nuevo impulso en el segundo trimestre, en contraste con la significativa reposición de existencias registrada hace un año, de modo que las existencias hicieron descender la tasa de crecimiento interanual del PIB nominal en 1 punto porcentual en el segundo trimestre de 2012. Como resultado, la formación bruta de capital total cayó de manera mucho más acusada (un 7,4%, en tasa interanual) que la formación bruta de capital fijo (2.7%).

Dado que, en la zona del euro, la caída de la inversión fue más intensa que la del ahorro, la capacidad/necesidad de financiación de la zona mejoró (pasando a registrar un superávit del 0,3 % del PIB, en flujos acumulados de los cuatro últimos trimestres). La mejora del saldo exterior se debió principalmente a la demanda exterior neta de bienes y, desde un punto de vista sectorial, reflejó, sobre todo, un aumento de la capacidad de financiación de las instituciones financieras, una mejora en el saldo de financiación de las sociedades no financieras, hasta alcanzar una ligera capacidad de financiación frente a la necesidad que se observaba hace un año (como consecuencia, fundamentalmente, de la desacumulación de existencias), y una reducción sostenida de los déficits públicos. Por el contrario, la capacidad de financiación de los hogares disminuyó, debido a que la contracción del ahorro superó la reducción de su inversión (véase gráfico B). Por lo que se refiere a la financiación, se observó una falta de dinamismo en los flujos transfronterizos, aunque los no residentes volvieron a invertir en deuda pública de la zona del euro en el primer semestre de 2012.

Evolución de los sectores institucionales

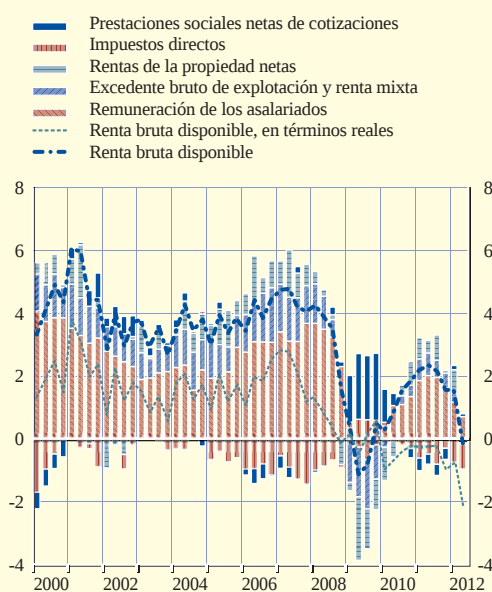
En el segundo trimestre de 2012, la renta nominal de los *hogares* cayó un 0,2 %, en tasa interanual, tras haber aumentado en torno a un 1,5 % en los dos trimestres anteriores. Este descenso fue reflejo del menor crecimiento de la remuneración de los asalariados y de una reducción tanto de las rentas de la propiedad netas como del excedente bruto de explotación y rentas mixtas. La carga fiscal negativa sobre la renta neta de los hogares, es decir, la procedente de transferencias públicas y de impuestos, se mantuvo en el nivel observado en trimestres anteriores, reduciendo el crecimiento interanual de la renta en 0,7 puntos porcentuales. En términos reales, la renta de los hogares disminuyó un 2,2 %, en tasa interanual (véase gráfico C). Para mitigar el efecto de ese descenso sobre el consumo, los hogares recurrieron a su ahorro, lo que provocó que la tasa de ahorro, en términos desestacionalizados, cayera hasta el 12,9 % en el segundo trimestre, el nivel más bajo registrado hasta la fecha (véase gráfico D)². Como el ahorro cayó con más rapidez que la inversión en vivienda, se redujo la capacidad de financiación. El crecimiento de la financiación de los hogares siguió disminuyendo. Prosiguieron los desplazamientos observados en las carteras de inversión de los hogares en detrimento de los pasivos no bancarios (especialmente reservas técnicas de seguro) y en favor de los activos monetarios (por ejemplo, depósitos bancarios), en un contexto de desaceleración general de la acumulación de activos financieros. El patrimonio neto de los hogares se redujo significativamente, en términos interanuales, ya que las pérdidas de capital en vivienda y en acciones y participaciones superaron el ahorro neto.

El excedente bruto de explotación de las *sociedades no financieras* siguió contrayéndose, en términos interanuales, en el segundo trimestre, dado que el valor añadido en relación con los salarios se desaceleró y que aumentaron los impuestos sobre la producción. Los márgenes de las sociedades no financieras se redujeron adicionalmente, hasta el 38,1 %, en el segundo trimestre de 2012. Esta serie alcanzó un máximo del 41 % en el tercer trimestre de 2007 y registró un mínimo del 36,6 % en el primer trimestre

2 Este análisis se encuentra sujeto actualmente a una incertidumbre estadística mayor de lo habitual, existiendo más posibilidades de lo normal de que se efectúen revisiones, ya que la cuenta financiera de los hogares apuntaba a una tasa de ahorro notablemente más elevada que la cuenta corriente y de capital, antes de introducir las correcciones necesarias para alcanzar el equilibrio.

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

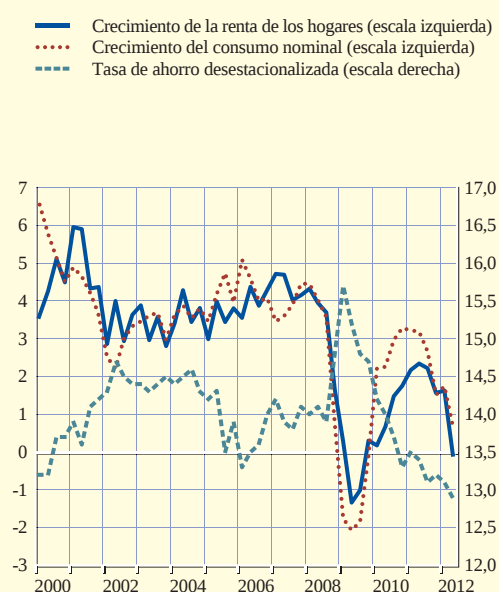
(tasas de variación interanual; contribuciones en puntos porcentuales)



Fuentes: Eurostat y BCE.

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

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



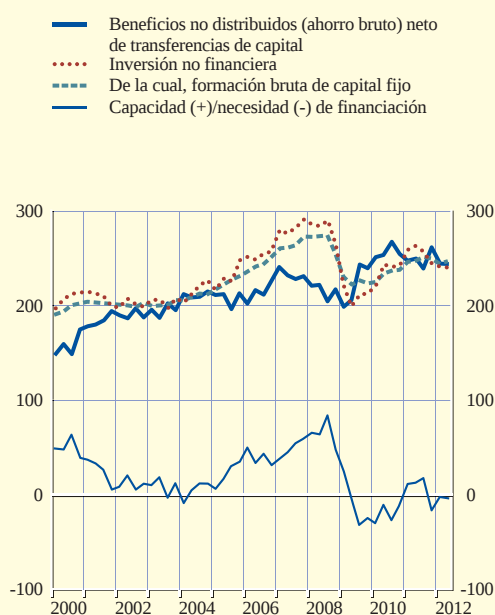
Fuentes: Eurostat y BCE.

de 2009. El ahorro (es decir, los beneficios no distribuidos) cayó de forma acusada (un 11 %, en términos interanuales), pero permaneció en niveles elevados. La capacidad/necesidad de financiación de las sociedades no financieras se ha mantenido próxima al equilibrio en los últimos trimestres, no volviendo a registrar el sector las necesidades de financiación habituales, al desacelerarse marcadamente los gastos de capital en un contexto de desacumulación de existencias (véase gráfico E). La financiación de las sociedades no financieras en los mercados se benefició de las OFPML a tres años del BCE, que contribuyeron a mejorar el entorno para la emisión de valores de renta fija privada, mientras que los préstamos bancarios se contrajeron nuevamente. Las sociedades no financieras continuaron ampliando sus ya holgados colchones de liquidez (que se situaban en 2,8 billones de euros). En contraposición con el rápido debilitamiento del crecimiento del valor añadido, el préstamo intrasectorial (créditos comerciales, préstamos concedidos por las sociedades no financieras) se mantuvo, proporcionando una vez más un colchón frente a las restricciones de la financiación bancaria, sobre todo en el caso de las pequeñas y medianas empresas (véase gráfico F). La reducción del apalancamiento de las sociedades no financieras se interrumpió en el segundo trimestre, debido principalmente a que la bajada del precio de las acciones disminuyó el valor de sus carteras, más que a un aumento de la deuda.

En el segundo trimestre de 2012, el déficit de las *Administraciones Públicas*, que había caído con bastante rapidez desde el máximo alcanzado en el primer trimestre de 2010, se redujo aún más, aunque a un ritmo significativamente más lento. En flujos acumulados de los cuatro últimos meses, el déficit público cayó hasta el 3,9% del PIB en el segundo trimestre, desde el 4% registrado en el primer trimestre. El crecimiento interanual de los ingresos corrientes de las *Administraciones Públicas* se ralentizó (especialmente el IVA y los impuestos directos sobre las empresas). El crecimiento interanual del gasto total se mantuvo estable alrededor del 1% (en términos nominales y excluidas las transferencias de

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

(mm de euros; datos desestacionalizados)

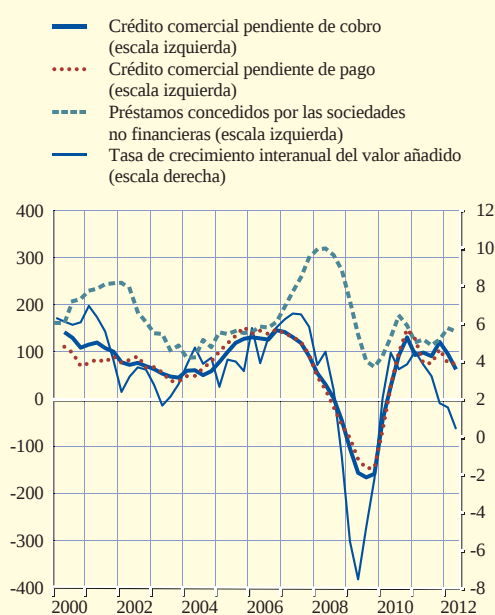


Fuentes: Eurostat y BCE.

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.

capital), como consecuencia de las medidas de consolidación en marcha, entre ellas el estancamiento o el descenso de la remuneración de los asalariados. Por lo que se refiere a la financiación, los pasivos en forma de préstamos han sustituido en mayor medida a la emisión de deuda. Los valores distintos de acciones emitidos fueron comprados tanto por entidades de crédito como por no residentes, en el contexto de las OFPML a tres años del BCE, invirtiéndose así, en parte, la disminución de las tenencias de valores emitidos por las Administraciones Públicas observada a la vez que se realizaban las intervenciones contempladas en el programa para los mercados de valores en el segundo semestre de 2011.

Los beneficios no distribuidos (es decir, la renta disponible) de las *instituciones financieras* aumentaron de forma importante a pesar del tímido crecimiento del valor añadido y de los ingresos netos por intereses principalmente como resultado del aumento de los dividendos netos obtenidos debido a que los dividendos distribuidos fueron menores. Este hecho, junto con la emisión continuada de acciones y una reversión de las anteriores pérdidas de capital en activos netos en 2011 llevó a un incremento de los activos netos de las instituciones financieras a precios de mercado. En un contexto de presiones de desapalancamiento, las entradas en los balances de las instituciones financieras se mantuvieron contenidas en base consolidada.

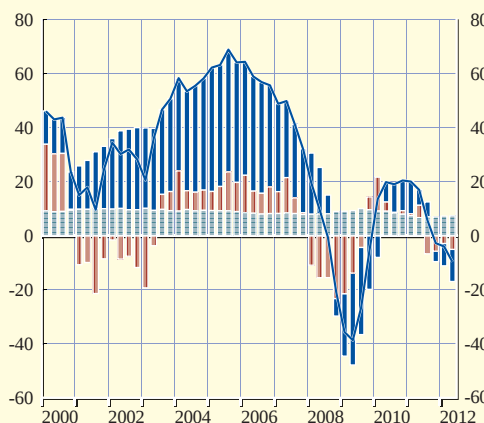
Evolución del balance

En el segundo trimestre de 2012, el patrimonio neto de los hogares, en tasa interanual, se redujo de forma acusada. Esta reducción fue equivalente al 9,6% de la renta (frente a los aumentos observados en 2010, con un máximo del 20,5% de la renta en el cuarto trimestre). La influencia positiva del

Gráfico G Variaciones del patrimonio neto de los hogares

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

- Otros flujos de activos no financieros¹⁾
- Otros flujos de activos financieros y pasivos²⁾
- Variación del patrimonio neto debido al ahorro neto³⁾
- Variación del patrimonio neto



Fuentes: Eurostat y BCE.

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

- 1) Principalmente pérdidas y ganancias de capital en activos inmobiliarios y de suelo.
- 2) Principalmente pérdidas y ganancias de capital en acciones y otras participaciones.
- 3) Esta variable comprende el ahorro neto, las transferencias de capital recibidas netas y la discrepancia entre las cuentas no financieras y las financieras.

ahorro neto (7,4% de la renta) se vio compensada con creces por las pérdidas sufridas por los hogares (17% de la renta) en sus activos no financieros (sobre todo, inmobiliarios) y, en menor medida, en sus carteras de activos financieros (véase gráfico G).

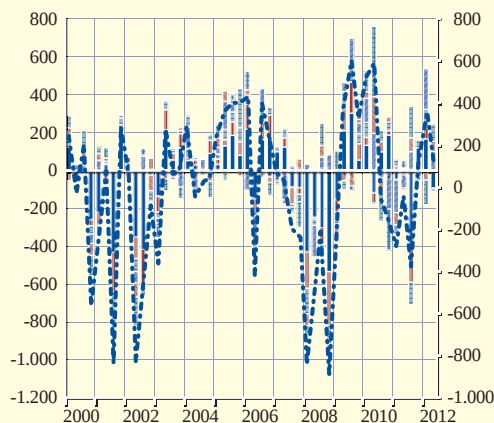
En el mismo trimestre, las instituciones financieras registraron pequeñas ganancias de capital en sus activos financieros, tras las significativas ganancias obtenidas en el primer trimestre (véase gráfico H). Las pérdidas de capital en acciones y participaciones (acciones cotizadas, acciones no cotizadas y fondos de inversión), ocasionadas por las caídas de los mercados de valores, y en deuda pública se vieron compensadas por las ganancias de capital (y por otros efectos, como las reclasificaciones) en otros instrumentos procedentes del impacto de la depreciación del euro en el segundo trimestre sobre los activos denominados en monedas extranjeras (incluidos depósitos, préstamos y valores distintos de acciones). No obstante, la depreciación del euro también contrarrestó pérdidas en los pasivos denominados en monedas extranjeras. El efecto de los préstamos malos en las carteras de préstamos se mantuvo, en general, limitado, sobre todo por la manera en la que se registra el deterioro del valor de los préstamos en las cuentas de la zona del euro, que solo se lleva a cabo gradualmente³.

3 Según las normas estadísticas internacionales, el deterioro del valor de los préstamos no suele registrarse como variación inmediata en las partidas del balance, aun cuando el prestamista pueda haber incorporado a la cuenta de pérdidas y ganancias provisiones por deterioro del valor. Por el contrario, los préstamos cuyo valor se haya deteriorado siguen registrándose a su valor nominal hasta el momento en que se recomienda darlos de baja total o parcialmente de los saldos de préstamos afectados.

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

(flujos intertrimestrales; mm de euros)

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



Fuentes: Eurostat y BCE.

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

3 PRECIOS Y COSTES

Según la estimación preliminar de Eurostat, la inflación interanual medida por el IAPC de la zona del euro fue del 2,5% en octubre de 2012, en comparación con el 2,6% de septiembre y de agosto. Teniendo en cuenta los precios actuales de los futuros sobre el petróleo, las tasas de inflación se mantendrán en niveles elevados en los meses siguientes, antes de caer de nuevo por debajo del 2% en el transcurso del próximo año. A lo largo del horizonte relevante para la política monetaria, en un entorno de crecimiento moderado de la zona del euro y de expectativas de inflación a largo plazo firmemente ancladas, las presiones inflacionistas subyacentes deberían seguir siendo limitadas. Así pues, los niveles de inflación actuales deberían continuar siendo transitorios. Los riesgos para las perspectivas de evolución de los precios siguen estando prácticamente equilibrados en el medio plazo.

3.1 PRECIOS DE CONSUMO

Según la estimación preliminar de Eurostat, la inflación medida por el IAPC fue del 2,5% en octubre de 2012, en comparación con el 2,6% de septiembre y de agosto (véase cuadro 5). Los datos más recientes de Eurostat incluyen las estimaciones preliminares de los principales componentes del IAPC para octubre, es decir, la energía, los alimentos, los servicios y los bienes industriales no energéticos (véase recuadro 5). Las tasas de variación interanual de los alimentos y de los servicios aumentaron en octubre, mientras que las de la energía y los bienes industriales no energéticos se redujeron.

Si se consideran con más detalle los principales componentes del IAPC, la tasa de variación de los precios de la energía cayó hasta el 7,8% en octubre de 2012, desde el 9,1% de septiembre (véase gráfico 23). Esta caída es muy probable que reflejara el descenso de los precios del petróleo y del gas en los últimos meses.

La estimación preliminar del componente de alimentos corresponde a la tasa de avance de los precios de los alimentos elaborados y no elaborados, tomados en su conjunto, que aumentó del 2,9% registrado en septiembre al 3,2% de octubre. Sobre la base de los datos correspondientes a septiembre, el último mes para el que se dispone de una desagregación detallada del componente de materias primas alimenticias, el aumento refleja la tendencia al alza de la tasa de variación de los precios de los alimentos no elaborados, que alcanzó el 3,7% en septiembre de 2012, el nivel más elevado de los últimos cuatro

Cuadro 5 Evolución de los precios

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

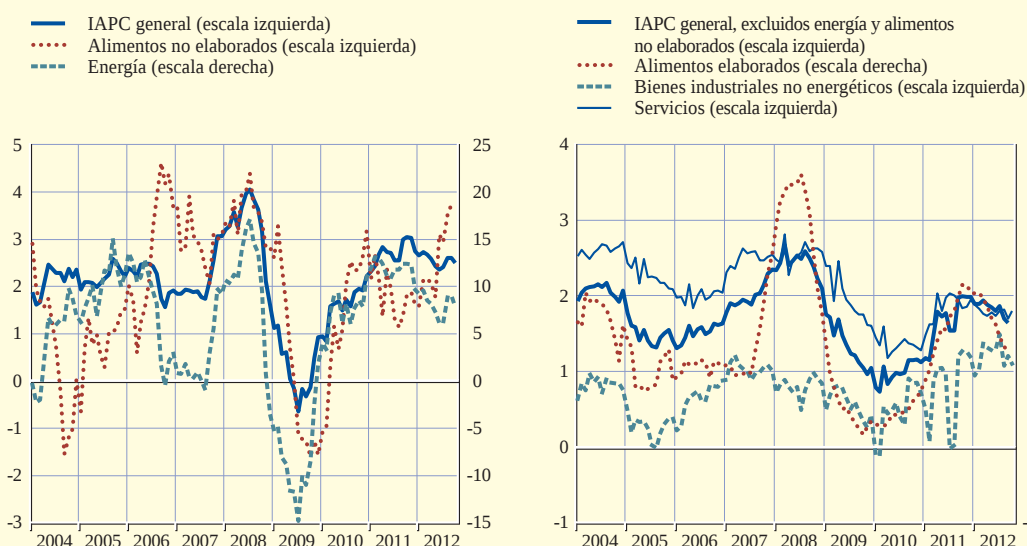
	2010	2011	2012 May	2012 Jun	2012 Jul	2012 Ago	2012 Sep	2012 Oct
IAPC y sus componentes								
Índice general ¹⁾	1,6	2,7	2,4	2,4	2,4	2,6	2,6	2,5
Energía	7,4	11,9	7,3	6,1	6,1	8,9	9,1	7,8
Alimentos	1,1	2,7	2,8	3,2	2,9	3,0	2,9	3,2
Alimentos no elaborados	1,3	1,8	1,8	3,1	2,9	3,5	3,7	,
Alimentos elaborados	0,9	3,3	3,4	3,2	2,9	2,7	2,5	,
Bienes industriales no energéticos	0,5	0,8	1,3	1,3	1,5	1,1	1,2	1,1
Servicios	1,4	1,8	1,8	1,7	1,8	1,8	1,7	1,8
Otros indicadores de precios								
Precios industriales	2,9	5,9	2,3	1,8	1,6	2,7	2,7	,
Precios del petróleo (euros por barril)	60,7	79,7	86,0	76,4	83,4	90,5	87,9	85,6
Precios de las materias primas no energéticas	44,6	12,2	-0,3	0,8	4,7	6,5	4,6	5,8

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

1) La inflación medida por el IAPC de octubre de 2012 y sus componentes (excluidos alimentos no elaborados y alimentos elaborados) corresponden a una estimación preliminar de Eurostat.

Gráfico 23 Desagregación de la inflación medida por el IAPC por principales componentes

(tasas de variación interanual; datos mensuales)



Fuente: Eurostat.

años. Este hecho puede atribuirse al incremento del ritmo de avance interanual de los precios de las frutas y de las legumbres y hortalizas, principalmente como consecuencia de influencias estacionales. En cambio, la tasa de variación de los precios de los alimentos elaborados registró un descenso sostenido, desde tasas superiores al 4 % en los primeros meses de 2012, hasta el 2,5 % de septiembre, después de que los precios de las materias primas alimenticias se redujeran en los meses anteriores. Mientras tanto, las recientes subidas de los precios de las materias primas alimenticias parecen haber sido pasajeras, y cualquier traslado a los precios de consumo tardaría varios meses.

Eurostat no publica ninguna estimación preliminar de la inflación interanual medida por el IAPC, excluidos los alimentos y la energía, que se situó en el 1,5 % en septiembre de 2012, sin cambios con respecto a agosto. Si se excluyen los alimentos y la energía, que son los componentes volátiles, la inflación medida por el IAPC consta de dos componentes principales: bienes industriales no energéticos y servicios.

La tasa de variación interanual de los precios de los bienes industriales no energéticos cayó hasta el 1,1 % en octubre de 2012, desde el 1,2 % de septiembre. La evolución de este componente refleja principalmente la volatilidad de las tasas de avance interanuales de las prendas de vestir y del calzado, asociada al impacto de los períodos de rebajas, así como al aumento de la imposición indirecta en septiembre. El ritmo de variación de los precios de los servicios ha sido relativamente estable desde principios de año, situándose en el 1,8 % en octubre, frente al 1,7 % de septiembre, lo que podría deberse, de algún modo, a la subida de los impuestos indirectos, así como a un cierto traslado de los mayores costes de la energía a los precios de componentes tales como los servicios de transporte.

Recuadro 5

ESTIMACIONES PRELIMINARES DE LOS PRINCIPALES COMPONENTES DEL IAPC DE LA ZONA DEL EURO

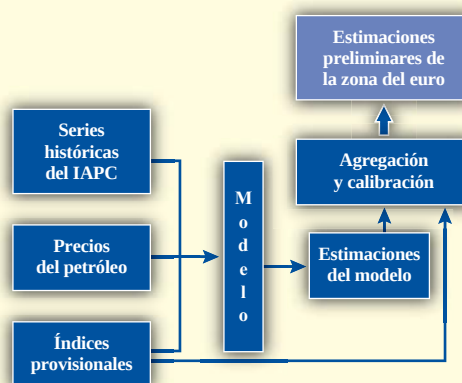
Desde octubre de 2011, Eurostat ha publicado un avance de la inflación de la zona del euro, medida en términos del IAPC general, el último día laborable del mes de referencia o poco después. Por primera vez, en septiembre de 2012, Eurostat ha complementado el avance anterior con las estimaciones preliminares de las tasas de variación interanual de los principales componentes del IAPC de la zona del euro: energía, alimentos (incluidos el alcohol y el tabaco), bienes industriales no energéticos y servicios.

El mayor nivel de detalle del avance del IAPC, solicitado por el BCE y otros usuarios, contribuye a facilitar una valoración más temprana de la evolución de los precios. Existen diferencias importantes entre los componentes del IAPC en cuanto a los factores que determinan las variaciones de precios y su persistencia. Por ejemplo, la energía es el más volátil de los principales componentes y su dinámica viene determinada, en gran medida, por la evolución de los precios del petróleo. En cambio, los precios de los servicios varían mucho menos, en promedio, y son factores internos los que los determinan. Así pues, las estimaciones preliminares de los principales componentes del IAPC de la zona del euro permiten llevar a cabo un análisis más temprano y exhaustivo.

Metodología

Las estimaciones preliminares de los principales componentes del IAPC se presentan como tasas de variación interanual redondeadas al primer decimal¹. Como ocurre con el avance del IAPC general, Eurostat obtiene las estimaciones preliminares de los principales componentes a partir de los datos nacionales facilitados por las oficinas estadísticas de los Estados miembros que pertenecen a la zona del euro en forma de estimaciones publicadas o sin publicar. Los avances del IAPC general se obtienen de forma independiente de las estimaciones preliminares de sus componentes principales. Las estimaciones de los componentes se calibran para que sean coherentes con el avance del IAPC general. En el gráfico A se muestra la manera en que se obtienen las estimaciones preliminares².

Gráfico A Metodología para la obtención de las estimaciones preliminares del IAPC de la zona del euro



Fuente: Eurostat.

Cuando las cifras provisionales son incompletas, las estimaciones se obtienen utilizando modelos econométricos. Estos modelos se basan en información sobre los precios de la energía proporcionados por la Dirección General de Energía de la Comisión Europea (publicado en el Boletín Petrolífero semanal³), en series históricas del IAPC y en datos del IAPC correspondientes al mes de referencia

1 Además de las tasas de variación interanual, Eurostat publica los correspondientes niveles de los índices y las tasas de variación intermensual en su base de datos en línea: <http://epp.eurostat.ec.europa.eu/portal/page/portal/hicp/introduction>.

2 Para más información, véase el artículo titulado «Inflation in the euro area», disponible en la sección «Statistics Explained» del sitio web de Eurostat, http://epp.eurostat.ec.europa.eu/statistics_explained.

3 Disponible en el sitio web de la Comisión Europea, http://ec.europa.eu/energy/observatory/oil/bulletin_en.htm.

disponibles para otros países. Los datos generales utilizados para obtener la estimación del IAPC y su detalle comprenden normalmente más del 95 % del gasto en consumo de la zona del euro.

Fiabilidad

El avance del IAPC general ha sido muy fiable. En el gráfico B se muestran estos avances, las cifras oficiales y las diferencias entre ellos desde enero de 2007. De los 69 avances publicados en este período, la tasa de inflación se estimó con exactitud en 47 ocasiones (lo que corresponde a dos tercios de los meses de referencia) y discrepó solamente 0,1 puntos porcentuales en 22 ocasiones⁴. Como el procedimiento de calibración no altera el avance del IAPC, su nivel de fiabilidad no se ve afectado por la publicación de las estimaciones preliminares de los principales componentes.

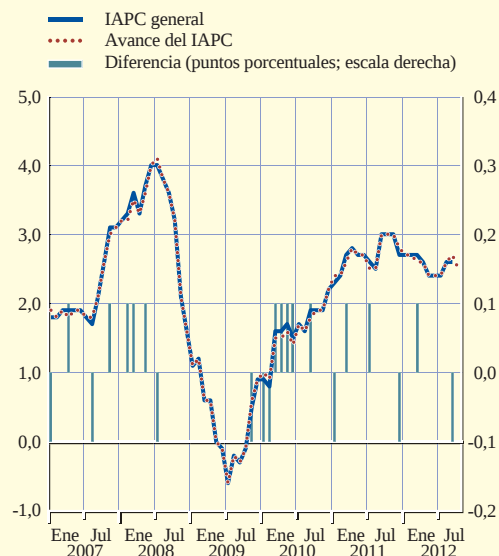
Por lo que se refiere a la fiabilidad de las estimaciones preliminares de los principales componentes, Eurostat sometió a prueba la elaboración de dichas estimaciones durante un período de 15 meses antes de publicarlas por vez primera. Basándose en los resultados de este análisis, Eurostat ha concluido que se espera que la fiabilidad de las estimaciones preliminares de los cuatro componentes sea lo suficientemente elevada. Sin embargo, la calidad y la disponibilidad de las cifras provisionales y la mayor volatilidad de algunos componentes son factores que pueden hacer que la estimación sea menos fiable que la de la inflación general.

En el cuadro siguiente se compara la estimación preliminar correspondiente a septiembre de 2012 con las cifras oficiales. La tasa de inflación se sobreestimó en 0,1 puntos porcentuales. Del mismo modo, la estimación preliminar relativa a la tasa de variación de los componentes de energía y servicios fue

4 Véanse también los recuadros titulados «Evaluación de la fiabilidad del avance del IAPC de la zona del euro publicado por Eurostat», *Boletín Mensual*, BCE, enero de 2006, «Evaluación del avance del IAPC de la zona del euro publicado por Eurostat», *Boletín Mensual*, BCE, noviembre de 2002, y, para un análisis de las proyecciones de inflación «El sesgo en las previsiones de la inflación medida por el IAPC de la zona del euro», *Boletín Mensual*, BCE, junio de 2012.

Gráfico B IAPC general, cifras oficiales y avances

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Nota: Las diferencias se calculan entre las tasas de inflación redondeadas al primer decimal.

IAPC general y sus componentes, cifras oficiales y estimaciones preliminares, septiembre de 2012

(tasas de variación interanual; salvo indicación en contrario)

	Porcentaje del total en 2012	Estimación preliminar	Cifras oficiales	Diferencia (puntos porcentuales)
Índice general	100,0	2,7	2,6	-0,1
Energía	11,0	9,2	9,1	-0,1
Alimentos	19,1	2,9	2,9	0,0
Bienes industriales no energéticos	28,5	0,8	1,2	0,4
Servicios	41,5	2,0	1,7	-0,3

Fuente: Eurostat.

más elevada (9,2% y 2%, respectivamente) que las tasas de inflación definitivas de estos componentes (9,1% y 1,7%, respectivamente). Mientras que la tasa de variación interanual de los precios de los bienes industriales no energéticos se subestimó (0,8%, frente a la tasa definitiva del 1,2%), el aumento de los precios de los alimentos se estimó con exactitud en el 2,9%.

Conclusión

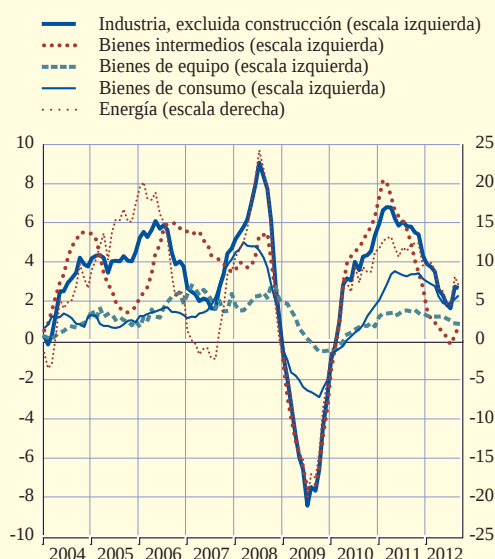
La publicación de las estimaciones preliminares de los principales componentes del IAPC para complementar el avance de la tasa de inflación general de la zona del euro mejora significativamente la capacidad del BCE para valorar la evolución de los precios de forma temprana. Al mismo tiempo, conviene tener en cuenta que la fiabilidad de las estimaciones preliminares de los componentes puede verse más afectada por la disponibilidad y calidad de las cifras provisionales que la estimación del IAPC general.

3.2 PRECIOS INDUSTRIALES

La tasa de variación de los precios industriales (excluida la construcción) se situó en el 2,7% en septiembre de 2012, sin variación con respecto al mes anterior (véanse cuadro 5 y gráfico 24). El descenso observado en el componente energético, que pasó del 8,1% de agosto al 7% de septiembre, se compensó con aumentos de la tasa de avance interanual de los precios industriales de los bienes intermedios y de los bienes de consumo, mientras que la inflación en los sectores de bienes de capital no experimentó variación. El índice de precios industriales, excluidas la construcción y la energía, se incrementó hasta el 1,2% en septiembre, en tasa interanual, desde el 1% observado en agosto.

Gráfico 24 Desagregación de los precios industriales

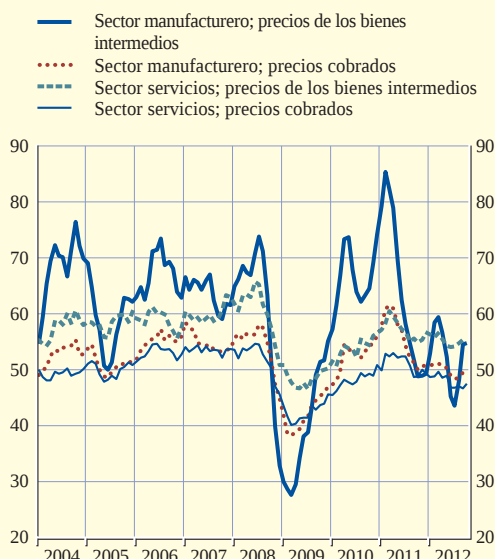
(tasas de variación interanual; datos mensuales)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Gráfico 25 Encuestas sobre precios de los bienes intermedios y precios de producción

(índices de difusión; datos mensuales)



Fuente: Markit.

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

Si se consideran las últimas fases de la cadena de producción, la tasa de variación interanual del componente de bienes de consumo alimenticio del índice de producción industrial se elevó del 3,1 % de agosto al 3,6 % de septiembre. El crecimiento interanual de los precios de las materias primas alimenticias en origen de la UE experimentó una aceleración, pasando del 6,5 % registrado en agosto al 8,5 % en septiembre, aunque se mantuvo muy por debajo de los máximos observados en 2007 y 2011. Expresados en euros, los precios internacionales de las materias primas alimenticias descendieron un 6,3 % en octubre, con respecto a septiembre. En general, aunque persisten algunas presiones latentes de carácter alcista en el corto plazo, todavía se espera que el impacto de la reciente subida de estos precios sobre el componente de alimentos del IAPC sea relativamente limitado y de corta duración. La tasa de variación interanual de los precios de los bienes de consumo no alimenticio registró un ligero descenso, hasta el 0,7 % en septiembre, desde el 0,8 % de agosto. La tendencia a la baja de los precios de los bienes de consumo no alimenticio desde el inicio del año, junto con la moderada evolución de los precios de importación de las materias primas y de los bienes intermedios, sugiere que las presiones latentes sobre el componente de bienes industriales no energéticos del IAPC siguen siendo limitadas.

Por lo que respecta a los resultados de las encuestas sobre precios industriales, tanto el índice de directores de compras (PMI) como las encuestas de la Comisión Europea indican que las expectativas de precios de las empresas volvieron a aumentar en octubre, aunque se mantuvieron muy por debajo de sus medias históricas (véase gráfico 24). Los datos de las encuestas también sugieren una suave presión al alza sobre los precios de los bienes intermedios, mientras que los indicadores siguen apuntando a un descenso de los precios de producción. En cuanto al PMI, el índice de precios de bienes intermedios del sector manufacturero ascendió de 54,4 en septiembre a 54,7 en octubre, mientras que el índice de precios de producción también aumentó durante el mismo período, pasando de 49,5 a 49,7, manteniéndose justo por debajo del umbral de 50. Los indicadores de opinión adelantados de la Comisión Europea de octubre sugieren un aumento de las expectativas de los precios de venta, en particular las relativas a los bienes intermedios. En general, las presiones latentes en las primeras fases de la cadena de producción y de la cadena minorista han seguido siendo relativamente moderadas.

3.3 INDICADORES DE COSTES LABORALES

En consonancia con la debilidad de la actividad económica y con la continuada atonía del mercado de trabajo, los indicadores de costes laborales publicados recientemente apuntan a una moderación de las presiones inflacionistas internas (véanse cuadro 6 y gráfico 26).

Cuadro 6 Indicadores de costes laborales

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

	2010	2011	2011 II	2011 III	2011 IV	2012 I	2012 II
Salarios negociados	1,7	2,0	1,9	2,1	2,0	2,0	2,2
Índice de costes laborales por hora	1,6	2,1	2,4	2,2	2,2	1,5	1,6
	1,7	2,2	2,1	2,1	2,2	2,0	1,6
<i>Pro memoria:</i>							
Productividad del trabajo	2,5	1,2	1,1	1,0	0,7	0,4	0,2
Costes laborales unitarios	-0,8	1,0	1,0	1,1	1,5	1,5	1,4

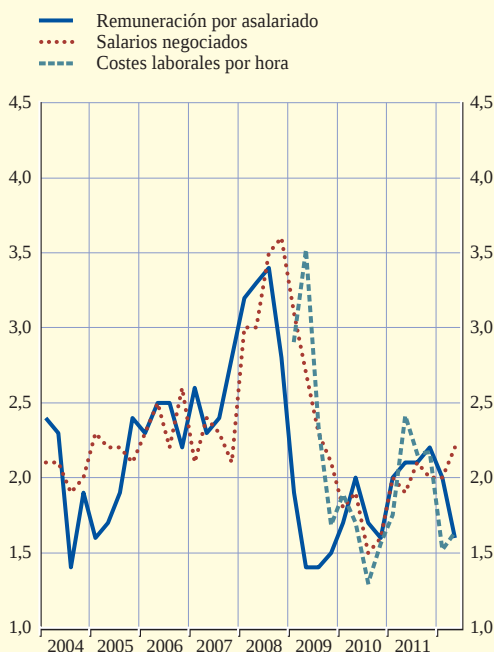
Fuentes: Eurostat, datos nacionales y cálculos del BCE.

El crecimiento de los salarios en la zona del euro en su conjunto ha sido acorde con la estabilidad de precios y con la evolución de la productividad. El crecimiento interanual de la remuneración por asalariado siguió desacelerándose en el segundo trimestre de 2012, hasta el 1,6 %, en tasa interanual, frente a tasas superiores al 2 % en la segunda mitad de 2011. Por lo que respecta a los costes laborales unitarios, el descenso observado en el crecimiento interanual de la remuneración por asalariado se vio compensada, en gran medida, por el impacto al alza del menor crecimiento de la productividad. La tasa de crecimiento interanual de los costes laborales unitarios se situó en el 1,4 % en el segundo trimestre del presente año, frente al 1,5 % registrado en el primer trimestre. En cambio, en promedio, los costes laborales por hora aumentaron, de abril a junio, a un ritmo relativamente más rápido que en el trimestre anterior, pasando del 1,5 %, en tasa interanual, al 1,6 % (véase gráfico 27).

Como los salarios corrientes, medidos por la remuneración por asalariado, han crecido con más moderación que los salarios negociados, parece

Gráfico 26 Indicadores de costes laborales

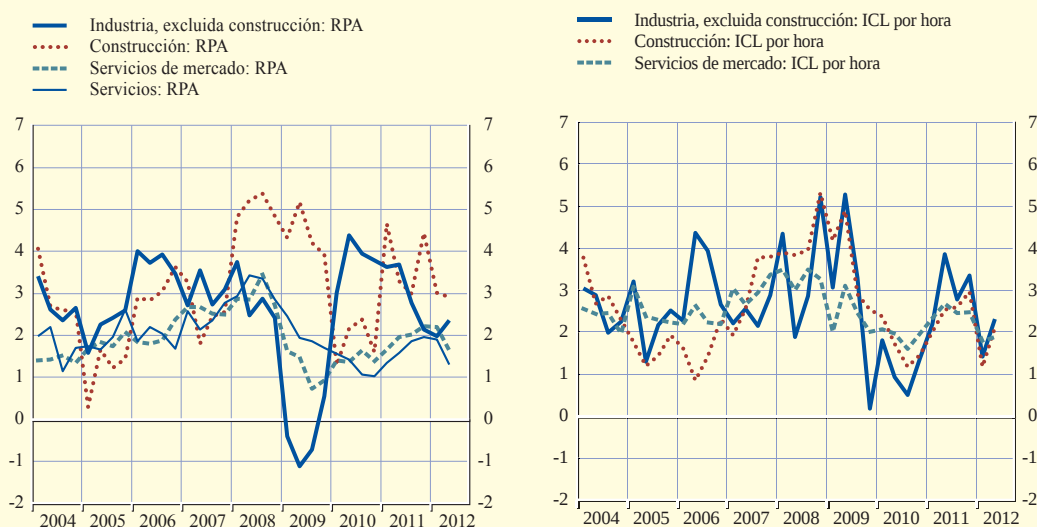
(tasas de variación interanual; datos trimestrales)



Fuentes: Eurostat, datos nacionales y cálculos del BCE.

Gráfico 27 Evolución de los costes laborales por sectores

(tasas de variación interanual; datos trimestrales)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

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

que se está produciendo un cierto ajuste de los costes salariales a escala de la zona del euro a través de una deriva salarial negativa. Las cifras preliminares sobre salarios negociados hasta agosto confirman el panorama de debilidad del mercado de trabajo.

3.4 PRECIOS DE LOS INMUEBLES RESIDENCIALES DE LA ZONA DEL EURO

Según el índice de precios de los inmuebles residenciales del BCE, la tasa de variación interanual de los precios de dichos inmuebles en la zona del euro fue del $-1,5\%$, en tasa interanual, en el segundo trimestre de 2012, (véase gráfico A). Desde finales de 2010, momento en que se situaba en torno al 2% , este índice ha descendido gradualmente, adentrándose en territorio negativo en el último trimestre de 2011 (véase el recuadro 6 para más información).

Recuadro 6

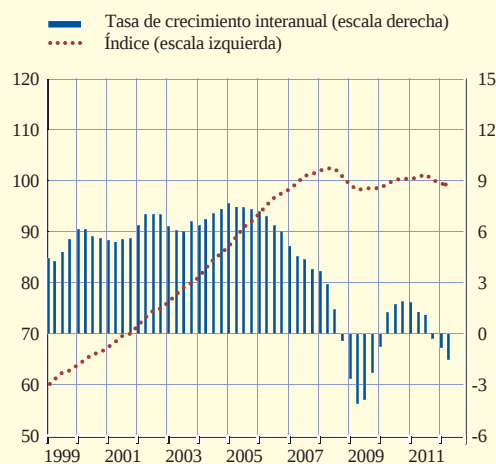
EVOLUCIÓN RECIENTE DE LOS PRECIOS DE LA VIVIENDA EN LA ZONA DEL EURO

Según el índice de precios de los inmuebles residenciales de la zona del euro elaborado por el BCE¹, la tasa de variación interanual de dichos precios fue del $-1,5\%$ en el segundo trimestre de 2012 (véase gráfico). Desde el cuarto trimestre de 2010, cuando se situaba en torno al 2% , se ha moderado gradualmente, adentrándose en territorio negativo en el último trimestre de 2011. Esta moderación se ha producido en un contexto de tensiones en varios mercados financieros de la zona del euro.

Las contribuciones a la evolución reciente del crecimiento de los precios de la vivienda en la zona del euro varían considerablemente de un país a otro. Los precios han seguido disminuyendo, en tasa interanual, en muchos países, especialmente en algunos países del sur de Europa (por ejemplo, Grecia, España y Portugal), pero también en Irlanda y en los Países Bajos (véase cuadro). En la mayor parte de estos países, los descensos fueron algo más acusados en el primer semestre de 2012 que en el segundo semestre de 2011. Además, en el primer semestre de 2012, la tasa de crecimiento interanual de los precios de la vivienda se adentró en territorio negativo en Italia, pero experimentó una ligera aceleración en Bélgica, Alemania y Luxemburgo.

Precios nominales de los inmuebles residenciales de la zona del euro

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



Fuentes: Datos nacionales y cálculos del BCE.

Nota: En la nota 1 del texto principal se explica cómo se elabora el índice nominal.

1 En 2010, el BCE empezó a elaborar trimestralmente el índice de precios de los inmuebles residenciales para la zona del euro. Para más información, véase el recuadro titulado «Evolución reciente del mercado de la vivienda en la zona del euro», *Boletín Mensual*, BCE, Fráncfort del Meno, diciembre de 2010.

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

(tasas de variación interanual)

	Ponderación (porcentaje)	Media 1999-2011	2010	2011	2011		2012	2011				2012	
					SI	SII	SI	I	II	III	IV	I	II
Bélgica ¹⁾	3,8	6,5	5,4	3,1	3,3	2,9	3,2	3,1	3,4	3,8	2,1	3,8	2,7
Alemania ²⁾	26,7	-	0,5	2,6	2,7	2,5	3,0	3,1	2,3	2,7	2,3	2,5	3,5
Estonia ³⁾	0,2	-	0,1	9,9	6,4	13,4	10,2	2,2	10,7	14,4	12,4	13,8	6,8
Irlanda ²⁾	1,8	3,1	-13,1	-13,2	-11,8	-14,7	-16,3	-11,1	-12,4	-13,5	-15,8	-17,2	-15,4
Grecia ³⁾	2,6	5,1	-4,7	-5,4	-5,3	-5,6	-9,7	-5,4	-5,1	-4,6	-6,5	-9,3	-10,1
España ²⁾	11,7	6,5	-2,0	-7,4	-5,5	-9,3	-13,5	-4,1	-6,8	-7,4	-11,2	-12,6	-14,4
Francia ¹⁾	21,3	7,4	5,1	5,9	7,0	4,9	0,9	7,0	7,1	6,2	3,7	1,9	-0,1
Italia ²⁾	17,0	4,6	-0,2	0,8	0,9	0,6	-0,9	0,6	1,2	0,9	0,3	-0,2	-1,7
Chipre ²⁾	0,2	-	-1,3	-4,1	-3,2	-5,0	-5,4	-3,1	-3,4	-4,3	-5,7	-4,9	-5,9
Luxemburgo ³⁾	0,4	-	4,5	4,1	4,0	4,2	4,8	2,4	5,7	1,9	6,5	5,4	4,3
Malta ²⁾	0,1	5,2	1,1	1,3	-1,3	3,9	-	-2,6	0,0	1,8	6,2	5,5	0,1
Países Bajos ¹⁾	6,4	4,1	-2,0	-2,3	-1,6	-3,0	-4,4	-1,2	-1,9	-2,7	-3,4	-3,8	-5,0
Austria ²⁾	3,1	2,2	5,7	4,1	2,6	5,6	-	3,9	1,4	5,7	5,5	10,7	-
Portugal ²⁾	1,9	2,2	1,8	-0,2	0,4	-0,8	-1,6	0,6	0,2	-0,8	-0,8	-1,5	-1,8
Eslovenia ²⁾	0,4	-	0,1	2,7	3,7	1,7	-6,4	4,1	3,2	2,1	1,4	-7,1	-5,7
Eslovaquia ¹⁾	0,7	-	-3,9	-3,1	-2,7	-3,5	-2,3	-2,5	-2,8	-4,3	-2,7	-2,3	-2,3
Finlandia ¹⁾	1,9	4,7	8,7	2,7	3,7	1,8	0,8	4,2	3,2	2,7	0,9	1,1	0,5
Zona del euro	100	4,2	1,0	1,0	1,6	0,4	-1,2	1,8	1,3	1,1	-0,3	-0,8	-1,5

Fuentes: Datos nacionales y cálculos del BCE.

Notas: Las ponderaciones se basan en el PIB nominal correspondiente a 2009.

1) Viviendas construidas (es decir, casas y pisos) en todo el país.

2) Total de viviendas (es decir, casas y pisos nuevos y construidos) en todo el país.

3) Total de pisos en todo el país.

En el segundo trimestre de 2012, el índice de precios de los inmuebles residenciales de la zona del euro fue alrededor de un 3 % inferior al observado a mediados de 2008, de lo que se deduce que la corrección en términos absolutos no fue importante, aunque debe considerarse en el contexto de la accesibilidad de los inmuebles residenciales y de los precios de alternativa a la vivienda en propiedad. Por ejemplo, los índices de valoración utilizados habitualmente sugieren que el grado de desajuste entre los precios de la vivienda y las variables fundamentales registrado en varios países de la zona del euro se ha reducido significativamente desde el inicio de la crisis, pero no se ha eliminado por completo².

2 Véase el recuadro titulado «Tools for detecting a possible misalignment of residential property prices from fundamentals», *Financial Stability Review*, BCE, Fráncfort del Meno, junio de 2011.

3.5 PERSPECTIVAS DE INFLACIÓN

Según la estimación preliminar de Eurostat, la inflación interanual medida por el IAPC de la zona del euro fue del 2,5 % en octubre de 2012, en comparación con el 2,6 % de septiembre y de agosto. Teniendo en cuenta los precios actuales de los futuros sobre el petróleo, las tasas de inflación se mantendrán en niveles elevados en los meses siguientes, antes de caer de nuevo por debajo del 2 % en el transcurso del próximo año. A lo largo del horizonte relevante para la política monetaria, en un entorno de crecimiento moderado en la zona del euro y de expectativas de inflación a largo plazo firmemente ancladas, las presiones inflacionistas subyacentes deberían seguir siendo contenidas. Así pues, los niveles de inflación actuales deberían continuar siendo transitorios.

La última encuesta del BCE a expertos en previsión económica (véase recuadro 7) muestra que, en comparación con la ronda anterior, los expertos han revisado las expectativas al alza en 0,2 puntos

porcentuales para 2012 y 2013, situándolas en el 2,5 % y el 1,9 %, respectivamente. Las expectativas de inflación para 2014 se mantienen sin variación en el 1,9 %. Sus expectativas de inflación de 2012 a 2014 están prácticamente en línea con los intervalos previstos en las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE para la zona del euro de septiembre. Las expectativas a largo plazo (para 2017) se mantienen sin variación en el 2 %.

Los riesgos para las perspectivas de evolución de los precios siguen estando prácticamente equilibrados a medio plazo. Los riesgos al alza proceden de nuevos aumentos de los impuestos indirectos, derivados de la necesidad de adoptar medidas de consolidación fiscal. Los principales riesgos a la baja están relacionados con el impacto de un crecimiento menor de lo esperado en la zona del euro, en caso de una reintensificación de las tensiones en los mercados financieros, y con sus efectos sobre los componentes internos de la inflación.

Recuadro 7

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

A continuación se presentan los resultados de la encuesta del BCE a expertos en previsión económica (EPE) correspondiente al cuarto trimestre de 2012. La encuesta se realizó entre el 16 y el 22 de octubre de 2012, y se recibieron 56 respuestas¹. Los resultados suponen un aumento de las expectativas de inflación para 2012 y 2013 en comparación con la encuesta anterior, mientras que las expectativas para 2014 no han experimentado variación. Las expectativas de crecimiento del PIB se han revisado a la baja para 2012, 2013 y 2014, mientras que las correspondientes al desempleo, para esos mismos años, se han revisado nuevamente al alza. Por lo que respecta a las expectativas de inflación a más largo plazo, la previsión media se mantiene sin variación en el 2 %.

Expectativas de inflación más elevadas para 2012 y 2013

Las expectativas de inflación para 2012 y 2013 obtenidas de la EPE se sitúan en el 2,5 % y en el 1,9 %, respectivamente (véase cuadro), lo que supone revisiones al alza de 0,2 puntos porcentuales para ambos años en comparación con la encuesta anterior. Los encuestados atribuyen estas revisiones principalmente a un aumento mayor de lo previsto de los precios de las materias primas y de los impuestos indirectos. Las expectativas de inflación para 2014 se mantienen sin variación en el 1,9 %.

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 septiembre de 2012 y son muy similares a las publicadas en las encuestas del Barómetro de la Zona del Euro y de Consensus Economics de octubre. La distribución de probabilidad agregada para la inflación de 2012 se ha concentrado más en el intervalo comprendido entre el 2,5 % y el 2,9 %, mientras que las correspondientes a 2013 y 2014 se han desplazado hacia la derecha en comparación con la encuesta anterior (véase gráfico A).

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: <http://www.ecb.europa.eu/stats/prices/indic/forecast/html/index.en.html>.

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	2014	A más largo plazo ²⁾
EPE IV 2012	2,5	1,9	1,9	2,0
EPE anterior (III 2012)	2,3	1,7	1,9	2,0
Proyecciones macroeconómicas de los expertos del BCE (septiembre 2012)	2,4-2,6	1,3-2,5	-	-
Consensus Economics (octubre 2012)	2,4	1,9	1,7	2,1
Barómetro de la Zona del Euro (octubre 2012)	2,4	1,9	1,9	2,0
Tasa de variación del PIB real	2012	2013	2014	A más largo plazo ²⁾
EPE IV 2012	-0,5	0,3	1,3	1,8
EPE anterior (III 2012)	-0,3	0,6	1,4	1,8
Proyecciones macroeconómicas de los expertos del BCE (septiembre 2012)	-0,6 - -0,2	-0,4-1,4	-	-
Consensus Economics (octubre 2012)	-0,5	0,2	1,2	1,5
Barómetro de la Zona del Euro (octubre 2012)	-0,5	0,2	1,3	1,7
Tasa de desempleo¹⁾	2012	2013	2014	A más largo plazo ²⁾
EPE IV 2012	11,3	11,6	11,2	9,0
EPE anterior (III 2012)	11,2	11,4	10,8	9,2
Consensus Economics (octubre 2012)	11,2	11,7	-	-
Barómetro de la Zona del Euro (octubre 2012)	11,2	11,7	11,2	10,4

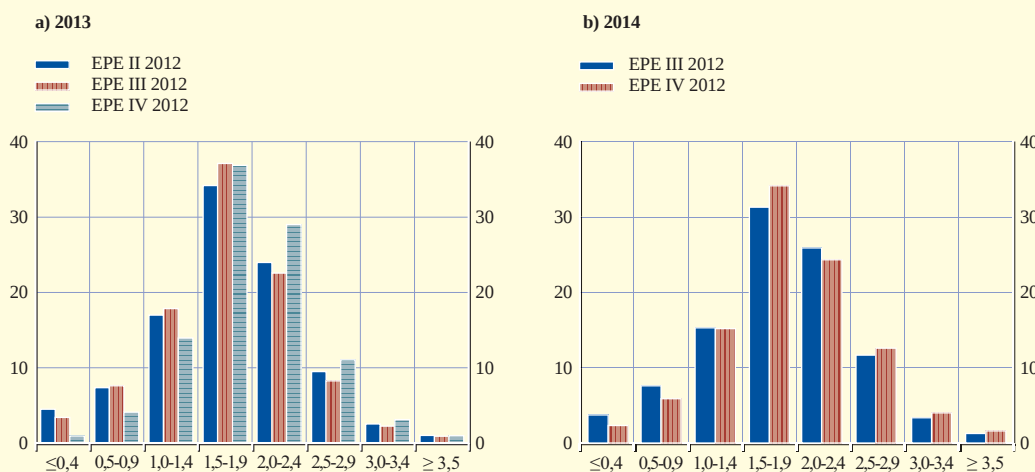
1) En porcentaje de la población activa.

2) Las expectativas de inflación a más largo plazo se refieren a 2017 en la EPE y en Consensus Economics, y a 2016 en el Barómetro de la Zona del Euro.

Los encuestados consideran que los riesgos para el escenario de referencia de la inflación están, en general, equilibrados. Algunos encuestados mencionaron, entre los riesgos alcistas, la posibilidad de que se produzcan nuevos aumentos de los precios de las materias primas, de los impuestos indirectos y de los precios administrados. El principal riesgo bajista para la inflación guarda relación con un nuevo deterioro de la actividad económica y de los mercados de trabajo en la zona del euro.

Gráfico A Distribución de probabilidad agregada para las expectativas de inflación media anual en 2013 y 2014 en las últimas encuestas EPE

(probabilidad en porcentaje)

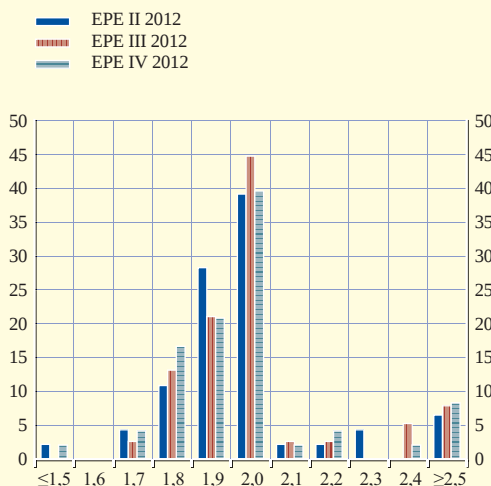


Fuente: BCE.

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

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

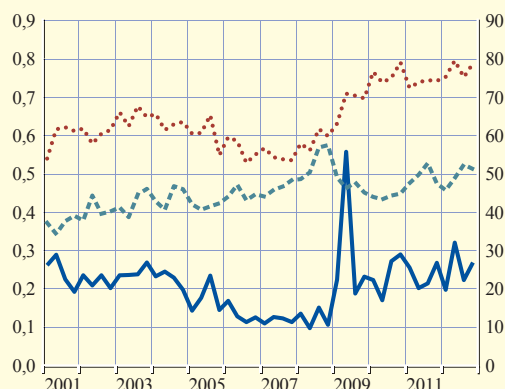
(porcentaje de encuestados)



Fuente: BCE.

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

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



Fuente: BCE.

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

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

La previsión media de inflación a más largo plazo (para 2017) se mantiene en el 2 %. Mostradas con redondeo a dos decimales, las expectativas se sitúan, en promedio, en el 1,98 %, frente al 2,02 % 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 % ha descendido del 45 % al 40 % (véase gráfico B). Las expectativas de inflación a más largo plazo de la EPE también son acordes, en líneas generales, con las previsiones a más largo plazo de Consensus Economics y del Barómetro de la Zona del Euro. La distribución de probabilidad agregada se ha aplanado ligeramente (parte de la probabilidad se ha desplazado hacia las colas de la distribución) en comparación con la encuesta anterior. La probabilidad de que la inflación se sitúe en el 2 % o por encima de este nivel se ha reducido del 52 % de la encuesta anterior al 51 % en la presente ronda.

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 aumentado ligeramente en comparación con la encuesta anterior, pero se mantiene en niveles históricamente altos (véase gráfico C)².

Expectativas de crecimiento del PIB más bajas para 2012, 2013 y 2014

Las expectativas de crecimiento del PIB para 2012 y 2013 se han revisado a la baja, 0,2 y 0,3 puntos porcentuales, y actualmente se sitúan en el -0,5 % y el 0,3 %, respectivamente. Para 2014, las expectativas se

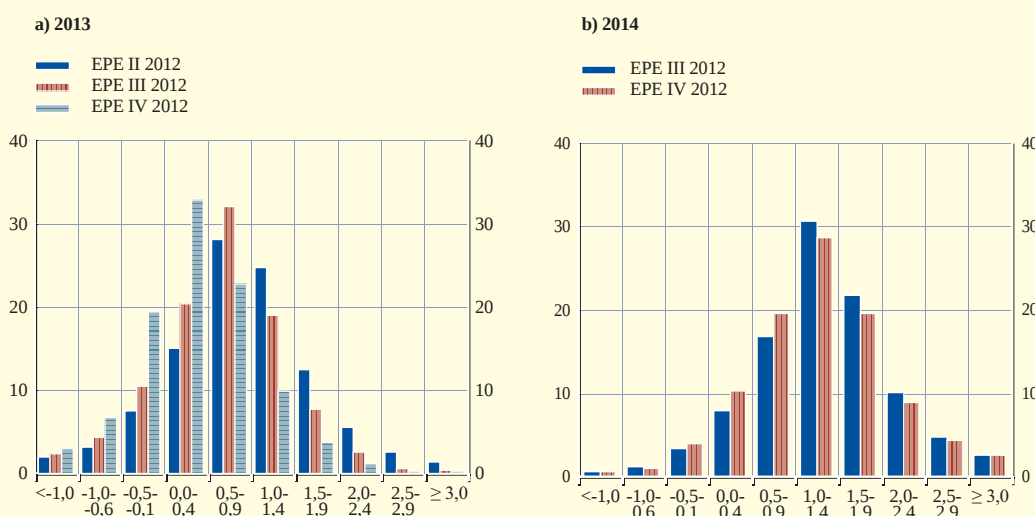
2 Para más información sobre las medidas de incertidumbre, véase el recuadro titulado «Cómo medir las percepciones de la incertidumbre macroeconómica», *Boletín Mensual*, BCE, enero de 2010.

cifran en el 1,3%, frente al 1,4% de la encuesta anterior (véase cuadro). Las expectativas para 2012 y 2013 se sitúan dentro de los intervalos de las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE en septiembre de 2012, pero se aproximan más al límite inferior para 2012. En comparación con las proyecciones más recientes de Consensus Economics y del Barómetro de la Zona del Euro, las expectativas que recoge la EPE son similares para 2012 y 2014, pero ligeramente más altas para 2013. En opinión de los encuestados, el principal factor determinante de la revisión a la baja para 2012 fue la persistente incertidumbre en la zona del euro, que se ha reflejado también en la debilidad de los indicadores económicos en los meses de verano y principios de otoño. Las contribuciones positivas al crecimiento siguen teniendo su origen en la demanda exterior neta, aunque en menor medida de lo previsto anteriormente, debido a la desaceleración del crecimiento en China y Estados Unidos. Las revisiones a la baja para 2013 y 2014 reflejan la persistencia mayor de la esperada de la incertidumbre, así como el mantenimiento de las medidas de consolidación fiscal asociadas a la crisis de deuda soberana en algunos países de la zona del euro y su impacto negativo sobre el consumo y la inversión.

La distribución de probabilidad agregada para 2012 está mucho más concentrada en torno a resultados relativamente más bajos que en la encuesta anterior, mientras que las distribuciones correspondientes a 2013 y 2014 se han desplazado íntegramente hacia la izquierda (véase gráfico D). Para 2012, los encuestados asignan ahora la probabilidad más alta, un 57%, al intervalo comprendido entre el -0,5% y el -0,1%, en comparación con el 45% de la encuesta anterior. Para 2013, la probabilidad más alta se asigna al intervalo comprendido entre el 0,0% y el 0,4% (33% frente al 20% de la EPE anterior). Para 2014, el resultado más probable sigue situándose en el intervalo comprendido entre el 1,0% y el 1,4%, aunque la probabilidad asignada a este intervalo se ha reducido ligeramente, hasta el 29%, desde el 31% de la EPE anterior. A juicio de los encuestados, se mantienen los riesgos a la baja para el crecimiento del PIB de la zona del euro, derivados, principalmente, del temor a una nueva intensificación de la crisis de deuda soberana. Se estima que el principal riesgo al alza para el escenario de referencia

Gráfico D Distribución de probabilidad agregada de las expectativas de crecimiento medio interanual del PIB real para 2013 y 2014 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.

es que se produzca una recuperación más rápida de lo previsto de la confianza del sector privado tras el anuncio, por parte del BCE, de su programa de Operaciones Monetarias de Compraventa.

Las expectativas de crecimiento a más largo plazo (para 2017) se mantienen estables en el 1,8 %. Por su parte, la distribución de probabilidad agregada solo ha variado ligeramente con respecto a la encuesta anterior, con una concentración ligeramente más alta en los intervalos comprendidos entre el 1,0 % y el 1,9 %, y una concentración más baja en los correspondientes a las colas.

Aumento de las expectativas respecto a la tasa de desempleo para 2012, 2013 y 2014

Las expectativas relativas a la tasa de desempleo se sitúan actualmente en el 11,3 % para 2012, en el 11,6 % para 2013 y en el 11,2 % para 2014 (véase cuadro), lo que supone sendas revisiones al alza de 0,1 puntos porcentuales para 2012, de 0,2 puntos porcentuales para 2013 y de 0,4 puntos porcentuales para 2014, en comparación con la encuesta anterior. A juzgar por los comentarios de los expertos, estas revisiones al alza tienen su origen, principalmente, en una debilidad, mayor que la esperada, de la actividad económica. Los encuestados prevén que la tasa de desempleo toque techo en 2013 y que el posterior descenso se deberá al éxito de las reformas del mercado de trabajo que ya se han emprendido en algunos países. Las previsiones para 2012 se sitúan ligeramente por encima de las de Consensus Economics y las del Barómetro de la Zona del Euro, mientras que las correspondientes a 2013 son algo más bajas. Las expectativas de la EPE para 2014 están en consonancia con las proyecciones más recientes del Barómetro de la Zona del Euro.

Por lo que respecta a la evaluación de los riesgos, se mencionan como principales riesgos al alza un nuevo debilitamiento de la actividad económica y una implementación más lenta de lo previsto de las reformas estructurales en el mercado de trabajo. Al mismo tiempo, se mencionan riesgos a la baja, básicamente en el contexto del horizonte a más largo plazo y se asocian, principalmente, a que las reformas estructurales tengan un mayor impacto en algunos países.

Las expectativas relativas a la tasa de desempleo a más largo plazo (para 2017) muestran, en comparación con la encuesta anterior, un descenso de 0,2 puntos porcentuales, hasta el 9,0 %, y se estima que los riesgos se sitúan a la baja. La distribución de probabilidad agregada también se ha desplazado hacia la izquierda.

Otras variables y supuestos condicionantes

Los supuestos relativos a las variables en que se basan las proyecciones de los encuestados se han revisado en diferentes direcciones. Las expectativas respecto a los precios del petróleo se han revisado al alza, desde el nivel de 102 dólares estadounidenses el barril en el cuarto trimestre de 2012, que figuraba en la encuesta anterior, hasta alrededor de 110 dólares estadounidenses el barril en la EPE actual, lo que refleja un incremento de los precios del petróleo del 7 % desde que se realizó la encuesta anterior. Para 2014, se prevé que dichos precios se sitúen en torno a 113 dólares estadounidenses. En cuanto al crecimiento de la remuneración por asalariado, se prevé que se situará en el 2,0 % en 2012, en el 1,8 % en 2013 y en el 1,9 % en 2014, lo que representa una cifra ligeramente más alta para 2012 y algo más baja para 2014 que la prevista en la encuesta anterior. Las expectativas de crecimiento a largo plazo de la remuneración por asalariado se mantienen sin variación en el 2,4 % para 2017. Según las previsiones, el tipo de interés de las operaciones principales de financiación del Eurosistema descenderá hasta el 0,6 % en 2013 y aumentará hasta el 0,8 % en 2014. Por lo que respecta al tipo de cambio entre el euro y el dólar estadounidense, se prevé que se mantenga estable en torno a 1,28 dólares por euro hasta 2014.

4 PRODUCTO, DEMANDA Y MERCADO DE TRABAJO

El PIB real de la zona del euro se contrajo un 0,2%, en tasa intertrimestral, en el segundo trimestre de 2012, tras registrar un crecimiento nulo en el trimestre anterior. Por lo que se refiere al segundo semestre de 2012, los indicadores disponibles continúan apuntando a una débil actividad económica. Aunque las cifras de producción industrial mostraron cierta fortaleza en julio y agosto, los datos de las encuestas más recientes relativos al conjunto de la economía, que abarcan hasta el cuarto trimestre, no indican mejoras para finales de año. De cara al año próximo, se prevé que la dinámica del crecimiento mantenga su debilidad. Las medidas de política monetaria convencionales y no convencionales siguen respaldando esta dinámica, pero el necesario proceso de ajuste de los balances en los sectores financiero y no financiero y la desigual recuperación a escala mundial continuarán frenando el ritmo de la recuperación. Los riesgos en torno a las perspectivas económicas de la zona del euro siguen siendo a la baja.

4.1 PIB REAL Y COMPONENTES DE LA DEMANDA

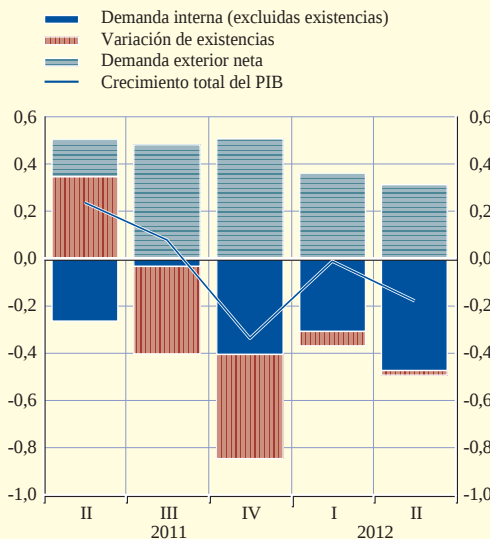
El PIB real de la zona del euro se contrajo ligeramente en el segundo trimestre de 2012, tras registrar un crecimiento nulo en el trimestre anterior (véase gráfico 28). La contribución de la demanda interna fue negativa, mientras que la demanda exterior neta continuó proporcionando un impulso positivo al crecimiento. La contribución de la variación de existencias al crecimiento intertrimestral del PIB fue nula.

Tras una reducción del 0,2% en el primer trimestre de 2012, el consumo privado registró un descenso adicional del 0,4% en el segundo trimestre de este año. Este descenso se debió, principalmente, a la contribución negativa del consumo de bienes al por menor al crecimiento del gasto en consumo, mientras que las contribuciones de las compras de automóviles y del consumo de servicios fueron prácticamente nulas. El consumo ha disminuido durante tres trimestres consecutivos y, a lo largo de ese periodo, ha mostrado una caída acumulada superior al 1%.

En cuanto al tercer trimestre de 2012, la información sobre el consumo privado pone de manifiesto la persistente debilidad del gasto de los hogares. El volumen de ventas del comercio al por menor aumentó un 0,4%, en tasa intertrimestral, en el tercer trimestre, tras una reducción del 0,7% en el trimestre anterior. Sin embargo, al mismo tiempo, las matriculaciones de automóviles retrocedieron un 6,5%, en tasa intertrimestral, en el tercer trimestre, después de descender un 0,5% en el trimestre precedente. Dadas las ponderaciones de las compras de automóviles y del comercio al por menor en el consumo privado de la zona del euro (en torno a un 5% y un 45%, respectivamente), esto supone que su contribución conjunta al crecimiento intertrimestral del consumo debería seguir siendo negativa en el tercer trimestre, aunque en menor medida que en el segundo trimestre, cuando su contribución se cifró en torno a -0,3 puntos porcentuales. Los datos de las encuestas relativas al sector minorista muestran la persistente

Gráfico 28 Crecimiento del PIB real y contribuciones

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



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

debilidad del consumo de bienes al por menor en el tercer trimestre, así como en octubre de 2012 (véase gráfico 29). El índice de directores de compras (PMI) del comercio al por menor se elevó entre el segundo y el tercer trimestre, pero se mantuvo claramente por debajo de 50, el umbral teórico de expansión, lo que sigue apuntando a una falta de dinamismo de las ventas. El índice del comercio al por menor para octubre sugiere el mantenimiento de esta frágil dinámica. Además, la confianza de los consumidores de la zona del euro, que disminuyó entre el segundo y el tercer trimestre, permaneció básicamente estable en octubre. Así pues, el índice continúa situándose claramente por debajo de su media de largo plazo, lo que señala una nueva evolución negativa del gasto en consumo. Del mismo modo el indicador de grandes compras esperadas también se sitúa en un nivel muy inferior a su media de largo plazo.

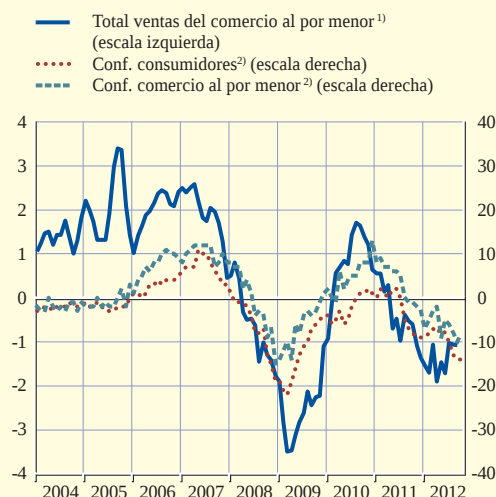
La formación bruta de capital fijo se contrajo un 1,5%, en tasa intertrimestral, en el segundo trimestre 2012, tras una caída algo más suave en el trimestre anterior. En cuanto al detalle de la inversión en el segundo trimestre, tanto la inversión, excluida la construcción, como la inversión en construcción cayeron a un ritmo similar en términos intertrimestrales.

De cara al futuro, la producción industrial de bienes de equipo (un indicador de la inversión futura, excluida la construcción) aumentó un 0,7% en agosto, tras una subida del 2% en julio. El nivel medio de la producción de bienes de equipo en estos dos meses se situó aproximadamente un 2% por encima del nivel del segundo trimestre, en comparación con la tasa intertrimestral del -1,3% registrada en el segundo trimestre. No obstante, los resultados de las encuestas de opinión relativas a la industria, excluida la construcción, tanto del PMI como de la Comisión Europea, sugieren un nuevo descenso de la inversión en el tercer trimestre de 2012, así como al comienzo del último trimestre del año. Al mismo tiempo, las encuestas de la Comisión indican que la utilización de la capacidad productiva se redujo aún más en el período de tres meses hasta octubre 2012, manteniéndose por debajo de su nivel medio a largo plazo.

Los datos relativos a la inversión en construcción ofrecen señales contradictorias para el tercer trimestre. Por una parte, la producción de la construcción se ha incrementado durante dos meses consecutivos, situándose, en promedio, en julio y en agosto ligeramente por encima del nivel medio del segundo trimestre, cuando aumentó de forma muy moderada. Por otra parte, las encuestas apuntan al mantenimiento de la debilidad en el sector de la construcción. Por ejemplo, el indicador de la Comisión Europea sobre la confianza de la construcción, disponible hasta octubre de 2012, ha seguido cayendo por debajo de su media histórica. Al mismo tiempo, el PMI de la construcción de la zona del euro se mantuvo en un nivel muy inferior a 50 en el tercer trimestre, lo que indica una nueva evolución negativa en ese trimestre. Los resultados de las encuestas de opinión sugieren que la inversión en construcción todavía sigue viéndose afectada por restricciones de financiación y por los ajustes en curso registrados en el mercado de la vivienda en varios países de la zona del euro.

Gráfico 29 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.

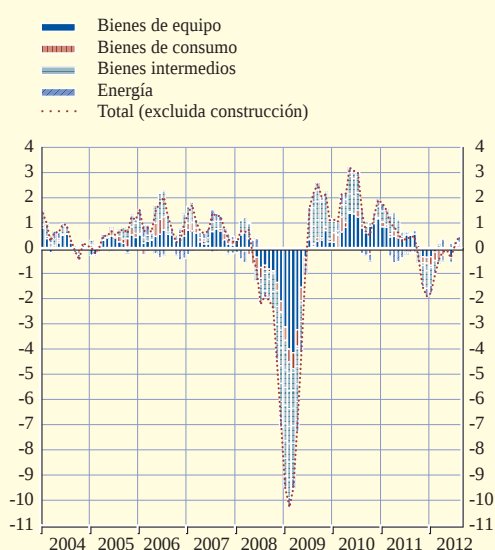
Los flujos comerciales de la zona del euro se fortalecieron en el segundo trimestre de 2012, aumentando las exportaciones y las importaciones un 1,3 % y un 0,6 %, respectivamente, en tasa intertrimestral. Sin embargo, la información más reciente sugiere que la dinámica tanto de las importaciones como de las exportaciones se debilitó nuevamente en el tercer trimestre. Los flujos comerciales que se registraron en julio y en agosto se situaron, en promedio, por encima de los niveles observados en el segundo trimestre, lo que apunta a un crecimiento positivo pero bastante limitado en el tercer trimestre. En este contexto en el que predomina la incertidumbre sobre la fortaleza de la recuperación a escala mundial, los resultados de las encuestas de opinión relativos a las exportaciones de la zona del euro se mantienen en un nivel muy bajo. En octubre, el PMI de nuevos pedidos exteriores se mantuvo básicamente estable en torno a 45, mientras que la encuesta de la Comisión Europea mostró un deterioro adicional de la cartera de pedidos exteriores, frente al nivel medio observado en el tercer trimestre. Se prevé que el crecimiento de la demanda exterior y de las exportaciones de la zona del euro mantenga su debilidad en el último trimestre del 2012. Las perspectivas a corto plazo para las importaciones siguen siendo bastante frágiles, en práctica consonancia con las perspectivas de la actividad económica para la zona del euro.

4.2 PRODUCTO POR RAMAS DE ACTIVIDAD

El valor añadido real se redujo un 0,1 %, en tasa intertrimestral, en el segundo trimestre de 2012. La actividad en la industria (excluida la construcción), así como en la construcción, se contrajo, mientras que el valor añadido de los servicios se mantuvo estabilizado.

Gráfico 30 Crecimiento de la producción industrial y contribuciones

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

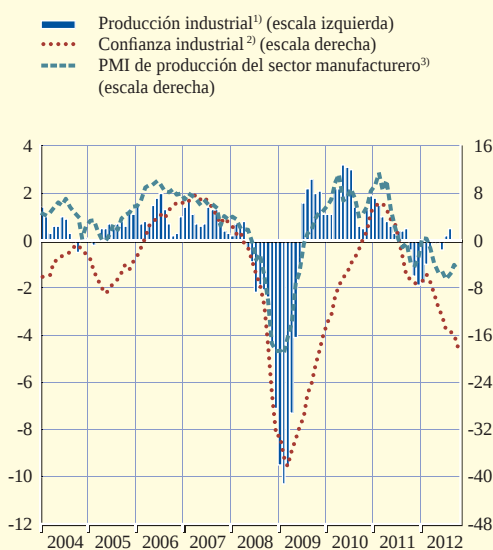


Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

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

Gráfico 31 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.

Por lo que respecta a la evolución en el tercer trimestre de 2012, la producción industrial (excluida la construcción) experimentó un crecimiento intermensual del 0,6% en agosto, tras el incremento de la misma magnitud observado en el mes anterior. En julio y agosto, la producción se situó, en promedio, en torno a un 1 % por encima del nivel alcanzado en el segundo trimestre, lo que representa una mejora con respecto al segundo trimestre, cuando la producción se contrajo un 0,4 %, en tasa intertrimestral (véase gráfico 30). No obstante, indicadores de opinión más recientes presentan un panorama menos optimista. Por ejemplo, el índice PMI de producción de las manufacturas disminuyó nuevamente en el tercer trimestre, es decir, continuó cayendo por debajo de 50, el umbral teórico de expansión. Al mismo tiempo, los resultados de las encuestas de la Comisión Europea indican un aumento de las restricciones a la producción en los tres meses transcurridos hasta octubre 2012, lo que se atribuye principalmente a un empeoramiento de la demanda. El índice PMI de actividad comercial del sector servicios mejoró ligeramente en el tercer trimestre de 2012, pero se mantuvo claramente por debajo de 50. Otras encuestas de opinión, como las de la Comisión Europea, están prácticamente en consonancia con la evolución del PMI. Los resultados de la mayoría de las encuestas relativas a la zona del euro apunta a un deterioro adicional o, como mucho, a una estabilización en octubre (véase gráfico 31).

4.3 MERCADO DE TRABAJO

Los mercados de trabajo de la zona del euro siguen deteriorándose, y los indicadores de opinión anticipan una nueva evolución negativa en los próximos meses.

El empleo registrado se mantuvo estabilizado entre el primer y el segundo trimestre de 2012, tras tres trimestres de crecimiento negativo (véase cuadro 7). Al mismo tiempo, las horas trabajadas volvieron a caer un 0,3 %, en tasa intertrimestral, en el segundo trimestre. A nivel sectorial, las últimas cifras muestran que el empleo en la industria se redujo, en términos intertrimestrales, principalmente en la construcción. El empleo en el sector servicios fue más estable entre el primer y el segundo trimestre.

Cuadro 7 Crecimiento del empleo

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

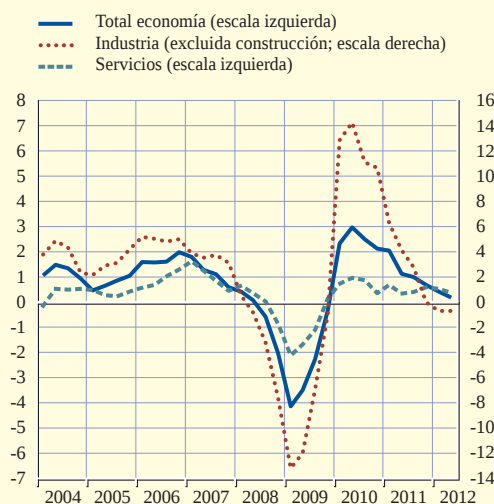
	Personas					Horas				
	Tasas interanuales		Tasas intertrimestrales			Tasas interanuales		Tasas intertrimestrales		
	2010	2011	2011 IV	2012 I	2012 II	2010	2011	2011 IV	2012 I	2012 II
Total de la economía	-0,5	0,3	-0,3	-0,3	0,0	0,0	0,2	-0,4	-0,1	-0,3
<i>Del cual:</i>										
Agricultura y pesca	-1,1	-2,2	-0,9	0,0	0,5	-0,5	-2,1	-0,3	-0,3	-0,2
Industria	-3,2	-1,0	-0,8	-0,7	-0,5	-1,5	-0,8	-1,1	-0,1	-1,1
Excluida construcción	-2,8	0,3	-0,3	-0,4	-0,5	-0,3	0,9	-0,4	0,2	-0,6
Construcción	-3,9	-3,9	-1,8	-1,5	-0,6	-3,9	-4,1	-2,7	-0,5	-2,2
Servicios	0,3	0,8	-0,1	-0,2	0,2	0,6	0,7	-0,1	-0,1	-0,1
Comercio y transporte	-0,7	0,6	-0,4	-0,3	0,2	-0,3	0,3	-0,7	-0,4	0,1
Información y comunicaciones	-1,3	1,8	0,6	0,7	0,6	-0,7	1,8	0,6	0,8	0,3
Actividades financieras y de seguros	-0,8	-0,2	0,0	0,0	-0,9	-0,3	-0,1	-0,2	-0,2	-1,5
Actividades inmobiliarias	-0,4	3,0	2,4	-1,2	0,7	0,6	3,5	1,0	-1,4	1,1
Actividades profesionales	1,7	2,6	0,3	-0,6	0,7	2,4	2,7	0,4	-0,6	0,2
Administración pública	1,0	0,1	-0,2	-0,1	0,1	1,1	0,1	0,1	0,3	-0,2
Otros servicios ¹⁾	0,9	0,2	0,2	0,6	-0,4	0,6	-0,1	0,0	0,7	-1,1

Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

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

Gráfico 32 Productividad del trabajo por persona ocupada

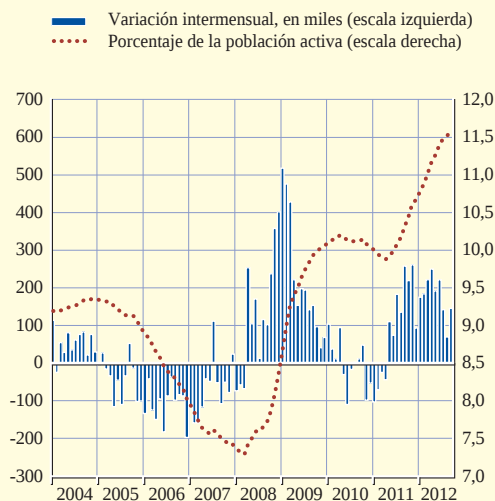
(tasas de variación interanual)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Gráfico 33 Desempleo

(datos mensuales desestacionalizados)

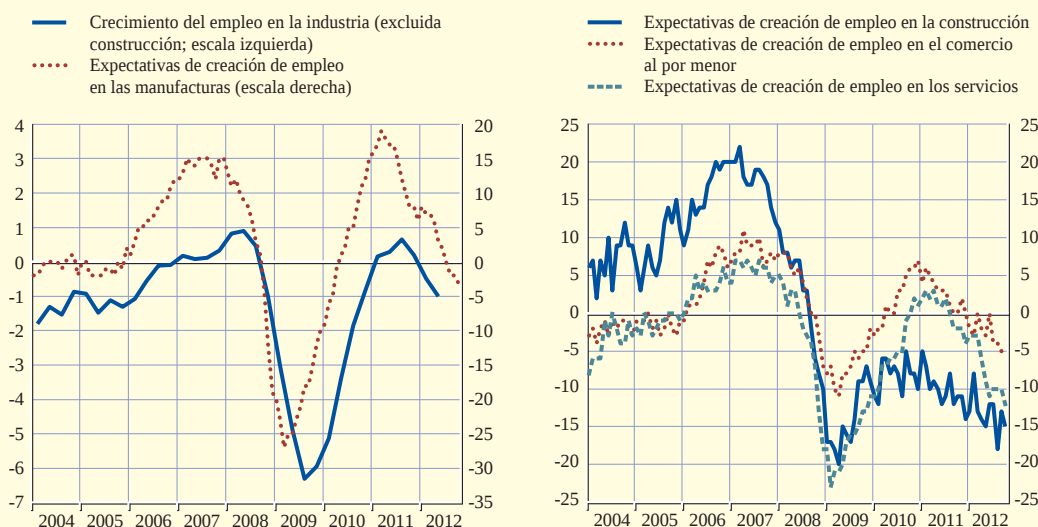


Fuente: Eurostat.

El crecimiento interanual de la productividad del trabajo por persona ocupada siguió retrocediendo, hasta el 0,2% en el segundo trimestre de 2012, en comparación con el 0,4% del trimestre anterior (véase gráfico 32). Durante el mismo período, el crecimiento interanual de la productividad por hora trabajada registró una caída más pronunciada, pasando del 0,7% al 0,3%. En cuanto a lo que resta de año, las

Gráfico 34 Crecimiento del empleo y expectativas de creación de empleo

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



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

últimas observaciones del índice PMI de productividad, que incluye las manufacturas y los servicios, siguen señalando una débil evolución.

La tasa de desempleo ha continuado aumentando y se situó en el 11,6 % en septiembre (véase gráfico 33), lo que supone un incremento de 1,3 puntos porcentuales en relación con el año anterior. Los indicadores de opinión apuntan a nuevas pérdidas de empleo tanto en la industria como en los servicios al inicio del cuarto trimestre de 2012 (véase gráfico 34). Además, la tasa de paro esperada para el período comprendido entre 2012 y 2014 se ha revisado al alza en la última encuesta de expertos en previsión económica (véase recuadro 7 de la sección 3).

4.4 PERSPECTIVAS DE LA ACTIVIDAD ECONÓMICA

Por lo que se refiere al segundo semestre de 2012, los indicadores disponibles continúan apuntando a una débil actividad económica. Aunque las cifras de producción industrial mostraron cierta fortaleza en julio y agosto, los datos de las encuestas más recientes relativos al conjunto de la economía, que abarcan hasta el cuarto trimestre, no indican mejoras para finales de año. De cara al año próximo, se prevé que la dinámica del crecimiento mantenga su debilidad. Las medidas de política monetaria convencionales y no convencionales siguen respaldando esta dinámica, pero el necesario proceso de ajuste de los balances en los sectores financiero y no financiero y la desigual recuperación a escala mundial continuarán frenando el ritmo de la recuperación. Los riesgos en torno a las perspectivas económicas de la zona del euro siguen siendo a la baja.