

EVOLUCIÓN ECONÓMICA Y MONETARIA

I ENTORNO EXTERIOR DE LA ZONA DEL EURO

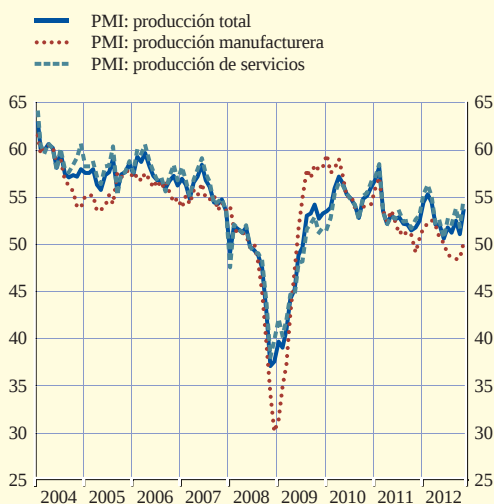
La economía mundial continúa creciendo a un ritmo lento. La recuperación perdió impulso en el transcurso de 2012, a medida que se deterioró la confianza. El comercio mundial se debilitó de nuevo al contagiarse a las economías emergentes la desaceleración experimentada por las economías avanzadas. Los datos de las encuestas de opinión más recientes sugieren que se mantendrá la moderada dinámica de crecimiento mundial, dado que, en el cuarto trimestre, se han observado señales de estabilización del clima económico en niveles bajos. Más adelante, se prevé que la actividad económica mundial se fortalecerá solo gradualmente y que el crecimiento en las economías emergentes será más sólido que en las economías avanzadas. La inflación mundial ha venido aumentando en los últimos meses, tras haberse reducido en los meses anteriores de 2012, impulsada, en gran medida, por la evolución de los precios de la energía.

I.1 EVOLUCIÓN DE LA ECONOMÍA MUNDIAL

La economía mundial continúa creciendo a un ritmo lento y la actividad sigue siendo moderada en comparación con las tasas de crecimiento más prometedoras de principios de año. En los países de la OCDE, el PIB real creció a una tasa intertrimestral del 0,2 % en el tercer trimestre de 2012, la misma que en el trimestre anterior y por debajo del incremento del 0,4 % registrado en los tres primeros meses de este año. A medida que avanzó el año, los efectos de contagio de la crisis en Europa afectaron negativamente a la actividad y a la confianza y la recuperación mundial se ralentizó. La situación de los mercados de trabajo aumentó la incertidumbre y el proceso en curso de saneamiento de los balances seguirá frenando el ritmo de crecimiento en varias economías avanzadas. Al mismo tiempo, el crecimiento del PIB en las economías emergentes se ha desacelerado, debido, en parte, al anterior endurecimiento de las políticas, pero también por el aumento de la incertidumbre y el deterioro de la confianza. Se espera que prosiga la gradual recuperación de la economía mundial, aunque con una considerable dispersión de las tasas de crecimiento entre los distintos países, y que la actividad económica en las

Gráfico 1 PMI: producción mundial

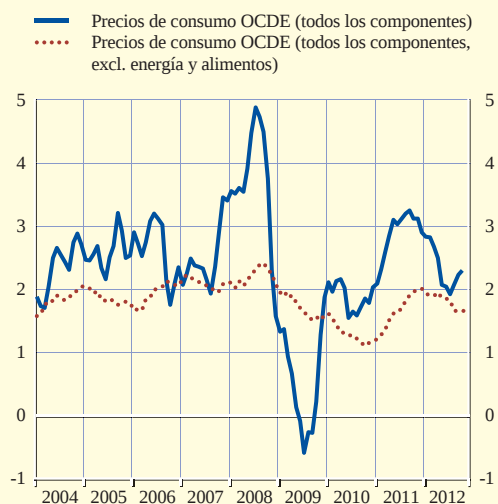
(índice de difusión; datos mensuales desestacionalizados)



Fuente: Markit.

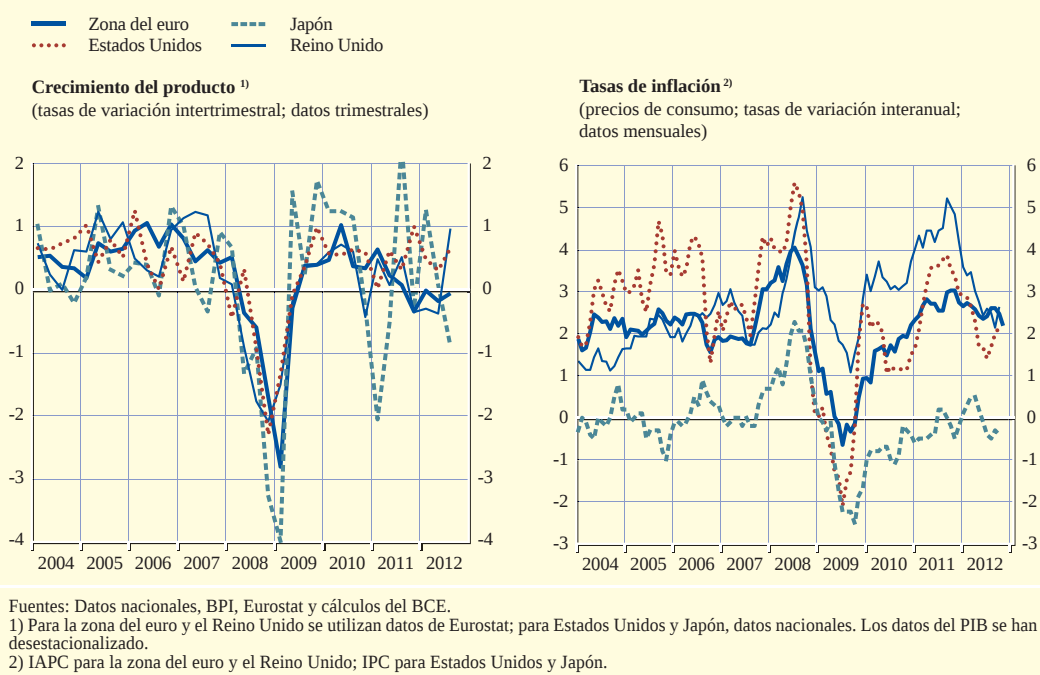
Gráfico 2 Evolución internacional de los precios

(datos mensuales; tasas de variación interanual)



Fuente: OCDE.

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



economías emergentes registre una sólida expansión en comparación con las economías avanzadas, lo que supondría una mayor contribución al crecimiento económico mundial.

Los datos de las encuestas de opinión más recientes sugieren que se mantendrá la moderada dinámica de crecimiento mundial, dado que, en el cuarto trimestre, se ha estabilizado el clima económico en niveles bajos. El índice PMI global de producción de manufacturas y servicios aumentó hasta 53,7 en noviembre, desde los 51 puntos registrados en octubre. La mejora de la situación económica estuvo determinada por el sector servicios, que ha señalado una expansión durante 40 meses consecutivos y aumentó hasta el nivel máximo registrado en ocho meses en noviembre. Al mismo tiempo, el índice PMI del sector manufacturero indicó una contracción en este sector por sexto mes consecutivo, ya que la debilidad del mercado interno y la caída del comercio internacional afectaron negativamente a los productores. El índice PMI de nuevos pedidos, que es un indicador más adelantado, ha mostrado ciertas señales de estabilización, subiendo hasta 52,2 en noviembre, aunque la tasa de expansión sigue siendo moderada y sugiere un ritmo de crecimiento tímido en el corto plazo.

La desaceleración del comercio mundial que se inició en 2010 se intensificó a lo largo de 2012, produciéndose un fuerte deterioro en el tercer trimestre de este año. Los datos del CPB Netherlands Bureau of Economic Policy Analysis indican que el comercio de bienes se redujo un 0,2 % en comparación con el trimestre anterior, tras registrar un aumento del 0,5 % en el segundo trimestre. Durante el pasado año, el crecimiento de las importaciones mundiales se ha reducido de forma mucho más acusada que la actividad general. La elevada incertidumbre, especialmente en Europa y la débil confianza parecen haber moderado la demanda de bienes de consumo duradero e inversión, lo que ha afectado a los flujos de comercio mundiales (véase también recuadro 1). Los indicadores de opinión de corto plazo siguen apuntando a un entorno de comercio débil y el índice PMI global de nuevos pedidos exteriores del sector

manufacturero se ha mantenido por debajo del umbral que separa la contracción de la expansión por octavo mes consecutivo.

La inflación mundial ha venido aumentando de forma constante en tasa interanual desde agosto, tras haberse reducido en los meses anteriores de 2012. Este comportamiento se explica, en gran medida, por la evolución subyacente de los precios de la energía. En los países de la OCDE, la inflación interanual aumentó un 2,3% en octubre, frente al 2,2% en el año transcurrido hasta septiembre. Excluidos la energía y los alimentos, la tasa de inflación interanual se incrementó ligeramente hasta el 1,7% en octubre. En varias economías emergentes, las tasas de inflación interanual también aumentaron, con la excepción de China.

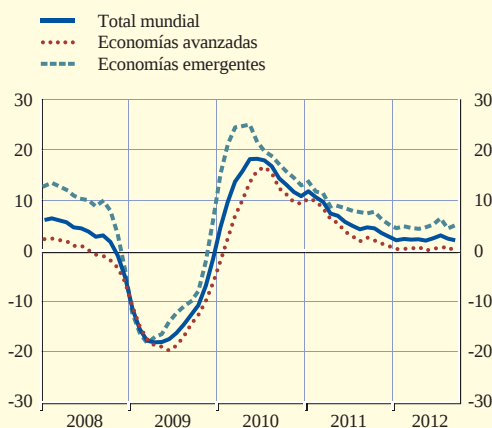
Recuadro I

COMERCIO MUNDIAL: EVOLUCIÓN RECIENTE Y PERSPECTIVAS A CORTO PLAZO

En los dos últimos años, se ha producido una desaceleración generalizada del crecimiento del comercio mundial. En tasas interanuales, el crecimiento de las importaciones mundiales se ha ralentizado, tanto en las economías avanzadas como en las economías emergentes, lo que, a su vez, se ha traducido en un debilitamiento del crecimiento de la demanda exterior de la zona del euro, que se redujo hasta una tasa intertrimestral del 0,5% en el segundo trimestre de 2012 (véase gráfico A). A continuación, se analizan los factores determinantes de la reciente desaceleración del comercio y se examinan sus implicaciones para las perspectivas a corto plazo del comercio mundial. En general, esta desaceleración se ha caracterizado por la amplitud de su base geográfica y ha tenido su origen, en parte, tanto en una escasez de demanda de inversiones como en una evolución poco dinámica de las existencias. Considerando que los indicadores de comercio a corto plazo se han estabilizado en niveles cercanos a los mínimos de los tres últimos años, en un contexto de persistente y generalizada pérdida de impulso del crecimiento del comercio, las perspectivas a corto plazo son poco favorables.

Gráfico A Importaciones mundiales de mercancías

(tasas de variación interanual (media móvil de tres meses);
datos desestacionalizados y ajustados por días laborables)



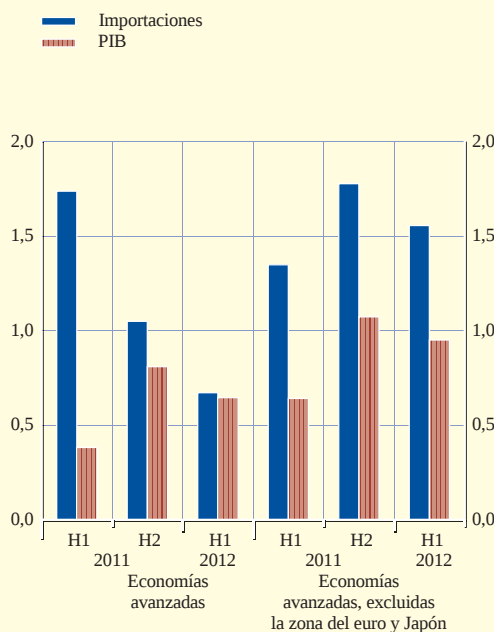
Fuente: Central Planning Bureau (CPB, Países Bajos).
Nota: La observación más reciente corresponde a septiembre de 2012.

Factores determinantes de la relativa debilidad reciente del comercio

En los últimos trimestres, el crecimiento del comercio mundial no solo se ha reducido en términos absolutos, sino que también se ha debilitado en relación con la actividad económica mundial. Antes de la crisis financiera global, la ratio media de crecimiento de las importaciones mundiales con respecto al PIB era de 1,8 (medida para el período comprendido entre 1982 y 2007). Durante los seis primeros meses de 2012, esta ratio descendió hasta 1,0, siendo la caída con respecto al crecimiento del PIB especialmente pronunciada

Gráfico B Crecimiento de las importaciones y el PIB en las economías avanzadas

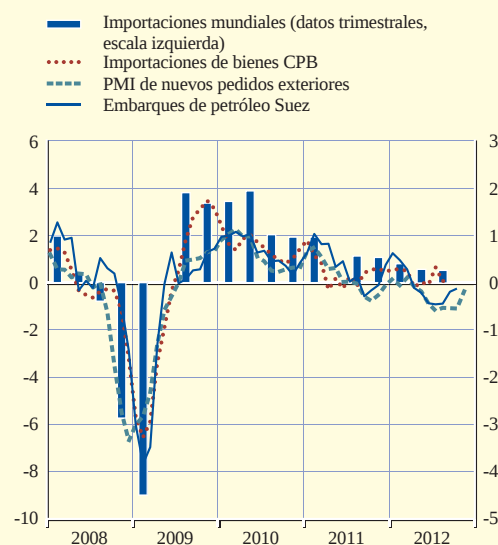
(tasas de variación intersemestral)



Fuentes: Eurostat, Haver Analytics y cálculos del BCE.

Gráfico C Indicadores de comercio de corto plazo y comercio mundial

(tasas de variación)



Fuentes: CPB, J.P. Morgan, Haver Analytics, FMI y cálculos del BCE.

Notas: El índice PMI se expresa en desviaciones con respecto al umbral de expansión de 50. Todos los indicadores mensuales se han tipificado para que tengan una varianza unitaria y se representan en el eje derecho.

en las economías avanzadas a partir de mediados de 2011. En la zona del euro, la desaceleración del crecimiento de las importaciones fue notablemente más acusada que la caída del crecimiento del PIB durante este período. Por lo tanto, esta dinámica en la zona del euro tuvo un impacto negativo mayor sobre las importaciones agregadas en las economías avanzadas que sobre el PIB agregado y, por consiguiente, dio origen, al menos en parte, a la reducción del comercio con respecto al crecimiento. Excluidos la zona del euro y Japón (en donde el PIB y el comercio mundial se vieron afectados por el desastre natural de 2011), el crecimiento de las importaciones ya no parece débil en relación con la actividad económica en el resto de las economías avanzadas (véase gráfico B). En las economías emergentes, el relativo debilitamiento del comercio también fue pronunciado, aunque más generalizado desde el punto de vista de la distribución geográfica, habiéndose observado efectos algo más intensos en Europa Central y Oriental.

En qué medida la dinámica del comercio sigue a la evolución de la actividad económica depende, en parte, de a qué componentes de la demanda se pueden atribuir las variaciones del crecimiento del PIB. En varias economías avanzadas, el crecimiento experimentó una desaceleración, debido a la reducción de la contribución de componentes de la demanda con un contenido en importaciones relativamente alto, a saber, las existencias y la inversión en capital fijo, que da lugar a mayores caídas del crecimiento de las importaciones en relación con el crecimiento del PIB. Este factor explica el tímido ritmo de crecimiento del comercio en las economías avanzadas, en particular, en la zona del euro, en donde el crecimiento de la inversión se tornó negativo a partir del segundo semestre de 2011, lo que indujo una caída de las importaciones. El menor crecimiento de la inversión puede asociarse, en parte, al

deterioro de la confianza empresarial en un contexto de intensificación de las tensiones financieras y de aumento de la incertidumbre económica en la zona del euro. Por lo que respecta a las economías emergentes, las existencias también parecen influir en la moderación del crecimiento del comercio; no obstante, la dinámica es más diversa según las regiones y los sectores.

Perspectivas del comercio mundial

De cara al futuro, los datos recientes sugieren que, en el corto plazo, se mantendrá la atonía del comercio mundial. Los principales indicadores de corto plazo del comercio mundial se sitúan en niveles próximos a los mínimos de los tres últimos años, como puede observarse, por ejemplo, en el índice PMI global de nuevos pedidos exteriores, que (pese a un repunte muy reciente) cayó hasta situarse en valores inferiores a 47 en julio y agosto, niveles no observados desde mediados de 2009. Otros indicadores, como los datos sobre embarques de petróleo a través del Canal de Suez y los datos mensuales sobre el comercio mundial de bienes, muestran cifras históricamente bajas de magnitud similar (véase gráfico C). En conjunto, estos indicadores apuntan a una atonía de la dinámica del comercio en los diferentes sectores y regiones en el segundo semestre de 2012. Al mismo tiempo, en los últimos meses se han observado indicios de estabilización del crecimiento del comercio mundial, lo que sugiere que el tercer trimestre podría haber marcado el mínimo.

ESTADOS UNIDOS

En Estados Unidos, el crecimiento del PIB real registró una aceleración en el tercer trimestre de 2012. Según indica la segunda estimación de la Oficina de Análisis Económico (Bureau of Economic Analysis), el PIB real creció a una tasa anualizada del 2,7% en el tercer trimestre de 2012, frente al 1,3% del segundo trimestre. En la segunda estimación, el crecimiento del PIB real en el tercer trimestre se revisó al alza en 0,7 puntos porcentuales, debido a que las contribuciones de la inversión en existencias y la demanda exterior neta fueron mayores de lo estimado anteriormente. En comparación con el segundo trimestre, el aumento del crecimiento estuvo determinado, principalmente, por la contribución positiva del gasto en consumo personal, que contribuyó 1 punto porcentual al crecimiento del PIB real, y por un repunte del gasto público y la inversión en existencias, que sumaron 0,7 y 0,8 puntos porcentuales, respectivamente, a dicho crecimiento. La actividad económica en el tercer trimestre también se vio favorecida por la aceleración de la inversión privada residencial y por una pequeña contribución positiva de la demanda exterior neta. Por otro lado, la inversión privada no residencial restó 0,2 puntos porcentuales al crecimiento del PIB real, más de lo que se había estimado anteriormente. El crecimiento de la renta personal disponible en términos reales fue moderado, dando lugar a una caída de la tasa de ahorro personal hasta el 3,6%, desde el 3,8% registrado en el segundo trimestre.

De cara al futuro, se espera que la recuperación continúe a un ritmo moderado, respaldada por un gradual repunte de la demanda interna, a medida que se atenúen lentamente las restricciones derivadas del saneamiento de los balances. A corto plazo, la considerable incertidumbre respecto al bloqueo político en el debate sobre el tope máximo de la deuda y el endurecimiento de la política fiscal previsto para comienzos de 2013 probablemente moderarán el crecimiento, mientras que el giro experimentado por el mercado de la vivienda debería contribuir a la recuperación económica. Los precios de la vivienda podrían haber tocado fondo en el transcurso de 2012, mientras que las ventas y la construcción residencial mantienen una tendencia al alza, lo que, unido a la gradual mejora del mercado de trabajo, probablemente seguirá respaldando la confianza de los consumidores, que se ha venido recuperando en los últimos meses.

En octubre, la inflación interanual medida por el IPC aumentó hasta el 2,2%, desde el 2% de septiembre, principalmente como consecuencia de un incremento interanual de los precios de la energía del 4%.

En particular, los precios de la gasolina aumentaron un 9,1 % en tasa interanual, mientras que la electricidad y el gas natural registraron caídas de precios en octubre. La inflación interanual de los precios de los alimentos experimentó una aceleración por primera vez en 2012, situándose en el 1,7 %, frente al 1,6 % de septiembre. Excluidos la energía y los alimentos, la inflación interanual medida por el IPC se mantuvo estable en el 2 %. De cara al futuro, se espera que la inflación interanual siga situándose por encima del 2 % en el corto plazo, como resultado de los precios más altos de la energía y los alimentos. Por otra parte, se prevé que la considerable capacidad productiva sin utilizar en los mercados de productos y trabajo continúe limitando las presiones al alza sobre los precios.

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, la primera estimación provisional indicaba que el PIB real se contrajo un 0,9 %, en tasa intertrimestral, en el tercer trimestre de 2012, tras haber aumentado un 0,3 % en el trimestre anterior. Los principales lastres para la economía tuvieron su origen en una acusada caída de las exportaciones, así como en un descenso de la inversión y el consumo privados. La debilidad de las exportaciones, sumada a un incremento de las importaciones, se reflejó también en la balanza por cuenta corriente, que en septiembre registró un déficit por primera vez desde el inicio de la serie en 1985. Para el cuarto trimestre, los indicadores más recientes apuntan a que se mantendrá la debilidad de la actividad, con la excepción de la producción industrial que, en octubre, registró una expansión del 1,8 % en tasa intermensual, debido, en gran parte, a los incrementos observados en unos pocos sectores, como los aparatos y componentes electrónicos. El déficit comercial mejoró ligeramente en octubre, situándose en 624 mm de yenes en cifras desestacionalizadas, ya que las exportaciones y las importaciones reales se redujeron un 2,9 % y un 9,8 %, respectivamente, en tasa intermensual. El índice PMI del sector manufacturero descendió en noviembre hasta 46,5, el nivel más bajo registrado en 19 meses. El índice de difusión del sector manufacturero Reuters Tankan se redujo de nuevo hasta -19 en noviembre. De cara al futuro, se espera que el crecimiento repunte gradualmente en consonancia con una recuperación de la demanda mundial.

La inflación interanual medida por el IPC descendió hasta el -0,4 % en octubre, mientras que si se excluyen la energía, los alimentos y las bebidas, la tasa aumentó hasta el -0,5 %, desde el -0,6 % del mes anterior. A corto plazo, la inflación se mantendrá, probablemente, en torno al 0 % o ligeramente por debajo de este nivel. En su reunión más reciente sobre política monetaria, el Banco de Japón decidió mantener el objetivo fijado para el tipo de interés de los préstamos a un día sin garantía aproximadamente entre el 0 % y el 0,1 %.

REINO UNIDO

En el Reino Unido, de acuerdo con la segunda estimación, el crecimiento del PIB real aumentó un 1 %, en tasa intertrimestral, en el tercer trimestre de 2012, impulsado principalmente por el crecimiento del consumo privado y las exportaciones. El aumento total tuvo su origen, en gran parte, en factores transitorios

como los volátiles efectos de días laborables y, en menor medida, las Olimpiadas celebradas en Londres, y el dinamismo subyacente del crecimiento sigue siendo débil. Los indicadores mensuales recientes, como las ventas al por menor y las encuestas de opinión, han sido, en su mayoría, decepcionantes. No obstante, la situación del mercado de trabajo mejoró ligeramente y la tasa de paro se redujo 0,1 puntos porcentuales, hasta el 7,8%, en los tres meses transcurridos hasta septiembre de 2012. De cara al futuro, es probable que la recuperación económica solo cobre impulso de manera muy gradual, ya que se prevé que la demanda interna siga estando limitada por las restrictivas condiciones de concesión de crédito, el ajuste en curso de los balances de los hogares, las sustanciales restricciones presupuestarias y el escaso dinamismo de la demanda externa.

La inflación medida por el IPC aumentó hasta el 2,7% en octubre, desde el 2,2% de septiembre, mientras que, si se excluyen la energía y los alimentos no elaborados, la tasa se incrementó hasta el 2,8%, desde el 2,2%. La aceleración de la inflación se debió, principalmente al aumento de las tasas universitarias. La fuerte caída de las tasas de inflación observada durante el último año parece haber tocado a su fin, aunque el tímido crecimiento de los salarios, la existencia de capacidad productiva sin utilizar y la lenta recuperación de la actividad económica deberían contribuir a moderar las presiones inflacionistas en el medio plazo. En su reunión de 8 de noviembre, 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.

OTROS PAÍSES DE LA UE

En los otros países de la UE no pertenecientes a la zona del euro, el crecimiento ha sido relativamente débil últimamente, y se prevé que la recuperación de la actividad económica sea lenta. No obstante, existen notables diferencias en las perspectivas económicas entre los países de la región, ya que mientras algunos se encuentran en recesión, otros registran un sólido crecimiento.

En Suecia y en Dinamarca, la dinámica de crecimiento del PIB ha sido diferente recientemente, pero se prevé que el crecimiento sea relativamente moderado en ambos países en el corto plazo. En Dinamarca, el PIB real se redujo un 0,4%, en tasa intertrimestral, en el segundo trimestre de 2012, mientras que, en Suecia, aumentó un 0,7% en el segundo trimestre y un 0,5% en el tercer trimestre. En ambos países, las exportaciones han contribuido positivamente al crecimiento en los últimos trimestres, pero se prevé que esta contribución desaparezca en el corto plazo. En octubre de 2012, la inflación medida por el IAPC se situó en el 2,3% en Dinamarca y en el 1,2% en Suecia.

En los países más grandes de Europa Central y Oriental (PECO) el crecimiento del PIB ha sido débil recientemente, aunque persisten las grandes diferencias entre unos países y otros. En el tercer trimestre de 2012, el PIB real se redujo, en tasa intertrimestral, un 0,3% en la República Checa, un 0,2% en Hungría y un 0,5% en Rumanía, mientras que, en Polonia, creció un 0,4%. En conjunto, la debilidad de la demanda externa e interna, la atonía de los mercados de trabajo y el proceso de consolidación fiscal actualmente en curso están afectando a la actividad, y la recuperación, probablemente, será gradual.

En promedio, la inflación se ha mantenido en niveles elevados en los países más grandes de la región. En octubre, la inflación interanual medida por el IAPC se redujo en Polonia hasta el 3,4%, se mantuvo relativamente estable en la República Checa en el 3,6% y aumentó en Hungría y Rumanía hasta el 6% y el 5%, respectivamente. En general, las presiones inflacionistas se han intensificado por los recientes incrementos de los precios de los alimentos, los impuestos indirectos y los precios administrados, mientras que la debilidad de las posiciones cíclicas continúa moderando la inflación en la mayoría de los países más grandes de la región.

En los PECO más pequeños, ha continuado la recuperación económica, pero las perspectivas siguen siendo inciertas, especialmente en los mercados de trabajo. El crecimiento del PIB real experimentó una aceleración en el tercer trimestre de 2012 en Letonia y Lituania, hasta el 1,7% y el 1,3%, respectivamente, en tasa intertrimestral, y siguió siendo ligeramente positivo en Bulgaria con una tasa del 0,1%. Los indicadores de opinión se han mantenido relativamente estables en los últimos meses y el desempleo ha seguido siendo persistentemente alto en los tres países. La inflación continuó reduciéndose en Letonia, situándose en el 1,6% en octubre, pero registró una aceleración en Bulgaria y Lituania, ascendiendo hasta el 3% y el 3,2%, respectivamente, en octubre.

OTROS PAÍSES EUROPEOS

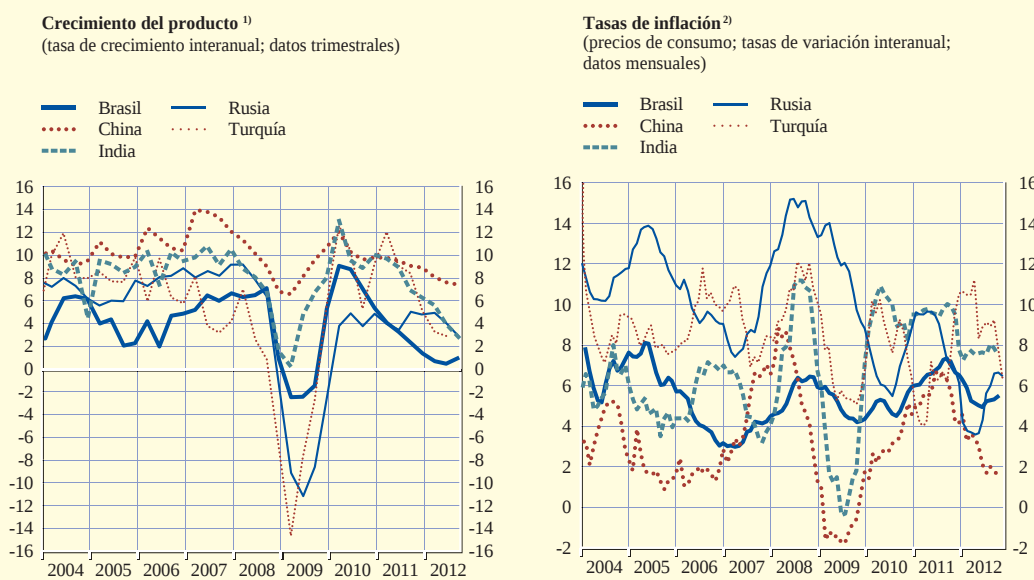
En Turquía, la economía siguió desacelerándose en el segundo trimestre de 2012, registrándose una tasa de crecimiento interanual del PIB real del 2,9%, frente a las tasas del 5% y del 3,3% observadas en los dos trimestres anteriores. La contribución de la demanda exterior neta al crecimiento siguió siendo positiva y aumentó aún más, lo que evidencia el reequilibrio sostenido de la economía. La inflación descendió hasta el 6,4% en tasa interanual en noviembre de 2012, desde el 9,2% y el 7,8% registrados en septiembre y octubre, respectivamente. El descenso se debió, en gran medida, a efectos de base y a la moderación de los incrementos de los precios de los alimentos. Desde septiembre, el Banco Central de la República de Turquía ha recortado en tres etapas el tipo de interés de los préstamos a un día (el tope superior del corredor) en 250 puntos básicos, hasta situarlo en el 9% el 20 de noviembre de 2012. Por consiguiente, el corredor de tipos de interés se ha estrechado y mantiene una amplitud de 400 puntos básicos. De cara al futuro, se espera una gradual recuperación de la economía, condicionada a una positiva evolución del entorno exterior.

En Rusia, la estimación de avance indica que el crecimiento interanual del PIB real experimentó una acusada desaceleración, hasta el 2,9%, en el tercer trimestre de 2012, tras situarse, en promedio, en el 4,5% en el primer semestre del año. En el segundo trimestre, el crecimiento siguió estando determinado por la demanda interna, mientras que la contribución de la demanda exterior neta fue negativa. El crecimiento de la producción industrial se moderó de forma sustancial en octubre, registrando una tasa interanual del 1,8%. La inflación medida por los precios de consumo aumentó de nuevo como consecuencia de los incrementos de los precios administrados hacia mediados del año y de un ascenso de la inflación del precio de los alimentos, estabilizándose en torno al 6,5% en el período comprendido entre septiembre y noviembre de 2012. El Banco de Rusia elevó todos los tipos de interés en 25 puntos básicos con efectos a partir del 14 de septiembre de 2012. De cara al futuro, los elevados precios de las materias primas están respaldando la economía, pero en la medida en que el aumento de la inflación está dañando al consumo privado, se prevé que la desaceleración del crecimiento del PIB continúe en el corto plazo.

ECONOMÍAS EMERGENTES DE ASIA

En las economías emergentes de Asia, la actividad económica siguió siendo débil en el tercer trimestre de 2012, aunque la dinámica del crecimiento está mejorando en algunos países. Se ha moderado el crecimiento de las exportaciones, principalmente como consecuencia de la atonía de la demanda de Europa y Japón. No obstante, la demanda interna ha mantenido su capacidad de resistencia en muchos países, especialmente en China e Indonesia, lo que ha compensado, en parte, el impacto adverso de las dificultades observadas a escala mundial. Las tasas de inflación interanual descendieron aún más en el tercer trimestre, debido a la debilidad de la actividad económica y a la estabilización de los precios mundiales de las materias primas. En vista de la disminución de las presiones inflacionistas y de los riesgos a la baja para las perspectivas económicas algunos bancos centrales de la región han adoptado medidas para flexibilizar la política monetaria.

Gráfico 4 Evolución del producto y de la inflación en las principales economías emergentes



Fuentes: Instituto Brasileiro de Geografia y Estadística, Instituto Nacional de Estadística de China, Ministerio de Comercio e Industria de India, Organización Estadística Central, Servicio Estatal Federal de Estadística e Instituto Turco de Estadística.

1) Datos desestacionalizados para Brasil y China. Datos sin desestacionalizar para India, Rusia y Turquía. Observación más reciente: segundo trimestre de 2012 para Turquía; tercer trimestre de 2012 para Brasil, China, India y Rusia.

2) Inflación medida por el índice de precios al por mayor en el caso de India. Observación más reciente: octubre de 2012 para Brasil, China e India; noviembre de 2012 para Rusia y Turquía.

En China, son cada vez más los indicadores que confirman una mejora en la dinámica del crecimiento. Aunque el crecimiento del PIB real se redujo ligeramente, hasta el 7,4% en tasa interanual, en el tercer trimestre de 2012, desde el 7,6% registrado en el segundo trimestre, este descenso oculta un sólido aumento en cifras desestacionalizadas, ya que la economía creció un 2,2% desde el segundo trimestre, el mejor resultado obtenido en un año. Según estimaciones del BCE, el principal factor determinante del crecimiento en el tercer trimestre fue la demanda interna, con sendas contribuciones del consumo y la formación de capital de aproximadamente la misma magnitud, mientras que la contribución de la demanda exterior neta fue ligeramente positiva. El comercio exterior mejoró en general, aunque se observan grandes divergencias en su evolución entre unos países y otros. El crecimiento de las exportaciones alcanzó una tasa interanual del 4,5% en el tercer trimestre y aumentó hasta el 11,5% en octubre. Mientras que las exportaciones a Estados Unidos y Asia se incrementaron, las exportaciones a la zona del euro se redujeron un 17,1% en el tercer trimestre, si bien la caída se moderó hasta el 10,6% en octubre. El crecimiento de la producción industrial ha experimentado una aceleración desde agosto y los índices PMI del sector manufacturero han aumentado por encima del nivel de expansión de 50, lo que sugiere que la actividad industrial se fortalecerá en adelante. El mercado de la vivienda ha ido mejorando, y los volúmenes de ventas han aumentado de nuevo en tasa interanual desde el verano, mientras que los precios se han ido incrementando en tasa intermensual desde junio. La inflación interanual medida por el IPC ha vuelto a reducirse, situándose en el 1,7% en octubre, mientras que la inflación medida por el IPRI continúa registrando tasas negativas desde marzo de este año. El superávit por cuenta corriente aumentó hasta 70,6 mm de dólares estadounidenses en el tercer trimestre, impulsado por una mejora de la balanza comercial. La moderada depreciación del renminbi frente al dólar estadounidense entre mayo y julio se ha revertido totalmente. En términos efectivos reales, el tipo de cambio descendió ligeramente en el tercer trimestre. Las reservas exteriores totales

aumentaron 45 mm de dólares estadounidenses en el tercer trimestre, hasta situarse en 3,29 billones de dólares estadounidenses a finales de septiembre.

En India, el crecimiento del PIB real se ralentizó durante siete trimestres consecutivos, pasando del 10%, en tasa interanual, en el cuarto trimestre de 2010 al 2,8% en el tercer trimestre de 2012, debido al deterioro del entorno exterior y a los efectos retardados del endurecimiento de la política monetaria. El crecimiento del consumo experimentó una ligera desaceleración, hasta el 3,7%, y la demanda exterior neta un nuevo deterioro, como consecuencia de la moderación del crecimiento de las exportaciones hasta el 4,3%, desde el 10,1% del segundo trimestre. La inversión, en cambio, registró una aceleración, hasta el 4,1%, desde el 0,7% del segundo trimestre. La inflación interanual medida por los precios al por mayor —la medida de la inflación que utiliza preferentemente el Banco de Reserva de India— descendió hasta el 7,5% en octubre, desde el 7,8% de septiembre. No obstante, persisten los riesgos al alza, debido a las presiones salariales subyacentes y a los estrangulamientos de oferta. El Banco de Reserva de India ha mantenido su principal tipo de interés oficial en el 8% desde abril de 2012.

En Corea, el crecimiento del PIB experimentó una desaceleración hasta el 1,6% en tasa interanual en el tercer trimestre de 2012, desde el 2,3% registrado en el segundo trimestre, que tuvo su origen, principalmente, en la inversión. En particular, la inversión en instalaciones se contrajo de nuevo un 6%, tras la caída del 3,5% observada en el segundo trimestre. Corea registra así la dinámica de crecimiento intertrimestral más lenta desde el cuarto trimestre de 2009. La inflación interanual medida por el IPC se redujo por debajo de la banda del 2% al 4% fijada como objetivo, situándose en una tasa interanual del 1,6% en noviembre de 2012. En octubre, el Banco de Corea rebajó el tipo de interés oficial en 25 puntos básicos, situándolo en el 2,75%.

Dentro del grupo de países de la ASEAN-5 (Indonesia, Malasia, Filipinas, Singapur y Tailandia), la economía de Indonesia siguió registrando un sólido crecimiento del 6,2%, en tasa interanual en el tercer trimestre de 2012, debido a la capacidad de resistencia de la inversión y el consumo privado. El crecimiento del PIB en Malasia experimentó una ligera desaceleración, hasta el 5,2% en tasa interanual en el tercer trimestre, desde el 5,6% registrado en el segundo trimestre, lastrado por una contracción de las exportaciones. El desfavorable entorno exterior también afectó a la actividad económica en Singapur y Tailandia. En estos dos países, el crecimiento del PIB se redujo hasta el 0,3% y el 3%, respectivamente, en el tercer trimestre.

De cara al futuro, se prevé que el crecimiento de las economías emergentes de Asia repunte gradualmente como consecuencia de la capacidad de resistencia de la demanda interna, las políticas de estímulo y una mejora del entorno exterior.

ORIENTE MEDIO Y ÁFRICA

Pese a la caída de la demanda de la OCDE en los últimos meses, la demanda de petróleo de los países no pertenecientes a la OCDE ha seguido aumentando y respaldando el crecimiento en los países exportadores de crudo de Oriente Medio y África. Además, las políticas monetarias y fiscales expansivas, así como la elevada confianza del sector privado han contribuido a que la mayoría de estas economías hayan resistido bien en un contexto de debilidad de la situación económica mundial. La inflación medida por los precios de consumo ha seguido reduciéndose en la mayoría de los países hasta el tercer trimestre de 2012.

Aunque Arabia Saudita redujo ligeramente la producción de petróleo en el tercer trimestre de este año, los niveles han seguido siendo elevados en términos históricos. Además, un abultado superávit presupuestario

y una baja tasa de inflación han permitido a las autoridades mantener la orientación expansiva de su política fiscal. La inflación de los precios de consumo aumentó un 3,3% en tasa interanual en el tercer trimestre, frente a un promedio del 4,6% en el segundo trimestre de 2012.

Los países importadores de petróleo de la región han obtenido resultados dispares. La caída de la demanda de importaciones de Europa y el conflicto armado en Siria han reducido el crecimiento en países con una exposición significativa a Europa, mientras que, en el resto de la región, la actividad ha seguido resistiendo relativamente bien. La tasa media de inflación en la mayoría de los países importadores de petróleo se redujo en el tercer trimestre de 2012 en comparación con el trimestre anterior.

De cara al futuro, se prevé que, en muchos países exportadores de petróleo, el crecimiento del PIB se reduzca ligeramente debido al descenso de la producción. En el resto de la región, se espera una moderada recuperación a medida que mejore el entorno internacional y repunte gradualmente el crecimiento en la mayoría de los países árabes en transición.

AMÉRICA LATINA

La dinámica del crecimiento experimentó una desaceleración en el primer semestre de 2012, como resultado de una caída de la demanda externa y de la debilidad de la demanda interna. Por lo que respecta a los precios, tras haberse reducido en el primer semestre del año como consecuencia del descenso de los precios de las materias primas y los alimentos y de una moderación del crecimiento, la inflación repuntó de nuevo en el tercer trimestre, debido al incremento de los precios agrícolas y de los alimentos.

En Brasil, el crecimiento del PIB real aumentó en el tercer trimestre de 2012 hasta el 0,6% en tasa intertrimestral, frente al 0,2% del segundo trimestre. El crecimiento del PIB estuvo determinado por la positiva evolución de la demanda exterior neta y del consumo privado, que se contrarrestó, en parte, con una caída de la formación bruta de capital fijo. Tras el descenso de la inflación en el primer semestre de 2012, principalmente como consecuencia de los precios más bajos de los productos básicos y de una moderación del crecimiento, las presiones inflacionistas aumentaron de nuevo, fundamentalmente como resultado de la subida de los precios agrícolas. La inflación medida por los precios de consumo registró una tasa de crecimiento interanual del 5,2% en el tercer trimestre de 2012, frente al 5% del segundo trimestre. El Banco Central de Brasil recortó los tipos de interés en otros 25 puntos básicos, hasta situarlos en el 7,25% en octubre.

En México, el crecimiento del PIB real siguió desacelerándose en el tercer trimestre de 2012, hasta el 0,5% en tasa intertrimestral, frente al 0,8% del trimestre anterior. La desaceleración del crecimiento estuvo determinada, en gran medida, por la ralentización de los servicios y por una contracción en el sector agrícola. Los fuertes aumentos de los precios de los alimentos han presionado al alza sobre la inflación que, medida por los precios de consumo, ascendió hasta el 4,6% en el tercer trimestre, desde el 3,9% del segundo trimestre. Pese a cierta moderación del crecimiento económico, se espera que los sólidos fundamentos económicos continúen respaldando el avance de la economía mexicana.

En Argentina, el PIB real se contrajo un 0,8% en el Segundo trimestre de 2012, debido a una fuerte caída de la inversión y las exportaciones, como consecuencia del mayor impacto negativo de las restricciones impuestas a las importaciones el pasado año. Los datos disponibles, tanto de las encuestas de opinión como los indicadores cuantitativos, correspondientes al tercer trimestre, muestran que probablemente se ha producido un repunte de la actividad económica, aunque aún persiste la debilidad subyacente en la economía. La inflación interanual se mantuvo sin cambios en el tercer trimestre en el 10%.

De cara al futuro, se prevé una aceleración del crecimiento en América Latina, respaldado por una mejora gradual de las perspectivas mundiales, así como por el impacto de las recientes medidas de flexibilización de las políticas adoptadas en algunos países.

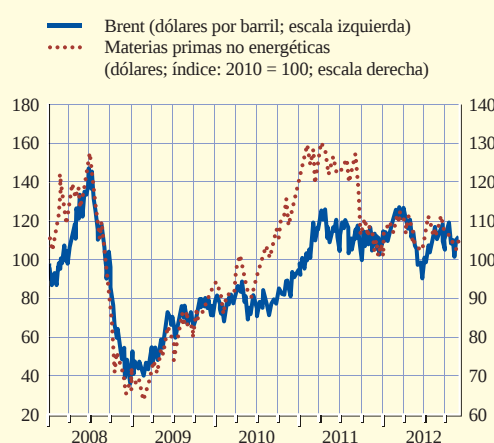
1.2 MERCADOS DE MATERIAS PRIMAS

Desde principios de octubre, los precios del petróleo han venido oscilando dentro de un intervalo de 106 a 116 dólares estadounidenses el barril tras la recuperación experimentada en el tercer trimestre de 2012 con respecto a los mínimos registrados en junio de ese año. El 5 de diciembre, el precio del barril de Brent ascendía a 110 dólares estadounidenses, lo que representa un incremento del 2% con respecto al nivel de comienzos del año, aunque los precios todavía se sitúan un 13% por debajo del máximo alcanzado en marzo de este año. De cara al futuro, los participantes en los mercados prevén que los precios del petróleo sean algo más bajos en el medio plazo y los futuros con entrega en diciembre de 2013 se negociaban a 104 dólares estadounidenses el barril.

Las fluctuaciones de los precios del petróleo observadas desde octubre reflejan una combinación de factores de demanda y de oferta. Por el lado de la demanda, la Agencia Internacional de la Energía (AIE) ha ajustado en repetidas ocasiones sus expectativas de crecimiento de la demanda de petróleo en vista del debilitamiento de la economía mundial. Al mismo tiempo, las caídas de los precios, inducidas por la demanda, se han compensado con creces con la persistencia y la intensificación de las tensiones geopolíticas en Oriente Medio y por las tensiones en la oferta de petróleo. De hecho, las pérdidas de producción de la OPEP, en particular por la reducción de los suministros de petróleo de Irán, no se han compensado plenamente con incrementos en otros países miembros de la organización. No obstante, más recientemente ha aumentado la oferta mundial de petróleo en la medida en que se ha recuperado la producción de los países no pertenecientes a la OPEP una vez concluidos los trabajos de mantenimiento en el Mar del Norte y como consecuencia de la mayor producción de Estados Unidos, que ha compensado las pérdidas de producción de la OPEP. A medio plazo, la AIE espera que la producción de petróleo aumente aún más, debido especialmente al incremento de la capacidad de producción en América del Norte e Iraq. Aunque persiste la fuerte incertidumbre respecto a las posibles pérdidas de suministro, ello debería contribuir a aumentar el nivel de capacidad excedente de producción de la OPEP.

Los precios de las materias primas no energéticas descendieron en octubre y noviembre, anulando los incrementos observados en el tercer trimestre de 2012. Los precios de las materias primas agrícolas continuaron su descenso, impulsados por las condiciones de oferta más favorables, contrarrestando así en su mayor parte los aumentos registrados en junio y julio como consecuencia de las sequías que afectaron a Estados Unidos. Los precios de los metales han registrado, en general, un ligero descenso desde comienzos de octubre en un entorno de cierta volatilidad provocada por la incertidumbre respecto al crecimiento mundial. En cifras agregadas, el índice de precios de las materias primas no energéticas (denominado en dólares estadounidenses) se situaba, hacia finales de noviembre, un 0,7% por encima del nivel observado a comienzos del año.

Gráfico 5 Evolución de los precios de las materias primas



Fuentes: Bloomberg y HWWI.

1.3 TIPOS DE CAMBIO

TIPO DE CAMBIO EFECTIVO DEL EURO

Desde comienzos de septiembre de 2012, el euro se ha apreciado de forma generalizada frente a la mayoría de las principales monedas. El 5 de diciembre de 2012, el tipo de cambio del euro —expresado en

Cuadro I Evolución del tipo de cambio del euro ¹⁾

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

	Ponderación en el TCE-20	Nivel a 5 de diciembre de 2012	Apreciación (+)/depreciación (–) del euro a 5 de diciembre de 2012 desde:		
			31 de agosto de 2012	2 de enero de 2012	en comparación con: media de 2011
Renminbi chino	18,8	8.140	1,7	-0,2	-9,5
Dólar estadounidense	16,9	1.307	3,6	1,0	-6,1
Libra esterlina	14,9	0,812	2,1	-2,8	-6,5
Yen japonés	7,2	107,3	8,4	7,8	-3,3
Franco suizo	6,5	1.213	1,0	-0,2	-1,6
Zloty polaco	6,2	4.120	-1,4	-7,9	0,0
Corona checa	5,0	25,22	1,5	-1,1	2,6
Corona sueca	4,7	8,651	3,8	-3,1	-4,2
Won coreano	3,9	1.414	-1,1	-5,4	-8,3
Forint húngaro	3,2	282,6	-0,4	-10,1	1,2
TCEN ²⁾		98,4	2,2	-1,1	-4,9

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).

Gráfico 6 Tipo de cambio efectivo del euro (TCE-20) y sus componentes ¹⁾

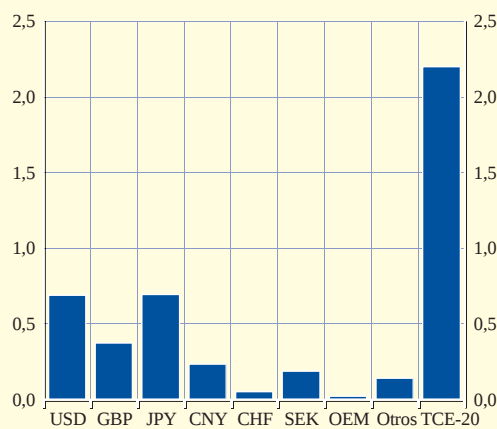
(datos diarios)

Índice: I 1999 = 100

Contribuciones a las variaciones del TCE-20 ²⁾

Del 31 de agosto al 5 de diciembre de 2012

(en puntos porcentuales)



Fuente: BCE.

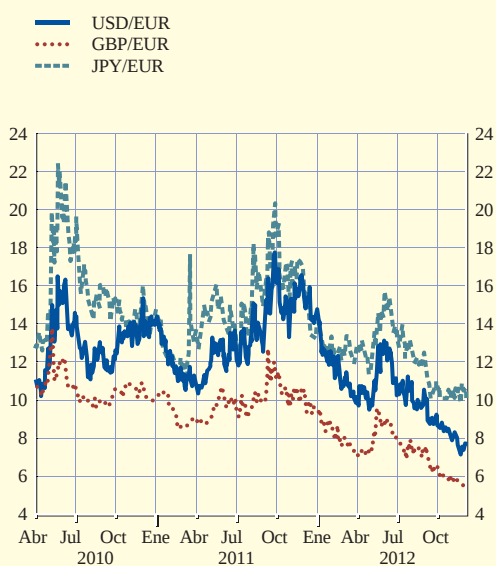
1) Un aumento del índice supone una apreciación del euro frente a las monedas de 20 de los socios comerciales más importantes de la zona del euro (incluidos todos los Estados miembros de la UE que no pertenecen a la zona del euro).

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

Gráfico 7 Evolución de los tipos de cambio y volatilidades implícitas

(datos diarios)

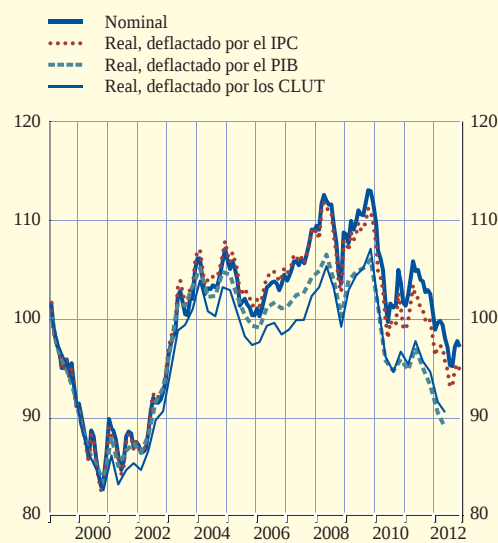
Volatilidades implícitas de los tipos de cambio (a tres meses)



Fuente: Bloomberg.

Gráfico 8 Tipos de cambio efectivos nominal y real del euro (TCE-20) ¹⁾

(datos mensuales/trimestrales; índice: I 1999 = 100)



Fuente: BCE.

1) Un aumento de los índices de los TCE-20 supone una apreciación del euro. Las observaciones mensuales más recientes corresponden a noviembre de 2012. En el caso de los TCE-20 reales basados en el PIB y en los CLUT, la última observación, basada en parte en estimaciones, corresponde al segundo trimestre de 2012.

términos nominales efectivos, medido frente a las monedas de 20 de los socios comerciales más importantes— se situaba un 2,2 % por encima del nivel registrado a finales de agosto y un 4,9 % por debajo de la media de 2011 (véanse cuadro 1 y gráfico 6).

Los movimientos del tipo de cambio del euro en los tres últimos meses han seguido guardando relación, en gran medida, con los cambios en las percepciones de los mercados respecto a las perspectivas fiscales y económicas de algunos países de la zona del euro, así como con la evolución de los diferenciales de rendimiento esperados entre la zona del euro y otras economías avanzadas. Al mismo tiempo, la volatilidad de los mercados, medida a partir de la volatilidad implícita de los precios de las opciones sobre tipos de cambio, ha seguido manteniéndose por debajo de las medias históricas (véase gráfico 7).

Por lo que respecta a los indicadores de competitividad internacional en términos de precios y costes de la zona del euro, en noviembre de 2012, el tipo de cambio efectivo real del euro, basado en los precios de consumo (medido frente a las monedas de 20 de los socios comerciales más importantes de la zona del euro) se situaba un 5,8 % por debajo de la media de 2011 (véase gráfico 8). Esta evolución refleja, principalmente, la depreciación nominal del euro desde 2011.

TIPOS DE CAMBIO BILATERALES

Desde comienzos de septiembre de 2012, el euro se ha apreciado frente al dólar estadounidense. Entre el 31 de agosto y el 5 de diciembre de 2012, el euro se apreció un 3,6 % frente al dólar estadounidense, pero se mantuvo un 6,1 % por debajo de la media de 2011 (véanse gráfico 6 y cuadro 1). Como se mencionó

anteriormente, los principales factores determinantes del tipo de cambio entre estas dos monedas fueron la incertidumbre en los mercados y los movimientos de los diferenciales de rendimiento entre las dos economías. Durante el período considerado, el euro se apreció también frente al yen japonés. El 5 de diciembre de 2012, el euro cotizaba un 8,4% por encima del nivel registrado a finales de agosto, pero se mantenía un 3,3% por debajo de la media de 2011.

Por lo que respecta a otras monedas, el tipo de cambio del euro frente a la libra esterlina se ha apreciado un 2,1% desde finales de agosto y, el 5 de diciembre, se situaba un 6,5% por debajo de la media de 2011 (véase cuadro 1). Durante el período considerado, el euro se apreció también frente a la mayoría de las otras monedas europeas y solo se depreció ligeramente frente al zloty polaco en un contexto de mejora generalizada de las percepciones respecto a la situación de los mercados financieros en todo el continente. Desde finales de agosto, el euro también se ha apreciado frente a las monedas de la mayoría los países exportadores de materias primas y de los grandes países de Asia.

Durante el período considerado, 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 $\pm 1\%$ establecida unilateralmente.

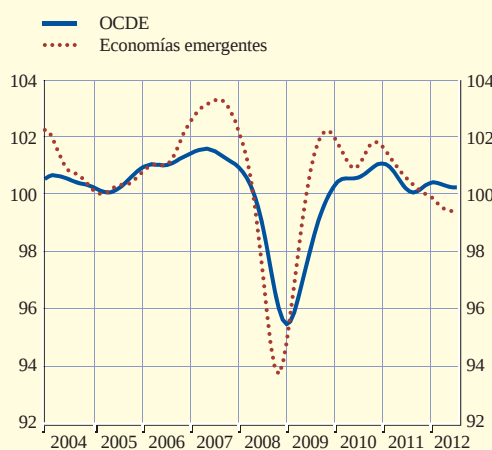
1.4 PERSPECTIVAS DEL ENTORNO EXTERIOR

De cara al futuro, se espera que la actividad económica solo registre un gradual fortalecimiento, respaldada por la mejora de la situación financiera en un contexto de políticas monetarias acomodaticias. En septiembre, el indicador sintético adelantado de la OCDE, que tiene por objeto anticipar los puntos de giro en la actividad económica en relación con la tendencia, sigue apuntando a unas perspectivas de crecimiento poco dinámico tanto en el conjunto de los países de la OCDE como en las principales economías no pertenecientes a esta organización, aunque comienzan a vislumbrarse señales de estabilización en Canadá, China y Estados Unidos. Además, los resultados del indicador de clima económico mundial del Ifo también sugieren unas perspectivas de crecimiento moderadas para la economía mundial y el índice general descendió en el último trimestre de 2012 por segundo trimestre consecutivo. El descenso tuvo su origen tanto en una evaluación menos favorable de la situación actual como en la revisión a la baja de las expectativas para los próximos seis meses.

Las perspectivas del entorno exterior de la zona del euro siguen estando sujetas a una persistente incertidumbre y los riesgos para la actividad se sitúan a la baja. Entre estos, destacan los relacionados con la incertidumbre respecto a la resolución de los problemas de gobernanza y de la deuda soberana en la zona del euro y el inminente endurecimiento de la

Gráfico 9 Indicadores sintéticos adelantados de la OCDE

(datos mensuales; ajustados a la amplitud del ciclo)



Fuente: OCDE.

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

política fiscal y la ampliación de los límites al endeudamiento en Estados Unidos. A escala mundial, hay que considerar también los riesgos relacionados con las tensiones geopolíticas en Irán y el consiguiente peligro de una distorsión del suministro de petróleo y, por ende, de un incremento de los precios del crudo, que reducirían la actividad. Los riesgos geopolíticos también se han intensificado en Asia Oriental, en donde las tensiones entre Japón y China podrían afectar negativamente al comercio mundial. Por último, a medio plazo, los desequilibrios presupuestarios que registran varias de las principales economías podrían entrañar riesgos adicionales a la baja para el crecimiento mundial. En cuanto a los riesgos al alza, una nueva relajación de las tensiones en los mercados financieros podría dar lugar a recuperaciones más sólidas en las economías avanzadas.

2 EVOLUCIÓN MONETARIA Y FINANCIERA

La divergencia observada desde principios de 2012 en las tasas de crecimiento interanual del dinero y del crédito aumentó en el tercer trimestre y en octubre. Ese mes se registró un flujo de entrada excepcionalmente elevado en M3, mientras que el crédito al sector privado continuó disminuyendo. Las significativas entradas contabilizadas en M3 deben considerarse en un contexto de notable volatilidad de los saldos monetarios de los intermediarios financieros no monetarios y también reflejaron, en cierta medida, el pago de dos tramos de la contribución al capital del Mecanismo Europeo de Estabilidad (MEDE) por parte de los Gobiernos de la zona del euro. Aunque mejoraron ligeramente, las difíciles condiciones imperantes en los mercados financieros siguieron limitando la financiación a largo plazo de las entidades de crédito a través de la reversión de anteriores operaciones de titulización y de la amortización neta de bonos a largo plazo. Al margen de los altos niveles de volatilidad que han caracterizado a la evolución mensual, los datos publicados recientemente no apuntan a una recuperación de la dinámica monetaria subyacente.

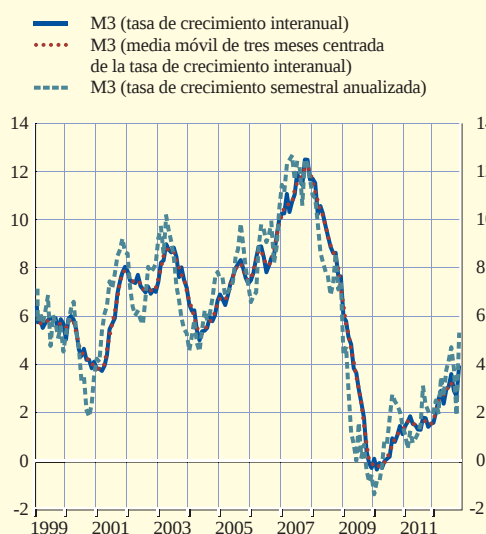
2.1 DINERO Y CRÉDITO DE LAS IFM

El aumento gradual del crecimiento del agregado monetario amplio observado en los trimestres anteriores se vio confirmado por la evolución registrada en el tercer trimestre y en octubre de 2012, aunque la volatilidad fue elevada en ese período. En octubre, la tasa de crecimiento interanual de M3 se incrementó hasta el 3,9%, desde el 3,1% del tercer trimestre y el 2,7% del segundo (véanse gráfico 10 y cuadro 2). La considerable volatilidad de la evolución mensual reflejó cambios en las valoraciones de los riesgos por parte de los agentes económicos y en las decisiones de cartera de los inversores institucionales.

El principal factor impulsor del crecimiento del agregado monetario amplio fue la preferencia por la liquidez del sector tenedor de dinero, en un entorno económico caracterizado por unos tipos de interés bajos y una incertidumbre considerable, especialmente en julio. Aunque la reducción de los tipos de interés oficiales y de los tipos del mercado monetario en el tercer trimestre se transmitió, en general, a los tipos de interés aplicados por las entidades de crédito a los préstamos y créditos, el coste de oportunidad de mantener instrumentos monetarios (en contraposición a activos a más largo plazo) descendió ligeramente, si bien se mantuvo relativamente elevado en términos históricos. La disminución del coste de oportunidad fue reflejo de los esfuerzos de las entidades de crédito por retener y captar depósitos incluidos en M3 ofreciendo remuneraciones atractivas. Los elevados niveles de incertidumbre imperantes en los mercados financieros durante el primer mes del tercer trimestre impulsaron a los inversores institucionales, en particular, a liquidar otras inversiones y acumular depósitos líquidos mientras decidían cómo reajustar sus carteras. La disminución de las tensiones en los mercados financieros tras el anuncio de las Operaciones Monetarias de Compra-venta (OMT, en sus siglas en inglés) hizo que

Gráfico 10 Crecimiento de M3

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



Fuente: BCE.

Cuadro 2 Cuadro resumen de variables monetarias

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

	Saldos vivos en porcentaje de M3 ¹⁾	Tasas de crecimiento interanual					
		2011 IV	2012 I	2012 II	2012 III	2012 Sep	2012 Oct
M1	52,0	2,0	2,4	2,9	4,8	5,0	6,4
Efectivo en circulación	8,9	6,2	6,1	5,5	5,3	4,3	3,5
Depósitos a la vista	43,1	1,2	1,7	2,4	4,6	5,1	7,0
M2 - M1 (= otros depósitos a corto plazo)	39,6	2,1	2,6	2,6	1,3	0,6	1,7
Depósitos a plazo hasta dos años	18,5	1,6	3,0	2,3	-1,1	-3,0	-1,8
Depósitos disponibles con preaviso hasta tres meses	21,1	2,5	2,1	2,9	3,7	4,1	4,9
M2	91,6	2,1	2,5	2,8	3,2	3,1	4,3
M3 - M2 (= instrumentos negociables)	8,4	-3,6	-0,1	2,6	1,6	-1,5	0,0
M3	100,0	1,5	2,2	2,7	3,1	2,6	3,9
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	8,2	8,8
Préstamos a las Administraciones Públicas		-2,1	-4,6	-1,7	1,5	1,6	2,9
Crédito al sector privado		1,1	0,3	-0,3	-1,0	-1,2	-1,4
Préstamos al sector privado		1,8	0,7	-0,1	-0,5	-0,9	-0,7
Préstamos al sector privado ajustados de ventas y titulizaciones ²⁾		2,0	1,1	0,4	-0,1	-0,4	-0,4
Pasivos financieros a más largo plazo (excluidos capital y reservas)		2,6	0,4	-2,4	-4,4	-4,8	-5,4

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.

los altos niveles de incertidumbre pasaran a tener menos relevancia en la demanda de instrumentos incluidos en el agregado monetario amplio. En resumen, estos factores opuestos han quedado plasmados en una volatilidad notable de la evolución monetaria mensual en los últimos meses.

La disociación entre la evolución del agregado monetario amplio y la observada en el crédito al sector privado continuó en el tercer trimestre y en octubre. Las principales contrapartidas del crecimiento de M3 fueron un nuevo fortalecimiento del crédito a las Administraciones Públicas y una contracción de los pasivos financieros a más largo plazo. La debilidad del crédito al sector privado reflejó el efecto moderador de la amortización neta de préstamos a las sociedades no financieras y la atonía del crédito a los hogares. Además, las tenencias de las IFM de valores distintos de acciones emitidos por el sector privado disminuyeron notablemente a medida que se revirtieron anteriores operaciones de titulización. Esa dinámica fue también evidente en el descenso de los depósitos a largo plazo de las sociedades instrumentales dedicadas a operaciones de titulización, lo que contribuyó a la reducción de los pasivos financieros a más largo plazo.

Los principales activos mantenidos por las IFM de la zona del euro (excluido el Eurosistema) disminuyeron en el tercer trimestre, antes de aumentar ligeramente en octubre. Esta disminución estuvo impulsada principalmente por el retroceso de los préstamos interbancarios, así como por la reducción de los activos exteriores. La dependencia de las entidades de crédito de los préstamos del Eurosistema también descendió (véase el recuadro 2, titulado «Condiciones de financiación de las entidades de crédito y financiación del sector privado no financiero en la zona del euro»).

En conjunto, los datos monetarios disponibles hasta octubre apuntan a un aumento continuado, aunque gradual, de la tasa de crecimiento interanual del agregado monetario amplio. Al mismo tiempo, el crédito

concedido por las IFM al sector privado continúa siendo débil, y el otorgado a las sociedades no financieras está disminuyendo. Es poco probable que las fuentes actuales de creación de dinero puedan favorecer un nuevo aumento sostenido del crecimiento de este agregado. Por consiguiente, en resumen, los datos monetarios disponibles hasta octubre confirman que el ritmo subyacente de expansión monetaria sigue siendo lento.

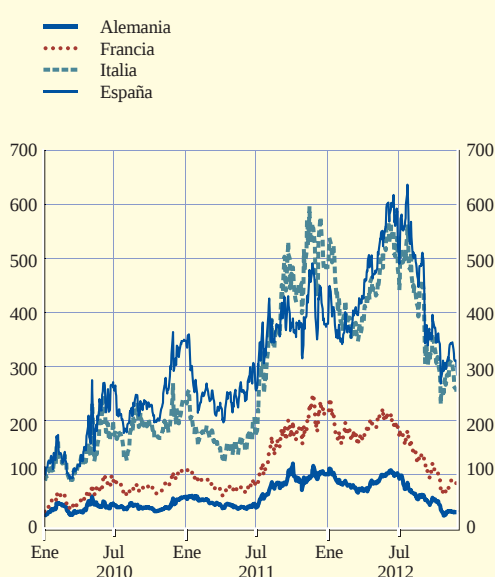
Recuadro 2

CONDICIONES DE FINANCIACIÓN DE LAS ENTIDADES DE CRÉDITO Y FINANCIACIÓN DEL SECTOR PRIVADO NO FINANCIERO EN LA ZONA DEL EURO

Las condiciones de financiación han mejorado en la zona del euro desde mediados de 2012, lo que refleja la mejora del clima de los mercados y la reducción de la aversión al riesgo. Concretamente, el coste de asegurar la deuda soberana frente al impago ha disminuido desde el verano de 2012 en los distintos países de la zona del euro (véase gráfico A). Tanto los indicadores cuantitativos como los resultados de la encuesta sobre préstamos bancarios de octubre de 2012 muestran que han descendido los costes de financiación de las entidades de crédito de la zona del euro y ha mejorado su acceso a la misma en los últimos meses. Esta evolución favorable podría ser resultado del impulso procedente del anuncio de las Operaciones Monetarias de Compraventa (OMT, en sus siglas en inglés) y las medidas de liquidez no convencionales aplicadas por el Eurosistema. En paralelo, los costes de financiación del sector privado no financiero también han disminuido, mientras que los préstamos bancarios se mantienen en niveles bajos.

Gráfico A Seguros de riesgo de crédito de la deuda soberana a cinco años en algunos países

(puntos básicos, datos diarios)

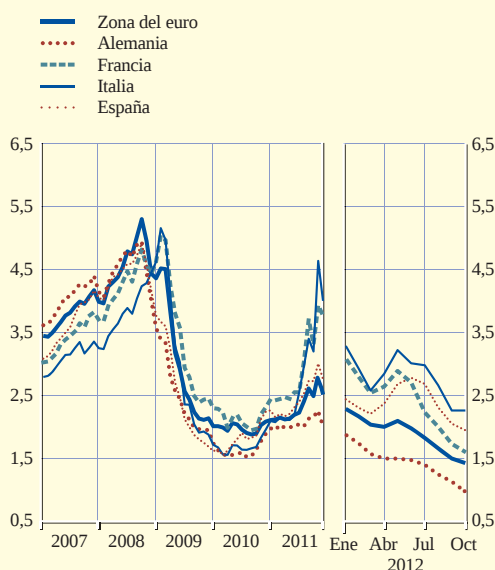


Fuente: Thomson Reuters.

Nota: Las últimas observaciones corresponden al 29 de noviembre de 2012.

Gráfico B Coste agregado de la financiación de las entidades de crédito en algunos países

(porcentajes)



Fuentes: BCE, índice global Merrill Lynch y cálculos del BCE.

Notas: Media ponderada de los tipos de interés de los depósitos y del coste de financiación mediante deuda. Se ha suavizado un valor extremo relacionado con la quiebra de Lehman Brothers en septiembre de 2008. Las últimas observaciones corresponden a octubre de 2012.

Condiciones de financiación de las entidades de crédito

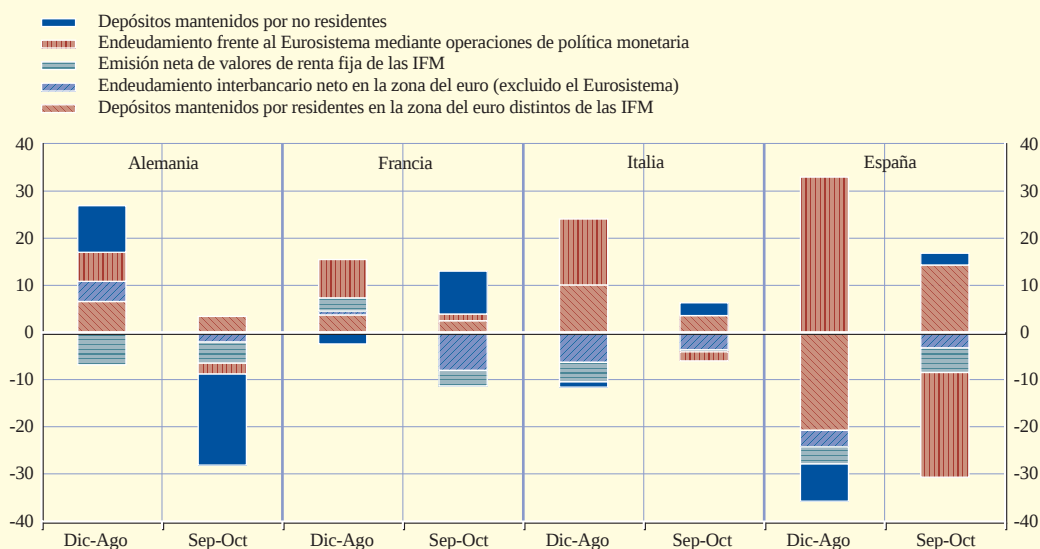
Los costes de financiación de las entidades de crédito de la zona del euro se han reducido desde el verano de 2012 (véase gráfico B) debido, fundamentalmente, a un descenso de los rendimientos de los bonos bancarios, como consecuencia de la recuperación de la confianza de los mercados. Asimismo, los diferenciales entre los costes de la financiación sin garantías y con garantías en el mercado monetario se estrecharon significativamente en todos los plazos de vencimiento en la segunda mitad de 2012. Al mismo tiempo, el coste de la financiación mediante depósitos se ha estabilizado a escala de la zona del euro, lo que refleja la lenta transmisión de recortes anteriores de los tipos de interés oficiales del BCE en el contexto de los esfuerzos de las entidades de crédito por atraer financiación estable.

La mejora de la situación de financiación de las entidades de crédito también se refleja en los flujos positivos que registraron los depósitos internos y de no residentes en Francia, Italia y España (véase gráfico C). Entretanto, las entidades de crédito alemanas contabilizaron un descenso de los depósitos de no residentes, lo que sugiere un reajuste moderado de las carteras por parte de los inversores internacionales. Por consiguiente, los bancos alemanes redujeron sus activos frente al Eurosistema en septiembre y en octubre, mientras que las entidades de crédito de otros países (especialmente España) vieron disminuir su endeudamiento frente al Eurosistema. Los resultados de la encuesta sobre préstamos bancarios de octubre de 2012 muestran también que el acceso de las entidades de crédito a la financiación minorista mejoró en el tercer trimestre de 2012¹. En general, esta evolución indica que es posible que esté reduciéndose el grado de fragmentación de los mercados financieros en la zona

1 Para un análisis más detallado de los resultados de la encuesta sobre préstamos bancarios de octubre de 2012, véase *The euro area bank lending survey: 3rd quarter of 2012*, BCE, octubre de 2012.

Gráfico C Principales pasivos de las IFM residentes en una selección de países

(mm de euros, datos sin desestacionalizar)



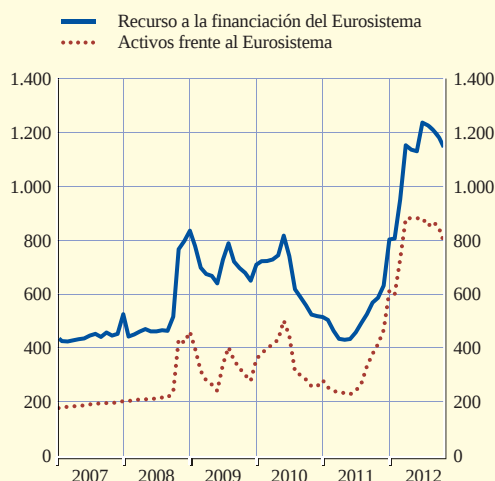
Fuentes: Deutsche Bundesbank, Banque de France, Banca d'Italia, Banco de España y cálculos del BCE basados en las estadísticas de los balances de las IFM.
Notas: Sector IFM excluido el Eurosistema. Los datos hacen referencia a los flujos mensuales medios observados entre diciembre de 2011 y agosto de 2012, y entre septiembre y octubre de 2012, respectivamente.

del euro. Este hecho puede observarse asimismo en la estabilización de los saldos en TARGET2 desde mediados de 2012.

La emisión neta de valores de renta fija a largo plazo por parte de entidades de crédito residentes en la zona del euro fue significativamente menos negativa en otoño de 2012 que en los meses anteriores. Este hecho está en consonancia con los resultados de la encuesta sobre préstamos bancarios, que indican que el acceso de las entidades de crédito a la financiación a través de los mercados de valores mejoró en el tercer trimestre de 2012. Al mismo tiempo, los volúmenes de negociación en los mercados interbancarios siguen siendo bajos y se concentran en los plazos de vencimiento más cortos. El reducido nivel de actividad de los mercados monetarios y de bonos bancarios podría interpretarse como un signo de la persistencia de las tensiones en estos mercados. Sin embargo, también podría reflejar una necesidad menor de recurrir a la financiación de mercado, dados los elevados niveles de liquidez en el banco central tras la ejecución de las dos operaciones de financiación a plazo más largo (OFPML) con vencimiento a tres años del Eurosistema a finales de 2011 y principios de 2012. De hecho, a pesar de que últimamente las entidades de crédito recurren menos a la financiación del banco central, la cantidad de liquidez proporcionada por el Eurosistema a las entidades de crédito de la zona del euro sigue siendo sustancial (véase gráfico D).

Gráfico D Recurso al Eurosistema por parte de las entidades de crédito de la zona del euro

(saldos vivos mensuales, mm de euros)



Fuentes: BCE y cálculos del BCE.

Notas: «Recurso a la financiación del Eurosistema» se refiere a las operaciones de financiación de política monetaria del banco central. «Activos frente al Eurosistema» se refiere a los fondos bancarios mantenidos en la facilidad de depósito y cuentas corrientes. Las últimas observaciones corresponden a noviembre de 2012.

Condiciones de financiación del sector privado no financiero

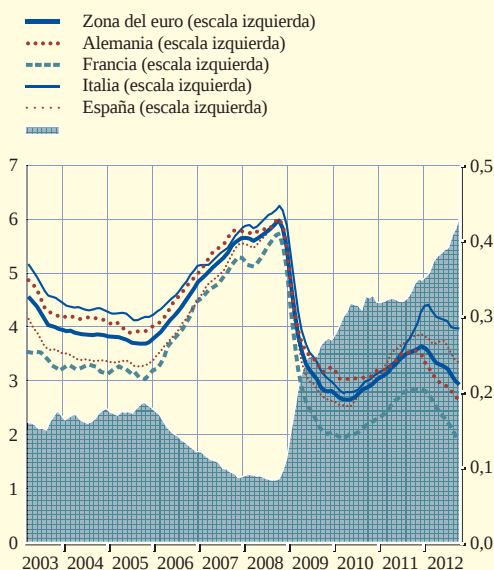
El coste de los préstamos bancarios a sociedades no financieras de la zona del euro ha disminuido desde principios de 2012, lo que refleja, principalmente, la transmisión de los recortes de los tipos de interés oficiales del BCE y de los tipos de interés de mercado (véase gráfico E). La dinámica de los tipos de interés de los préstamos bancarios a hogares para adquisición de vivienda fue similar. Esta transmisión se vio favorecida notablemente por la ejecución de las dos OFPML a tres años y la aplicación de otras medidas no convencionales. No obstante, los costes de financiación siguen siendo muy distintos en los diferentes países de la zona de euro, reflejando la disparidad en las condiciones de financiación de las entidades de crédito y la evolución económica específica de cada país, que afecta a la solvencia de los prestatarios².

Los flujos de préstamos concedidos por las IFM al sector privado no financiero han descendido en la zona del euro desde mediados de 2011 (véase gráfico F). Esta contracción fue generalizada en los distintos países de la zona del euro, con la notable excepción de Alemania (donde la evolución de los préstamos se mantuvo moderada durante ese período). En España, los flujos crediticios son cada vez más negativos.

² Para un análisis más detallado, véase el recuadro titulado «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», *Boletín Mensual*, BCE, noviembre de 2012.

Gráfico E Indicador del coste de financiación a corto plazo de las sociedades no financieras en la zona del euro

(porcentajes; media móvil de tres meses; de marzo de 2003 a octubre de 2012)

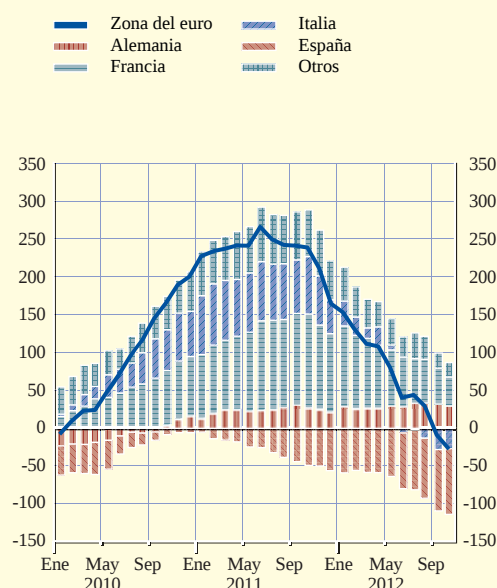


Fuentes: BCE y cálculos del BCE.

Notas: El indicador se calcula utilizando los tipos de interés aplicados a los préstamos hasta un año, los tipos flexibles aplicados a los préstamos a más de un año y los tipos de interés de los descubiertos, agregados a partir de los saldos vivos. El coeficiente de variación es la ratio de su desviación típica con respecto a la media. En este gráfico se calcula para todos los países de la zona del euro que disponen de datos y refleja la composición variable de la zona del euro.

Gráfico F Préstamos de las IFM al sector privado no financiero en una selección de países

(flujos mensuales acumulados de doce meses; mm de euros, sin ajustar de efectos estacionales)



Fuente: BCE.

Notas: Datos ajustados de ventas y titulaciones de préstamos. Las últimas observaciones corresponden a octubre de 2012.

En Italia, estos flujos fueron significativamente positivos en 2010-2011, pero se han tornado negativos en 2012. En Francia, los flujos de crédito siguen siendo claramente positivos, pero se han moderado de forma acusada desde mediados de 2011. La distinta evolución de los préstamos en los diversos países de la zona del euro refleja principalmente las diferencias entre esos países en lo que respecta a sus perspectivas económicas y del mercado de la vivienda, a sus niveles de aversión al riesgo y a sus planes de ayudas públicas. También refleja las diferencias nacionales en los balances del sector privado no financiero y del sector bancario.

En general, el impacto de la crisis de la deuda soberana en las condiciones de financiación de las entidades de crédito de la zona del euro ha disminuido en los últimos meses, lo que ha permitido a una serie de entidades recurrir menos al Eurosistema. Las medidas no convencionales del Eurosistema han contribuido a aliviar las presiones de financiación de los bancos y han evitado que se produzca un desapalancamiento desordenado de las entidades de crédito y del sector privado no financiero. A pesar de lo anterior, en varios países los rendimientos de los bonos bancarios siguen siendo elevados y la emisión neta de valores de renta fija por parte de las entidades de crédito continúa siendo negativa. Los préstamos concedidos al sector privado no financiero también se mantienen en niveles bajos. Llevar a cabo los ajustes necesarios en el balance de las Administraciones Públicas, las entidades de crédito, los hogares y las sociedades no financieras de algunos países es una condición previa para la normalización total de las condiciones de financiación de las entidades de crédito y la recuperación sostenida de los volúmenes de préstamos.

PRINCIPALES COMPONENTES DE M3

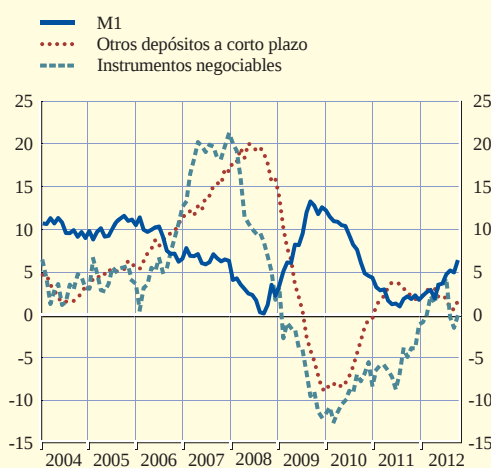
Los flujos de entrada registrados en M3 en el tercer trimestre de 2012 volvieron a estar impulsados por la evolución de los instrumentos monetarios líquidos incluidos en M1 (véase gráfico 11). Este patrón siguió observándose en octubre. En un contexto (particularmente en julio) de niveles muy reducidos de los tipos de interés a corto plazo y de aumento de la incertidumbre en los mercados financieros, es poco probable que un desplazamiento hacia instrumentos monetarios líquidos sea indicativo de la adopción inminente de decisiones de gasto y, en última instancia, de transmisión a la actividad económica y a los precios. Al mismo tiempo, esta modificación de la estructura de vencimientos de los balances de las entidades de crédito puede generar presiones de liquidez y ampliar los desfases de vencimientos de las entidades.

La tasa de crecimiento interanual de M1 se incrementó considerablemente y se situó en el 4,8% en el tercer trimestre, frente al 2,9% del segundo, antes de aumentar de nuevo hasta alcanzar el 6,4% en octubre (véase cuadro 2). Los elevados flujos de entrada observados en M1 en el tercer trimestre reflejaron una fuerte preferencia por los depósitos muy líquidos, especialmente en julio y agosto. Esta preferencia por los depósitos líquidos en un entorno de tipos de interés oficiales y de tipos del mercado monetario muy bajos apunta a que el sector tenedor de dinero está creando reservas de liquidez en respuesta a la incertidumbre imperante en los mercados financieros, posiblemente como un paso intermedio del proceso de reestructuración de sus carteras. Al mismo tiempo, la remuneración de los depósitos a la vista mostró muy poca sensibilidad al descenso de los tipos de interés a corto plazo, mientras que la remuneración de otros instrumentos incluidos en M3 reflejó ese descenso. En consecuencia, el coste de oportunidad de mantener depósitos a la vista (en contraposición a instrumentos monetarios menos líquidos) siguió siendo reducido. La disminución de las tensiones en los mercados financieros en septiembre provocó cierta reestructuración de carteras, especialmente por parte de los inversores institucionales, observándose trasvases desde depósitos a la vista hacia instrumentos no monetarios. En octubre, el pago del primero y segundo tramos de la aportación al capital del MEDE [que se clasifica como un intermediario financiero no monetario distinto de las empresas de seguros y fondos de pensiones (OIF) a efectos estadísticos y, por lo tanto, es parte del sector tenedor de dinero] por parte de las Administraciones Centrales de la zona del euro (que se consideran un sector neutral al dinero) hizo que los depósitos a la vista contabilizaran entradas excepcionalmente elevadas. Si los datos se ajustan por esta operación excepcional, los flujos de entrada en los depósitos a la vista siguen siendo considerables, aunque muy inferiores a los observados al principio del tercer trimestre, en el que se observaron fuertes tensiones en los mercados financieros.

La tasa de crecimiento interanual de los depósitos a corto plazo distintos de los depósitos a la vista (es decir, M2 menos M1) descendió hasta el 1,3% en el tercer trimestre, frente al 2,6% del segundo (véase gráfico 12), reflejando flujos de salida considerables en los depósitos a plazo hasta dos años, que solo se vieron parcialmente contrarrestados por las entradas observadas en los depósitos de ahorro a corto

Gráfico 11 Principales componentes de M3

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



Fuente: BCE.

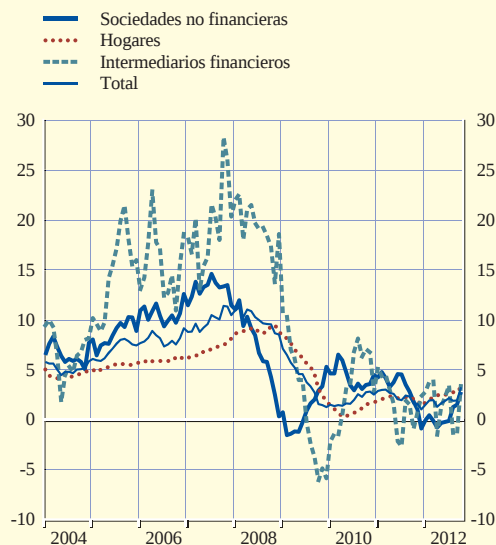
plazo (es decir, depósitos disponibles con preaviso hasta tres meses). Las salidas de depósitos a plazo hasta dos años se produjeron en todos los sectores, pero especialmente en el de los OIF, que parecen haber desplazado fondos desde este instrumento hacia los depósitos a la vista. En octubre se registró una leve recuperación, ya que los hogares, en particular, incrementaron ligeramente sus tenencias de depósitos a plazo hasta dos años.

La tasa de crecimiento interanual de los instrumentos negociables (es decir, M3 menos M2) continuó descendiendo, hasta el 1,6% en el tercer trimestre y el 0% en octubre, frente al 2,6% del segundo trimestre. En el tercer trimestre, el sector tenedor de dinero redujo sustancialmente sus participaciones en fondos del mercado monetario y sus tenencias de valores distintos de acciones a corto plazo (esto es, valores distintos de acciones hasta dos años), mientras que, en conjunto, las cesiones temporales registraron un flujo de entrada reducido. En un contexto de tipos de interés a corto plazo muy bajos, los fondos del mercado monetario han afrontado crecientes dificultades para generar rendimientos positivos significativos para los inversores y no se han beneficiado de las entradas temporales observadas en períodos anteriores de incertidumbre en los mercados financieros, debido a que los inversores reajustaron la composición de sus carteras. Esta vez, parece que los inversores institucionales han recurrido a las cesiones temporales además de a los depósitos a la vista, para aparcir liquidez temporalmente. Los niveles muy reducidos de los tipos de interés también están influyendo en el atractivo de los valores distintos de acciones a corto plazo. Sin embargo, también es probable que la débil trayectoria de ese instrumento tenga una dimensión estructural, ya que al menos algunas entidades de crédito están ajustando sus estructuras de financiación para depender menos de la financiación en los mercados y más de los depósitos.

La tasa de crecimiento interanual de los depósitos de M3, que incluyen los depósitos a corto plazo y las cesiones temporales, y que constituyen el agregado monetario más amplio para el que se dispone de información fiable por sectores, aumentó hasta situarse en el 2,6% en el tercer trimestre, frente al 2,1% del segundo. Las entradas observadas en el tercer trimestre se debieron a que todos los sectores, excepto las empresas de seguros y fondos de pensiones, incrementaron sus tenencias de depósitos de M3, correspondiendo la mayor contribución a los hogares. Las condiciones imperantes en los mercados financieros generaron volatilidad en los saldos monetarios de los OIF en el tercer trimestre. La demanda de dinero de este sector resulta muy afectada por las condiciones en los mercados financieros y por los cambios en los rendimientos relativos de una amplia gama de activos financieros. Habida cuenta de la volatilidad de estos determinantes, en ocasiones, los saldos monetarios de los OIF pueden ser erráticos, de modo que su evolución a corto plazo no debe sobrevalorarse. Al mismo tiempo, la agilidad de estos inversores confiere a sus saldos monetarios propiedades de indicador adelantado de las tendencias incipientes en la asignación de carteras, tendencias que se materializarán con un retardo en los saldos

Gráfico 12 Depósitos a corto plazo y cesiones temporales

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



Fuente: BCE.

Nota: Sector IFM, excluido el Eurosistema.

monetarios de otros sectores (con menor capacidad de respuesta), como los hogares. En el tercer trimestre, el comportamiento de los OIF en relación con sus saldos monetarios sirvió inicialmente de impulso a M3, pero esta evolución se invirtió completamente al final del trimestre, a medida que las tensiones en los mercados financieros disminuyeron y los inversores institucionales comenzaron a reasignar los fondos que habían desplazado a las reservas de liquidez.

PRINCIPALES CONTRAPARTIDAS DE M3

En cuanto a las contrapartidas de M3, la tasa de crecimiento interanual del crédito concedido por las IFM a residentes en la zona del euro descendió hasta el 0,8 % en el tercer trimestre de 2012, frente al 1,3 % del segundo, antes de retroceder de nuevo en octubre y situarse en el 0,5 % (véase cuadro 2). Esta dinámica siguió ocultando una evolución divergente de las tasas de crecimiento interanual del crédito otorgado a las Administraciones Públicas y al sector privado.

La tasa de crecimiento interanual del crédito otorgado por las IFM a las Administraciones Públicas se situó en el 8,8 % en el tercer trimestre y en octubre, frente al 8,4 % del segundo trimestre. Ese fortalecimiento se debió fundamentalmente a las adquisiciones de deuda pública, con un volumen similar al del trimestre anterior. Es probable que la estabilización de los mercados de deuda soberana de la zona del euro tras el anuncio de las OMT haya favorecido las tenencias de bonos soberanos por parte de las IFM. Al mismo tiempo, los préstamos concedidos a las Administraciones Públicas descendieron durante el trimestre, reflejo principalmente de la evolución específica en cada país.

La tasa de crecimiento interanual del crédito otorgado por las IFM al sector privado se situó en el -1,4 % en octubre, frente al -1 % del tercer trimestre y el -0,3 % del segundo. El sustancial flujo de salida registrado en esta contrapartida en el tercer trimestre se debió a las abultadas ventas de valores del sector privado por parte de las IFM, reflejo principalmente de la reversión de operaciones de titulización y de la amortización de préstamos concedidos por las IFM a este sector (ajustados de ventas y titulizaciones). El retroceso del crédito observado en octubre fue básicamente atribuible a las elevadas ventas de acciones y otras participaciones, así como a la amortización neta de valores distintos de acciones, ya que continuó la reversión de anteriores operaciones de titulización.

La tasa de crecimiento interanual de los préstamos al sector privado (ajustados de ventas y titulizaciones) fue del -0,4 % en octubre, frente al -0,1 % del tercer trimestre y el 0,4 % del segundo, observándose un descenso prácticamente similar en los préstamos sin ajustar (véase cuadro 2). Desde una perspectiva sectorial, la tasa de crecimiento interanual de los préstamos concedidos a las sociedades no financieras registró una disminución sustancial en el tercer trimestre, mientras que la moderación de los préstamos a los hogares fue más limitada. En cambio, los préstamos otorgados a los intermediarios financieros no monetarios se incrementaron. El detalle por sectores de la evolución de los préstamos en octubre muestra que continuaron creciendo los préstamos a los sectores financieros privados y que el crédito a los hogares también aumentó.

La tasa de crecimiento interanual de los préstamos concedidos por las IFM a los hogares (ajustados de ventas y titulizaciones) disminuyó hasta el 0,8 % en octubre, frente al 1 % del tercer trimestre y el 1,4 % del segundo, continuando la tendencia observada desde mediados de 2011. Este debilitamiento adicional fue principalmente reflejo del deterioro de las perspectivas económicas y de las relativas al mercado de la vivienda, así como de la necesidad de reducir el endeudamiento tras los excesos del pasado en algunos países de la zona del euro. Los préstamos para adquisición de vivienda siguieron siendo el principal factor impulsor de los préstamos concedidos por las IFM a los hogares (para más detalles, véase la sección 2.7).

La tasa de crecimiento interanual de los préstamos concedidos por las IFM a las sociedades no financieras (ajustados de ventas y titulizaciones) se situó en el $-1,5\%$ en octubre, frente al $-0,5\%$ del tercer trimestre y el $0,3\%$ del segundo. Esta evolución fue atribuible al acusado descenso del endeudamiento de las empresas observado entre agosto y octubre, que fue generalizado en los distintos plazos de vencimiento, registrándose un retroceso más pronunciado en los préstamos a corto plazo (es decir, hasta un año) que en los préstamos a largo plazo (para más detalles, véase la sección 2.6).

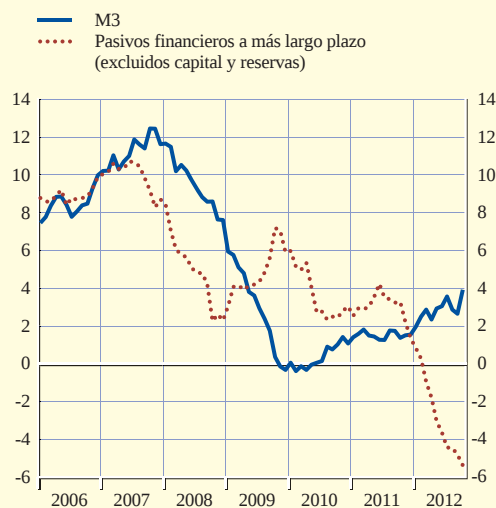
En conjunto, el crédito al sector privado no financiero descendió de nuevo, y los factores tanto de oferta como de demanda continuaron influyendo en la evolución de esta contrapartida. La desaceleración del impulso económico, el debilitamiento de las perspectivas relativas al mercado de la vivienda en una serie de países de la zona del euro, la mayor percepción de riesgo por parte de los prestamistas y los niveles persistentemente elevados de incertidumbre —factores reflejados todos ellos en los indicadores de confianza empresarial y de los consumidores— están influyendo en la demanda de préstamos. Además, en algunos países, las fuentes de financiación interna y otras fuentes de financiación externa (particularmente la emisión de valores distintos de acciones) ofrecen oportunidades de financiación favorables, creando una contracción de la demanda de préstamos bancarios. En otros países, los elevados niveles de deuda de los diversos sectores hacen que sea necesario acometer procesos de desapalancamiento, lo que probablemente afecte a la concesión de préstamos en los próximos años.

En los países sometidos a tensiones, las restricciones de capital y para acceder a la financiación en los mercados siguen limitando la oferta de crédito bancario a la economía. Ciertamente, los niveles de capital de las entidades de crédito continuaron contribuyendo considerablemente al endurecimiento de los criterios de concesión del crédito, y aunque esta contribución se ha moderado en los últimos trimestres, el hecho de que siga siendo la más importante de las variables puras de oferta indica que las entidades continúan necesitando ajustar sus balances. Pese a las señales de mejora observadas desde septiembre, la fragmentación de los mercados financieros está frenando el crecimiento del crédito. Al mismo tiempo, las dos operaciones de financiación a plazo más largo (OFPML) a tres años y el anuncio de las OMT han moderado las presiones de financiación sobre el sistema bancario, evitando así un desapalancamiento brusco y desordenado. De cara al futuro, teniendo en cuenta las proyecciones relativas a la actividad económica, un crecimiento todavía moderado de los préstamos a los hogares y un debilitamiento adicional del crecimiento de los préstamos a las sociedades no financieras serían acordes con las regularidades históricas de estos dos sectores, según las cuales los préstamos a los hogares evolucionan en consonancia con la actividad económica y los préstamos a las sociedades no financieras responden con un retardo.

En cuanto a las demás contrapartidas de M3, la tasa de crecimiento interanual de los pasivos financieros a más largo plazo de las IFM (excluidos capital y reservas) se situó en el $-5,4\%$ en octubre, frente al $-4,4\%$ del tercer trimestre y el $-2,4\%$ del segundo (véase gráfico 13). En el tercer trimestre, esta contrapartida registró otro flujo

Gráfico 13 M3 y pasivos financieros a más largo plazo de las IFM

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



Fuente: BCE.

de salida considerable, contribuyendo positivamente a la evolución monetaria. En gran medida, ese flujo de salida fue resultado de una sustancial contracción adicional, en base consolidada, de las tenencias de valores distintos de acciones a largo plazo emitidos por las IFM, ya que estas instituciones amortizaron emisiones anteriores con la ayuda de la liquidez obtenida en las OFPML a tres años. Los depósitos a largo plazo también disminuyeron, como consecuencia de la reversión de anteriores operaciones de titulización en las que los préstamos no se habían dado de baja del balance de las entidades de crédito.

En el tercer trimestre de 2012, la posición acreedora neta frente al exterior de las IFM de la zona del euro, que recoge los flujos de capitales del sector tenedor de dinero de la zona cuando estos flujos se canalizan a través de las IFM, así como la transferencia de activos emitidos por el sector tenedor de dinero, registró un flujo trimestral de entrada, así como otra entrada moderada en octubre (véase gráfico 14). Esta evolución apunta a la reversión parcial de las salidas observadas a finales de 2011 y principios de 2012. El reciente aumento de esta posición acreedora neta frente al exterior ha estado impulsado por el incremento de los depósitos de no residentes, lo que apunta a una renovada confianza en el sistema bancario de la zona del euro. La evolución positiva registrada en octubre se debió a que volvieron a producirse abultadas adquisiciones de valores distintos de acciones a corto plazo de las IFM por parte de no residentes. Para más detalles, véase el recuadro 3, titulado «Evolución reciente de la cuenta financiera de la balanza de pagos de la zona del euro hasta septiembre de 2012».

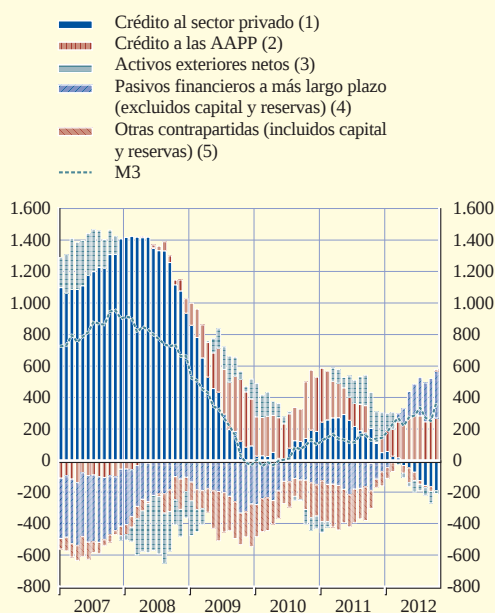
VALORACIÓN GENERAL DE LA SITUACIÓN DE LIQUIDEZ MONETARIA EN LA ZONA DEL EURO

Los flujos observados en M3 entre finales de junio y octubre hicieron que la liquidez monetaria acumulada en la zona del euro prácticamente no se modificara (véanse gráficos 15 y 16). Algunos indicadores de la liquidez monetaria que son objeto de seguimiento por parte del BCE sugieren que se ha reabsorbido una proporción significativa de la abundante liquidez que se acumuló antes de la crisis. De cara al futuro, es posible que esos indicadores se aproximen ahora a niveles indicativos de una situación de liquidez equilibrada en la economía. No obstante, se ha de recordar que estos indicadores de la liquidez deben interpretarse con cautela, ya que se basan en una evaluación de los saldos monetarios de equilibrio que lleva asociada una incertidumbre considerable.

En conjunto, el crecimiento monetario y crediticio subyacente sigue siendo débil. Al igual que en el primer semestre del año, el crecimiento de M3 en el tercer trimestre y en octubre no tuvo su origen en el avance del crédito al sector privado, lo que posiblemente sea reflejo, en cierta medida, de la necesidad de corregir excesos anteriores. Al mismo tiempo, la necesidad de acometer procesos de desapalancamiento sigue siendo considerable en algunos países y sectores. En consecuencia, las moderadas presiones sobre

Gráfico 14 Contrapartidas de M3

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

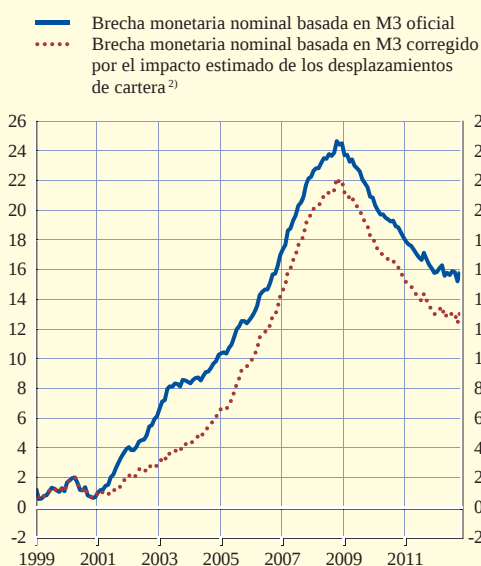


Fuente: BCE.

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.

Gráfico 15 Estimaciones de la brecha monetaria nominal ¹⁾

(en porcentaje del saldo de M3; datos ajustados de efectos estacionales y de calendario; diciembre 1998 = 0)



Fuente: BCE.

1) La brecha monetaria nominal se define como la diferencia existente entre el nivel efectivo de M3 y el nivel de M3 que correspondería a un crecimiento constante de este agregado monetario igual a su valor de referencia (4,5%), tomando diciembre de 1998 como período base.

2) Las estimaciones de la magnitud de los desplazamientos de cartera hacia M3 se obtienen utilizando el enfoque general que se analiza en la sección 4 del artículo titulado «Análisis monetario en tiempo real», *Boletín Mensual*, Fráncfort del Meno, BCE, octubre de 2004.

Gráfico 16 Estimaciones de la brecha monetaria real ¹⁾

(en porcentaje del saldo de M3 real; datos ajustados de efectos estacionales y de calendario; diciembre 1998 = 0)



Fuente: BCE.

1) La brecha monetaria real se define como la diferencia existente entre el nivel efectivo de M3, deflactado por el IAPC, y el nivel de M3, en términos reales, que habría resultado de un crecimiento nominal constante de este agregado monetario igual al valor de referencia (4,5%), y de una tasa de inflación, medida por el IAPC, compatible con la definición de estabilidad de precios del BCE, tomando diciembre de 1998 como período base.

2) Las estimaciones de la magnitud de los desplazamientos de cartera hacia M3 se obtienen utilizando el enfoque general que se analiza en la sección 4 del artículo titulado «Análisis monetario en tiempo real», *Boletín Mensual*, BCE, Fráncfort del Meno, octubre de 2004.

los precios señaladas por los indicadores habituales van acompañadas de unos riesgos todavía equilibrados pero cada vez más dispersos. En cualquier caso, para la recuperación del crédito al sector privado es indispensable que se restablezca la capacidad de asumir riesgos de las entidades de crédito y se recupere la demanda de crédito bancario por parte del sector privado.

Recuadro 3

EVOLUCIÓN RECIENTE DE LA CUENTA FINANCIERA DE LA BALANZA DE PAGOS DE LA ZONA DEL EURO HASTA SEPTIEMBRE DE 2012

En este recuadro se analiza la evolución reciente de la cuenta financiera de la balanza de pagos de la zona del euro hasta el tercer trimestre de 2012. En el período de doce meses transcurrido hasta septiembre, el agregado de inversiones directas y de cartera en la zona del euro registró salidas netas por importe de 55,8 mm de euros, frente a las entradas netas de 265,9 mm de euros contabilizadas un año antes. En cierta medida, esas salidas se compensaron con unas entradas netas por importe de 19 mm de euros en la partida de otras inversiones (véase cuadro). Con la intensificación de las tensiones en

Principales partidas de la cuenta financiera de la balanza de pagos de la zona del euro

(mm de euros; datos sin desestacionalizar)

	2012		Cifras acumuladas de tres meses				Cifras acumuladas de doce meses	
	2012		2011		2012		2011	2012
	Ago	Sep	Dic	Mar	Jun	Sep	Sep	Sep
Cuenta financiera¹⁾	-9,7	-7,1	-42,2	3,6	-24,3	-24,1	-10,1	-87,1
Total de inversiones directas y de cartera netas	-2,2	-3,6	-69,7	-74,5	76,0	12,4	265,9	-55,8
Inversiones directas netas	-12,1	-8,9	-35,7	-3,5	-9,7	-28,2	-53,3	-77,1
Inversiones de cartera netas	9,9	5,3	-34,0	-71,0	85,7	40,6	319,2	21,3
Acciones y participaciones	15,1	0,3	49,8	18,6	28,3	10,9	127,2	107,6
Valores distintos de acciones	-5,2	5,0	-83,7	-89,6	57,4	29,7	192,0	-86,3
Bonos y obligaciones	28,1	36,1	-1,5	-53,8	42,9	67,8	226,7	55,4
Instrumentos del mercado monetario	-33,3	-31,1	-82,3	-35,8	14,5	-38,1	-34,7	-141,7
Otras inversiones netas	-5,7	-1,8	45,1	86,9	-81,7	-31,3	-284,3	19,0
De las cuales: sector tenedor de dinero²⁾								
Inversiones directas netas	-11,0	-9,8	-38,2	-6,3	-13,2	-27,5	-34,0	-85,2
Inversiones de cartera netas	7,0	20,3	-48,2	-43,7	41,0	34,0	70,0	-16,9
Acciones y participaciones	7,2	1,1	10,6	14,3	32,4	9,6	139,4	66,8
Valores distintos de acciones	-0,2	19,2	-58,8	-58,0	8,7	24,5	-69,4	-83,7
Otras inversiones netas	2,2	-3,9	23,8	6,0	-36,8	-1,0	1,9	-7,9

Fuente: BCE.

Nota: Las sumas pueden no coincidir, debido al redondeo.

1) Las cifras corresponden a saldos (flujos netos). Un signo positivo (negativo) indica una entrada (salida) neta.

2) Administraciones Públicas y otros sectores de la balanza de pagos.

los mercados financieros de la zona del euro, en el segundo trimestre de este año se registraron considerables salidas netas de otras inversiones y entradas netas relacionadas de inversiones de cartera (debido a la repatriación de fondos invertidos en valores extranjeros). Dichas tensiones se redujeron en cierta medida recientemente tras el anuncio por parte del BCE de las Operaciones Monetarias de Compraventa (OMT, en sus siglas en inglés). Como consecuencia, los residentes en la zona del euro reanudaron sus compras netas de valores extranjeros en el tercer trimestre, mientras que los no residentes aumentaron su exposición a valores de la zona del euro.

El cambio de signo a salidas netas en el saldo del agregado de inversiones directas y de cartera en el período de doce meses transcurrido hasta septiembre de 2012 se debió, principalmente, al descenso de las entradas netas de inversiones de cartera, en la medida en que los inversores extranjeros redujeron sustancialmente sus compras de valores de renta variable emitidos por las instituciones distintas de IFM, desinvertieron en bonos y obligaciones emitidos por IFM de la zona del euro y liquidaron instrumentos del mercado monetario emitidos por el sector de Administraciones Públicas. Asimismo, los pasivos de otras inversiones de las IFM registraron salidas, lo que refleja las dificultades que tuvieron para renovar los depósitos y los préstamos a su vencimiento. Estos hechos ejercieron presión adicional sobre la financiación de las IFM de la zona del euro. La reducción de las entradas netas de inversiones de cartera y la desinversión en depósitos y préstamos de las IFM de la zona se vio compensada en gran medida por la repatriación de activos exteriores por parte de las entidades de crédito residentes en la zona del euro. Esto tuvo su reflejo en el significativo cambio que registraron los activos a corto plazo de otras inversiones, que pasaron de adquisiciones netas a ventas netas, lo que se tradujo en ligeras entradas netas en otras inversiones, frente a las salidas netas del período anterior.

El comportamiento de los flujos financieros experimentó cambios notables en el tercer trimestre, en comparación con el segundo trimestre. En concreto, mientras que las entradas netas de inversiones

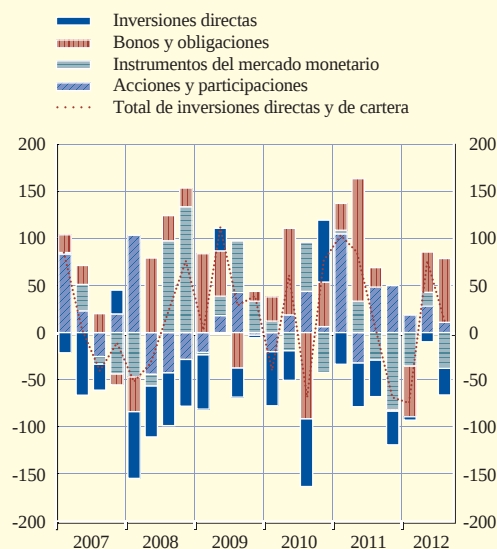
de cartera en el segundo trimestre estuvieron impulsadas principalmente por el hecho de que los inversores de la zona del euro redujeran su exposición a valores extranjeros, los residentes en la zona reanudaron sus compras netas de estos valores en el tercer trimestre. En consecuencia, las entradas netas de inversiones de cartera disminuyeron a pesar del aumento de las adquisiciones netas de valores de la zona del euro por parte de inversores extranjeros. Esta vuelta al patrón de flujos de inversiones de cartera que imperaba antes del estallido de la crisis de la deuda soberana se produjo en un momento de mejora de la confianza de los mercados. Las salidas netas de inversión exterior directa se incrementaron a partir del segundo trimestre del año, debido a que los no residentes adquirieron menos acciones, participaciones y otro capital emitidos por sociedades no financieras de la zona del euro. Al mismo tiempo, las adquisiciones netas de valores de renta variable extranjeros por parte de inversores de la zona del euro descendieron solo marginalmente.

Cabe señalar que las diferencias en los flujos de inversiones de cartera entre las IFM y las instituciones distintas de IFM fueron significativas. Por lo que respecta al sector de IFM, se registraron entradas netas de inversiones de cartera por segundo trimestre consecutivo, debido al proceso de liquidación de valores extranjeros, que se había invertido brevemente en el primer trimestre de 2012. Las IFM de la zona del euro siguieron rebajando su exposición a valores extranjeros en un entorno de persistentes salidas netas de otras inversiones de las instituciones financieras de la zona del euro. Sin embargo, en el tercer trimestre recortaron sus tenencias de bonos y obligaciones en una medida mucho menor que en el segundo trimestre y finalmente dejaron de reducir sus tenencias de otros instrumentos incluidos en inversiones de cartera. Por tanto, continuó la presión sobre las entidades de crédito de la zona del euro para liquidar activos extranjeros a fin de movilizar recursos, aunque esta presión disminuyó ligeramente.

Mientras tanto, el sector distinto de IFM de la zona del euro reanudó sus adquisiciones netas de instrumentos del mercado monetario y de valores de renta variable extranjeros y aumentó sus compras de bonos y obligaciones extranjeros. Asimismo, la adquisición por parte de inversores extranjeros de valores (principalmente bonos y obligaciones) emitidos por instituciones distintas de IFM de la zona del euro se incrementó significativamente. Las inversiones de cartera netas permanecieron en terreno positivo en el tercer trimestre, contribuyendo así favorablemente a la liquidez disponible en la zona del euro, como se refleja, en parte, en la evolución del agregado monetario amplio M3. Como puede observarse en la presentación monetaria de la balanza de pagos, estas operaciones en las que participa el sector tenedor de dinero fueron un importante factor determinante del aumento observado en la posición acreedora neta frente al exterior de las IFM en el tercer trimestre de 2012.

Principales partidas de la cuenta financiera

(mm de euros; flujos netos trimestrales)



Fuente: BCE.

2.2 INVERSIÓN FINANCIERA DE LOS SECTORES NO FINANCIEROS E INVERSORES INSTITUCIONALES

La tasa de crecimiento interanual de la inversión financiera de los sectores no financieros descendió en el segundo trimestre de 2012, como consecuencia del deterioro general del entorno económico y de las reducidas oportunidades de ingresos. El retroceso de la tasa de crecimiento interanual de la inversión financiera de las empresas de seguros y fondos de pensiones reflejó la tendencia negativa observada en la inversión de los hogares en reservas técnicas de seguro. Los fondos de inversión registraron significativas entradas en el tercer trimestre de 2012, impulsadas casi en su totalidad por la inversión en fondos de renta fija debido a la disminución de las tensiones en esos mercados. Esta evolución estuvo determinada, en parte, por el anuncio del BCE de las Operaciones Monetarias de Compraventa (OMT, en sus siglas en inglés).

SECTORES NO FINANCIEROS

En el segundo trimestre de 2012 (el más reciente para el que se dispone de datos), la tasa de crecimiento interanual de la inversión financiera total de los sectores no financieros descendió hasta el 2,6 % (frente al 2,9 % del primer trimestre; véase cuadro 3). La evolución observada en el segundo trimestre fue resultado principalmente del menor crecimiento de i) la inversión en efectivo y depósitos, y ii) la inversión en otros activos financieros (que comprenden préstamos y otras cuentas pendientes de cobro, que a su vez incluyen el crédito comercial concedido por las sociedades no financieras).

El detalle por sectores pone de manifiesto que los hogares y las sociedades no financieras redujeron su inversión financiera en el segundo trimestre, mientras que las Administraciones Públicas la incrementaron (véase gráfico 17). La menor acumulación de activos financieros por parte de los hogares se debió fundamentalmente a la caída de la renta nominal disponible. Este sector redujo sus tenencias de valores distintos de acciones y continuó desprendiéndose de participaciones en fondos de inversión, un proceso que comenzó a principios de 2011 y que, en base a las estadísticas de fondos de inversión, parece haber continuado en el tercer trimestre de este año (especialmente en el caso de los fondos de renta variable).

Cuadro 3 Inversión financiera de los sectores no financieros de la zona del euro

	Saldo vivo, en porcentaje de los activos financieros ¹⁾	Tasas de crecimiento interanual									
		2010 I	2010 II	2010 III	2010 IV	2011 I	2011 II	2011 III	2011 IV	2012 I	2012 II
Inversión financiera	100	2,3	2,6	2,8	3,6	3,4	3,6	3,3	2,6	2,9	2,6
Efectivo y depósitos	25	1,8	1,5	2,3	3,2	3,9	4,2	3,5	3,0	3,6	3,1
Valores distintos de acciones, excluidos derivados financieros	5	-2,8	-2,7	-3,5	5,1	6,2	7,1	7,5	2,8	1,4	0,5
De los cuales: A corto plazo	0	-27,1	-24,4	-10,8	-7,8	-0,5	6,2	-0,7	20,3	16,0	20,3
De los cuales: A largo plazo	5	0,6	-0,1	-2,7	6,3	6,8	7,2	8,3	1,4	0,2	-1,0
Acciones y otras participaciones, excluidas participaciones en fondos de inversión	27	2,5	2,4	2,6	3,3	2,6	2,5	2,7	2,3	2,8	2,8
De las cuales: Acciones cotizadas	5	4,6	3,2	2,2	3,1	1,1	1,3	2,8	1,9	2,6	2,3
De las cuales: Acciones no cotizadas y otras participaciones	22	2,0	2,2	2,7	3,4	3,0	2,9	2,7	2,4	2,9	3,0
Participaciones en fondos de inversión	5	-0,2	-2,1	-2,9	-3,5	-4,4	-3,7	-4,7	-5,2	-3,9	-2,7
Reservas técnicas de seguro	16	5,0	4,8	4,7	4,3	3,6	3,1	2,7	2,1	1,8	1,7
Otros ²⁾	22	3,0	5,0	5,4	5,6	5,2	5,4	5,4	4,8	5,4	4,4
M3 ³⁾		-0,1	0,1	0,8	1,1	1,8	1,3	1,7	1,5	2,9	3,0

Fuente: BCE.

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

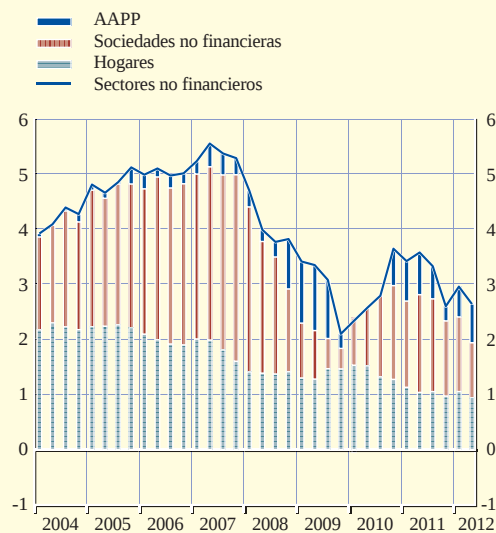
2) Otros activos financieros comprende préstamos y otras cuentas pendientes de cobro, que a su vez incluyen el crédito comercial concedido por las sociedades no financieras.

3) A fin de trimestre. El agregado monetario M3 incluye los instrumentos monetarios mantenidos por entidades de la zona del euro que no son IFM (es decir, los sectores no financieros y los intermediarios financieros no monetarios) en IFM de la zona del euro y Administración Central.

La tasa de crecimiento interanual de la inversión financiera de las Administraciones Públicas aumentó de nuevo en el segundo trimestre, debido principalmente al incremento de la inversión en valores distintos de acciones, préstamos y acciones, mientras que la inversión en efectivo y depósitos descendió. La disminución de la tasa de crecimiento interanual de la inversión financiera total de las sociedades no financieras en el segundo trimestre de 2012 reflejó reducciones continuadas de los excedentes brutos de explotación y también puede ser atribuible, en cierta medida, al mayor recurso a fuentes de financiación internas en algunos Estados miembros. Para obtener información más detallada sobre la evolución de los flujos de financiación y de los balances de los sectores privados no financieros, véanse las secciones 2.6 y 2.7. En el recuadro titulado «Cuentas integradas de la zona del euro del segundo trimestre de 2012», del Boletín Mensual de noviembre de 2012, también se proporciona información sobre todos los sectores institucionales.

Gráfico 17 Inversión financiera de los sectores no financieros

(tasas de variación interanual; contribución en puntos porcentuales)



Fuente: BCE.

INVERSORES INSTITUCIONALES

La tasa de crecimiento interanual de la inversión financiera de las empresas de seguros y fondos de pensiones descendió hasta el 2,2 % en el segundo trimestre de 2012 (véase gráfico 18), la tasa más baja desde 1999, y reflejó la caída observada en la inversión de los hogares en reservas técnicas de seguro desde finales de 2007. Aunque las participaciones en fondos de inversión siguieron siendo las que más contribuyeron a la inversión financiera total de las empresas de seguros y fondos de pensiones, su aportación disminuyó, al igual que la de la mayoría de los demás instrumentos. En cambio, la contribución de la inversión financiera en valores distintos de acciones se incrementó, ya que la tasa de crecimiento interanual correspondiente al segundo trimestre fue sustancialmente más elevada. Esto puede deberse al hecho de que las empresas de seguros y fondos de pensiones han desplazado las reservas de liquidez acumuladas en los trimestres anteriores hacia instrumentos de renta fija con mayores rendimientos.

Las entradas interanuales en participaciones en fondos de inversión (excluidos los fondos del mercado monetario) aumentaron sensiblemente y se situaron en 171 mm de euros en el tercer trimestre de 2012, frente a 47 mm de euros en el trimestre anterior. La correspondiente tasa de crecimiento interanual se incrementó hasta el 2,8 %, frente al 0,7 % del segundo trimestre. Las entradas interanuales registradas en los fondos de renta fija fueron las que más contribuyeron a este avance, aunque la inversión en fondos mixtos también repuntó, mientras que continuaron observándose salidas en los fondos de renta variable (véase gráfico 19). También registraron salidas los fondos del mercado monetario, reflejo del difícil entorno empresarial para esos fondos, habida cuenta del bajo nivel de los tipos de interés.

Si se analiza específicamente la evolución en el tercer trimestre de 2012, las participaciones en fondos de inversión (excluidos los fondos del mercado monetario) registraron entradas por importe de 75 mm de euros, sobre la base de datos sin desestacionalizar. Las entradas registradas en ese instrumento en los

Gráfico 18 Inversión financiera de las empresas de seguros y fondos de pensiones

(tasas de variación interanual; contribución en puntos porcentuales)

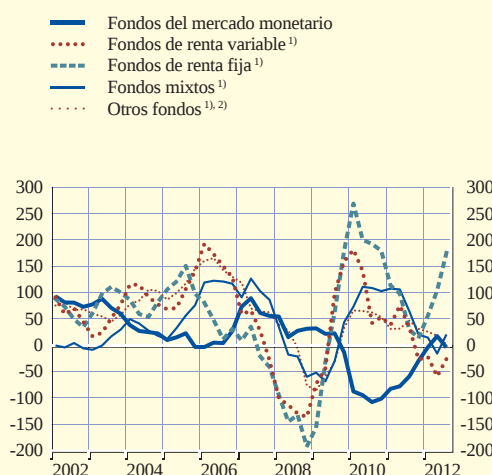


Fuente: BCE.

1) Incluye préstamos, depósitos, reservas técnicas de seguro y otras cuentas pendientes de cobro.

Gráfico 19 Flujos de entrada netos anuales en fondos del mercado monetario y en fondos de inversión

(mm de euros)



Fuentes: BCE y EFAMA.

1) Con anterioridad al primer trimestre de 2009, las estimaciones de flujos trimestrales se obtenían de las estadísticas de fondos de inversión no armonizadas del BCE, de cálculos del BCE basados en datos nacionales proporcionados por EFAMA y de cálculos del BCE.

2) Incluye los fondos inmobiliarios, los fondos de inversión libre y los fondos no clasificados en otros fondos.

tres primeros trimestres de 2012 compensaron con creces las salidas observadas en 2011. Los flujos de entrada que se produjeron en los fondos de renta fija en el tercer trimestre fueron muy superiores a los contabilizados en otros tipos de fondos, y la tasa de crecimiento interanual de los fondos de renta fija aumentó hasta el 8,7% ese trimestre. Esta evolución reflejó, en cierta medida, la relajación observada en los mercados de renta fija tras la liquidación de las operaciones de financiación a plazo más largo a tres años del Eurosistema el 22 de diciembre de 2011 y el 1 de marzo de 2012. Además, el anuncio del BCE de las OMT contribuyó a que las tensiones en los mercados financieros de la zona del euro, especialmente en los mercados de deuda pública, disminuyeran ligeramente. Estos acontecimientos pueden haber favorecido la reversión de las reservas de liquidez por parte de los inversores institucionales, posiblemente en beneficio de activos de mayor riesgo.

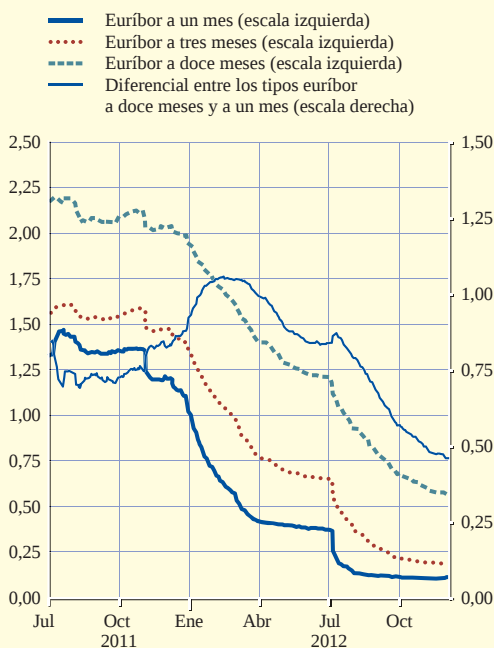
2.3 TIPOS DE INTERÉS DEL MERCADO MONETARIO

En general, los tipos de interés del mercado monetario descendieron en el período comprendido entre el 5 de septiembre y el 5 de diciembre de 2012. El eonia registró un descenso marginal, manteniéndose en niveles reducidos y reflejando los tipos de interés oficiales históricamente bajos del BCE, así como el significativo exceso de liquidez existente en el mercado monetario a un día. La volatilidad de los tipos de interés del mercado monetario apenas cambió.

Los tipos de interés del mercado monetario sin garantías se redujeron en el período comprendido entre el 5 de septiembre y el 5 de diciembre de 2012. El 5 de diciembre, los tipos euríbor a un mes, a tres meses, a seis meses y a doce meses se situaron en el 0,11%, el 0,19%, el 0,34% y el 0,57%, respectivamente,

Gráfico 20 Tipos de interés del mercado monetario

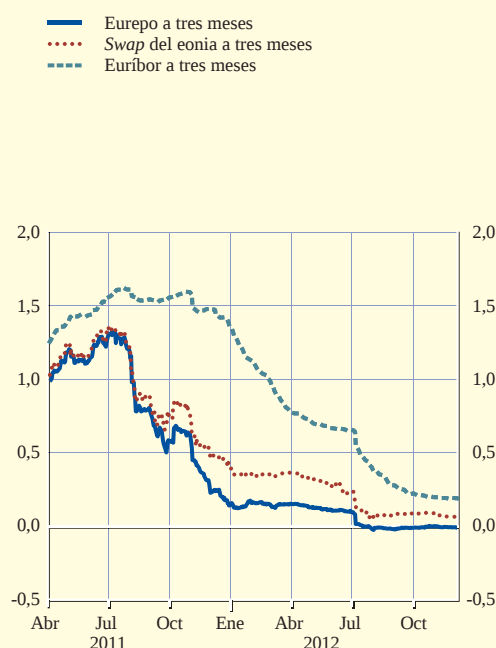
(porcentajes; diferencial en puntos porcentuales; datos diarios)



Fuentes: BCE y Thomson Reuters.

Gráfico 21 Eurepo, euríbor y swap del eonia a tres meses

(porcentajes; datos diarios)



Fuentes: BCE, Bloomberg y Thomson Reuters.

esto es, 1, 8, 18 y 21 puntos básicos por debajo de los niveles observados el 5 de septiembre. 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, descendió 20 puntos básicos durante ese período y el 5 de diciembre se situó en 46 puntos básicos (véase gráfico 20).

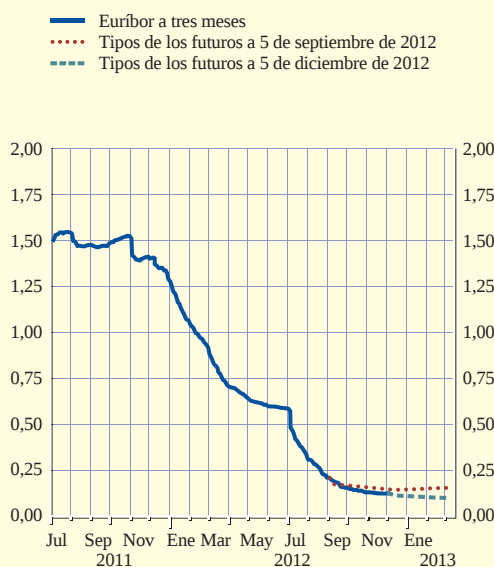
Los tipos de interés del mercado monetario con garantías se estabilizaron en niveles muy bajos desde principios de año (véase gráfico 21). El 5 de diciembre, el tipo *swap* del eonia a tres meses se situó en el 0,07%, 1 punto básico por debajo del nivel registrado el 5 de septiembre. Dado que el correspondiente euríbor sin garantías descendió de forma más acusada, el diferencial entre estos dos tipos retrocedió desde 19 puntos básicos el 5 de septiembre hasta situarse en 13 puntos básicos el 5 de diciembre. El *eurepo* a tres meses se mantuvo invariable, en el -0,01%, en el período de referencia.

El 5 de diciembre, los tipos de interés implícitos en los precios de los futuros del euríbor a tres meses con vencimiento en diciembre de 2012 y marzo y junio de 2013 se situaron en el 0,18%, el 0,17% y el 0,17%, respectivamente, lo que representa descensos de 3, 5 y 7 puntos básicos con respecto a los niveles observados el 5 de septiembre, debido, en parte, a las expectativas de reducción de los tipos de interés oficiales del BCE (véase gráfico 22). Las volatilidades implícitas obtenidas de las opciones sobre futuros del euríbor a tres meses con plazo de vencimiento constante de tres, seis, nueve y doce meses apenas experimentaron variaciones en comparación con los niveles observados el 5 de septiembre (véase gráfico 23).

Si se considera el vencimiento a un día, el eonia registró un ligero descenso adicional y se situó en torno a 9 puntos básicos durante el noveno, décimo y undécimo período de mantenimiento de reservas

Gráfico 22 Tipos de interés a tres meses y tipos de interés de los futuros en la zona del euro

(porcentajes; datos diarios)

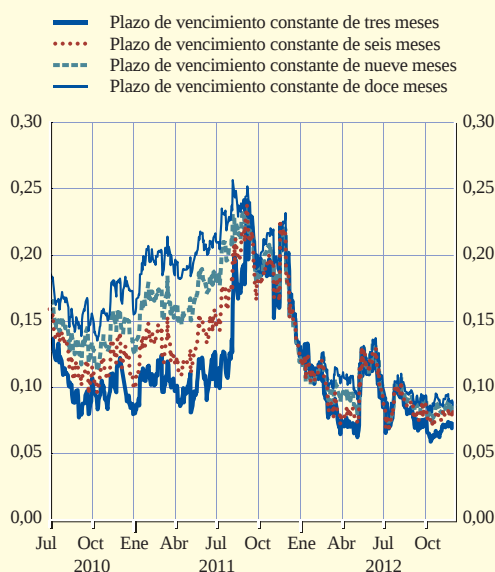


Fuente: Thomson Reuters.

Nota: Futuros a tres meses para entrega al final del trimestre en curso y de los tres siguientes, según cotizaciones de Liffe.

Gráfico 23 Volatilidad implícita de las opciones sobre futuros del euríbor a tres meses con plazo de vencimiento constante

(porcentajes; datos diarios)



Fuentes: Thomson Reuters y cálculos del BCE.

Notas: La medida se obtiene en dos etapas. En primer lugar, las volatilidades implícitas de las opciones sobre futuros del euríbor a tres meses se transforman expresándolas en términos de precios logarítmicos, en lugar de rentabilidades logarítmicas. En segundo lugar, las volatilidades implícitas resultantes, que tienen una fecha de vencimiento constante, se transforman expresándolas en términos de plazos de vencimiento constantes.

del año, situándose en el 0,069% el 5 de diciembre. En consecuencia, el diferencial negativo entre el eonia y el tipo de interés de las operaciones principales de financiación volvió a aumentar ligeramente durante el período de referencia, reflejo de un volumen muy considerable de exceso de liquidez en los mercados monetarios a un día.

En el período de referencia, el BCE siguió proporcionando liquidez mediante operaciones de financiación con vencimiento a una semana, un período de mantenimiento y tres meses. Todas estas operaciones se llevaron a cabo mediante el procedimiento de subasta a tipo de interés fijo con adjudicación plena.

El BCE también ejecutó operaciones semanales de absorción de liquidez a una semana aplicando un procedimiento de subasta a tipo de interés variable y tipos máximos de puja del 0,75% en el noveno, décimo y undécimo período de mantenimiento del año. Con estas operaciones, el BCE absorbió un importe equivalente al valor de las adquisiciones realizadas en el marco del programa para los mercados de valores, que el 5 de diciembre ascendían a 208,5 mm de euros.

El período analizado se caracterizó por unos niveles muy elevados de exceso de liquidez, y el recurso medio diario a la facilidad de depósito durante los tres períodos de mantenimiento en cuestión (esto es, el noveno, décimo y undécimo período de mantenimiento de 2012) se situó en 265 mm de euros, mientras que el exceso de reservas se incrementó hasta situarse en 423 mm de euros. En comparación, en los tres períodos de mantenimiento anteriores, el recurso medio diario a la facilidad de depósito ascendió a

un total de 479 mm de euros, mientras que el valor medio del exceso de reservas fue de 291 mm de euros. El menor recurso a la facilidad de depósito refleja principalmente el desplazamiento de la base monetaria de la facilidad de depósito a cuentas corrientes (por encima de las exigencias de reservas), como resultado de la reducción del tipo de interés de la facilidad de depósito al 0,00 % con efecto a partir del 11 de julio de 2012.

Recuadro 4

SITUACIÓN DE LIQUIDEZ Y OPERACIONES DE POLÍTICA MONETARIA EN EL PERÍODO COMPRENDIDO ENTRE EL 8 DE AGOSTO Y EL 13 DE NOVIEMBRE DE 2012

En este recuadro se describen las operaciones de mercado abierto realizadas por el BCE durante los períodos de mantenimiento de reservas que finalizaron el 11 de septiembre, el 9 de octubre y el 13 de noviembre de 2012.

Durante el período analizado, las operaciones principales de financiación (OPF) se realizaron mediante procedimientos de subasta a tipo de interés fijo con adjudicación plena. El mismo procedimiento continuó utilizándose en las operaciones de financiación especiales del Eurosistema con plazo de un período de mantenimiento. El tipo fijo de estas operaciones fue el mismo que para las OPF vigentes en ese momento.

Además, las operaciones de financiación a plazo más largo (OFPML) a tres meses adjudicadas en el período analizado se llevaron a cabo mediante procedimientos de subasta a tipo de interés fijo con adjudicación plena. Los tipos de estas operaciones se fijaron en la media de los tipos de las OPF realizadas durante la vigencia de las respectivas OFPML.

Por último, los tipos de interés oficiales del BCE se mantuvieron sin variación.

Necesidades de liquidez del sistema bancario

En el período considerado, las necesidades diarias agregadas de liquidez del sistema bancario —definidas como la suma de los factores autónomos y las exigencias de reservas— ascendieron, en promedio, a 520,9 mm de euros, lo que representa un aumento de 24,7 mm de euros con respecto a la media diaria de los tres períodos de mantenimiento anteriores (esto es, el período comprendido entre el 9 de mayo y el 7 de agosto de 2012). Las exigencias de reservas se situaron en 106,8 mm de euros, en promedio, durante los tres períodos de mantenimiento analizados, sin cambios con respecto a los tres períodos de mantenimiento anteriores. Al mismo tiempo, el valor de los factores autónomos aumentó 24,8 mm de euros, alcanzando una cifra media de 414,1 mm de euros.

Gráfico A Saldos en cuentas corrientes de las entidades de crédito por encima de las exigencias de reservas

(mm de euros; nivel medio en cada período de mantenimiento)



Fuente: BCE.

Los saldos en cuenta corriente por encima de las exigencias de reservas ascendieron a 428,3 mm de euros, en promedio, durante el período considerado (véase gráfico A). Estos significativos saldos fueron atribuibles a la reducción del tipo de interés de la facilidad de depósito a cero en julio de 2012, lo que, en principio, supuso que a las entidades de crédito les resultara indiferente transferir su exceso de liquidez a un día a la facilidad de depósito o dejarlo sin remunerar en sus cuentas corrientes como exceso de reservas. En el período anterior analizado, los saldos en cuenta corriente por encima de las exigencias de reservas se situaron en una cifra media de 4,4 mm de euros en los dos primeros períodos de mantenimiento y de 403 mm de euros en el tercer período de mantenimiento.

Oferta de liquidez

En el período analizado, la liquidez neta total proporcionada a través de operaciones de mercado abierto ascendió, en promedio, a 1.244,7 mm de euros, lo que supone una disminución de 16,1 mm de euros con respecto a los tres períodos de mantenimiento anteriores. Las operaciones de subasta¹ aportaron un promedio de 965,4 mm de euros, 14,5 mm de euros menos que en el período de referencia anterior (véase gráfico B).

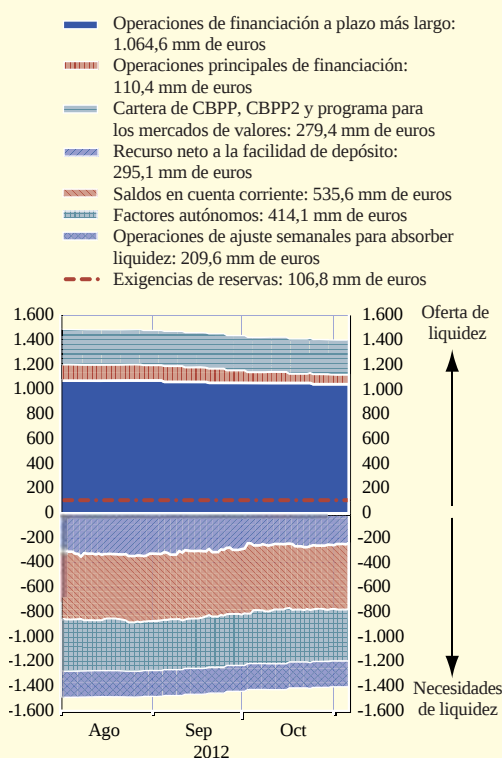
En comparación con el período anterior, la liquidez media proporcionada en las operaciones principales de financiación a una semana descendió 6,4 mm de euros. La liquidez media inyectada en las operaciones de financiación a plazo más largo se redujo 10,4 mm de euros, mientras que el volumen medio de liquidez absorbida mediante las operaciones de ajuste semanales disminuyó 2,2 mm de euros, debido principalmente a los vencimientos de la cartera del programa para los mercados de valores.

En conjunto, el primer y el segundo programa de adquisiciones de bonos garantizados (CBPP y CBPP2, en sus siglas en inglés) y el programa para los mercados de valores proporcionaron liquidez por un importe medio de 279,4 mm de euros en el período analizado, cifra que de nuevo fue ligeramente inferior a la media de los tres períodos de mantenimiento anteriores.

La liquidez proporcionada a través del CBPP, que finalizó en junio de 2010, se situó en 53,2 mm de euros el 13 de noviembre de 2012, ligeramente por debajo del volumen correspondiente al período de referencia anterior, como consecuencia de los vencimientos habidos. El 13 de noviembre de 2012, las

Gráfico B Necesidades de liquidez del sistema bancario y oferta de liquidez

(mm de euros; al lado de cada rúbrica se muestran las medias diarias para el período analizado)



Fuente: BCE.

¹ Las operaciones de subasta comprenden las operaciones principales de financiación, las operaciones de financiación a plazo más largo y las operaciones de ajuste. Estas últimas pueden ser de inyección o de absorción de liquidez.

adquisiciones liquidadas en el marco del CBPP2 (que concluyó el 31 de octubre de 2012) ascendieron a 16,4 mm de euros, mientras que el importe neto de las liquidadas al amparo del programa para los mercados de valores se situó en 208,5 mm de euros, frente a los 211,3 mm de euros registrados el 8 de agosto de 2012, debido a los vencimientos que tuvieron lugar. Las operaciones de ajuste semanales absorbieron toda la liquidez proporcionada mediante este último programa.

Uso de las facilidades permanentes

El exceso de liquidez (definido como la liquidez total proporcionada mediante las operaciones y la facilidad marginal de crédito, menos los factores autónomos y las exigencias de reservas) se situó en un volumen medio de 724,8 mm de euros en el período considerado (frente a 766,2 mm de euros en el período de referencia anterior). El recurso a la facilidad marginal de crédito pasó de 1,4 mm de euros, en promedio, en los tres períodos de mantenimiento anteriores a la cifra de 1 mm de euros, en promedio, durante el período analizado. El recurso medio a la facilidad de depósito disminuyó de 639,1 mm de euros a 296,1 mm de euros, como consecuencia de la reducción del tipo de interés de la facilidad de depósito a cero. El recurso neto medio² a la facilidad de depósito ascendió a 295,1 mm de euros.

Tipos de interés

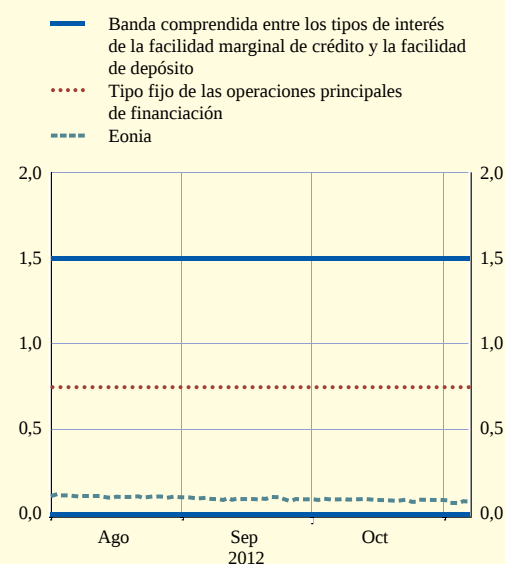
Los tipos de interés oficiales del BCE aplicables a las operaciones principales de financiación, a la facilidad marginal de crédito y a la facilidad de depósito se mantuvieron sin cambios durante el período analizado, en el 0,75 %, el 1,50 %, y el 0,00 %, respectivamente.

Dado que la liquidez siguió siendo abundante en el período considerado, el eonia y otros tipos del mercado monetario a muy corto plazo se mantuvieron en niveles bajos. El valor medio del eonia fue del 0,10 % en el período analizado, es decir, 65 puntos básicos por debajo del tipo de interés de las operaciones principales de financiación (véase gráfico C).

2 El recurso neto a la facilidad de depósito es igual a la diferencia entre el recurso a la facilidad de depósito y el recurso a la facilidad marginal de crédito a lo largo del período, incluidos los fines de semana.

Gráfico C El eonia y los tipos de interés del BCE

(tipos de interés diarios, en porcentaje)



Fuente: BCE.

2.4 MERCADOS DE RENTA FIJA

Entre finales de agosto y el 5 de diciembre, el rendimiento de la deuda pública con calificación AAA se redujo ligeramente, mientras que, en Estados Unidos, el rendimiento de la deuda pública a largo plazo se mantuvo prácticamente estable. Durante dicho período, la percepción por parte de los mercados del riesgo en la zona del euro continuó disminuyendo, como consecuencia de los anuncios de las Operaciones

Monetarias de Compraventa (OMT, en sus siglas en inglés), así como de otras noticias positivas, como los avances en el diseño de la unión bancaria y en la reestructuración del sector bancario español, y el acuerdo sobre la deuda griega. Los diferenciales de los bonos soberanos y de las instituciones financieras con respecto a los bonos con calificación AAA registraron caídas adicionales. Estas caídas fueron más acusadas en el caso de los emisores con calificación crediticia más baja. Además, se observaron descensos en las primas de liquidez y en la volatilidad implícita. Al mismo tiempo, los indicadores basados en los mercados sugieren que las expectativas de inflación a largo plazo de los participantes en los mercados siguen estando totalmente en consonancia con la estabilidad de precios.

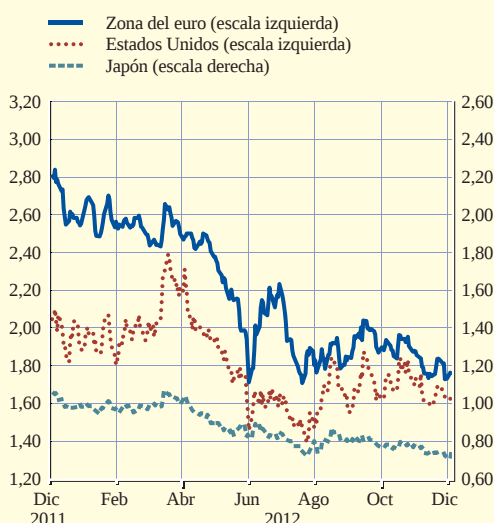
Entre finales de agosto y el 5 de diciembre, el rendimiento de la deuda pública con calificación AAA se redujo ligeramente. El rendimiento de la deuda pública a largo plazo con calificación AAA de la zona del euro repuntó al 2 % a mediados de septiembre, antes de caer al 1,7 % a finales del período analizado, 14 puntos básicos por debajo del nivel observado hace tres meses (véase gráfico 25). En Estados Unidos, el rendimiento de la deuda pública a largo plazo aumentó 4 puntos básicos y se situó justo por debajo del 1,6 % el 5 de diciembre. Por consiguiente, el diferencial de tipos de interés nominales entre el rendimiento de la deuda pública a diez años de la zona del euro y de Estados Unidos se estrechó 18 puntos básicos durante el período. En Japón, el rendimiento de la deuda pública al mismo plazo disminuyó 8 puntos básicos en el mismo período y se situó en el 0,7 % el 5 de diciembre.

El bajo rendimiento de los bonos con calificación AAA está en consonancia con las expectativas de debilidad de la actividad económica, como muestran las revisiones a la baja de las previsiones de crecimiento por parte del FMI y de la OCDE de octubre y de noviembre, respectivamente. Además, en el caso de Estados Unidos, los riesgos de un «precipicio fiscal» inminente ensombrecen la recuperación económica, pese a las recientes noticias positivas acerca del mercado de la vivienda.

Por lo que respecta a los bonos con calificación crediticia más baja, su evolución ha estado determinada por la favorable valoración de los mercados del anuncio realizado por el BCE sobre las modalidades de ejecución de las OMT. Parece que este anuncio, en particular, ha contribuido a reducir adicionalmente el riesgo de cola percibido para la zona del euro, y también puede explicar por qué el impacto de las rebajas de calificación crediticia en España (dos niveles por parte de Standard & Poor's, hasta dejarla en BBB– el 10 de octubre) y en Francia (un nivel por parte de Moody's, hasta situarla en Aa1, el 19 de noviembre) fue escaso. En el período analizado también se logró avanzar en el diseño de la unión bancaria y en la reestructuración, resolución y recapitalización del sector bancario español, en línea con el Memorando de Entendimiento acordado después de que el Gobierno solicitara asistencia financiera externa. En el caso de la deuda griega, se ha autorizado el siguiente

Gráfico 25 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 Austria, Finlandia, Francia, Alemania y Países Bajos.

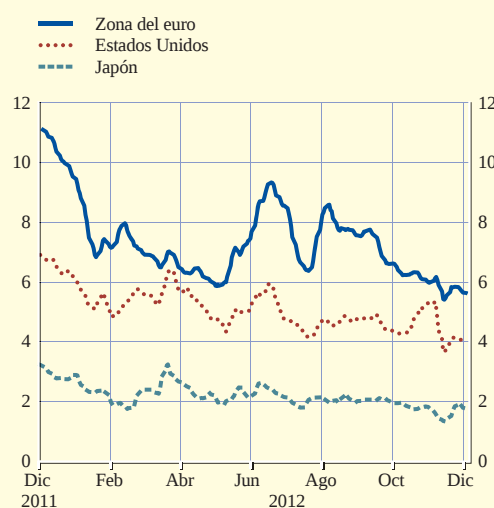
desembolso por parte de la Facilidad Europea de Estabilización Financiera (FEEF), y el Eurogrupo ha establecido un compromiso claro de ayudar al Gobierno griego a reducir su nivel de deuda por debajo del 110% del PIB en 2022. Este compromiso incluye recompras de deuda, una reducción de los tipos de interés y ampliaciones de vencimientos para la facilidad de préstamos a Grecia, así como la devolución por parte de los gobiernos nacionales de fondos equivalentes a los beneficios relacionados con el programa para los mercados de valores, a su discreción y sin ninguna repercusión en la distribución de beneficios de los bancos centrales nacionales, todo ello condicionado a que Grecia lleve a cabo todas las medidas de reforma acordadas. Todas estas medidas han contribuido a mejorar el clima para alcanzar una solución positiva de la crisis de la deuda. En Estados Unidos, la Reserva Federal, en un intento por rebajar los tipos de interés a largo plazo, comenzó a adquirir nuevos valores con garantía hipotecaria de organismos públicos el 13 de septiembre y siguió ampliando el vencimiento de los valores del Tesoro.

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, se mantuvo en la senda de disminución constante que comenzó a principios de agosto (véase gráfico 26). Los niveles de volatilidad implícita registrados al final del período analizado no se habían observado desde mayo de 2011, aunque permanecieron por encima de los existentes antes del comienzo de la crisis y de los observados en Estados Unidos o Japón. No obstante, el descenso en estos dos países fue menor que en la zona del euro, de modo que la diferencia entre ellos disminuyó considerablemente. La caída de las primas de liquidez de la deuda pública alemana y francesa en relación con las de sus respectivos bonos de institutos públicos de financiación constituye otro signo de mejora del clima de los mercados de renta fija de la zona del euro.

Como consecuencia de la evolución positiva en algunos de los países cuyos bonos han estado sometidos a mayor presión durante la crisis de la deuda soberana, así como de la menor volatilidad de los mercados de renta fija, se observó una reducción general de los seguros de riesgo de crédito (CDS) de la deuda soberana y del rendimiento de los bonos en aquellos países más duramente afectados por la crisis. Los tipos de interés de Grecia disminuyeron más de 800 puntos básicos entre finales de agosto y el 5 de diciembre. También se registraron acusadas caídas en los otros países acogidos a programas de asistencia financiera (184 puntos básicos en el caso de Portugal y 147 puntos básicos en el de Irlanda) así como en Italia y España (141 y 148 puntos básicos, respectivamente). Los rendimientos de los bonos de Alemania y de Finlandia fueron los únicos que experimentaron ligeros incrementos, lo que contrajo adicionalmente los diferenciales de la deuda soberana a diez años frente a la deuda soberana alemana en el período analizado, pese a que se mantuvieron muy por encima de los diferenciales observados antes de la crisis de la deuda soberana.

Gráfico 26 Volatilidad implícita de los mercados de deuda pública

(porcentaje; datos diarios)

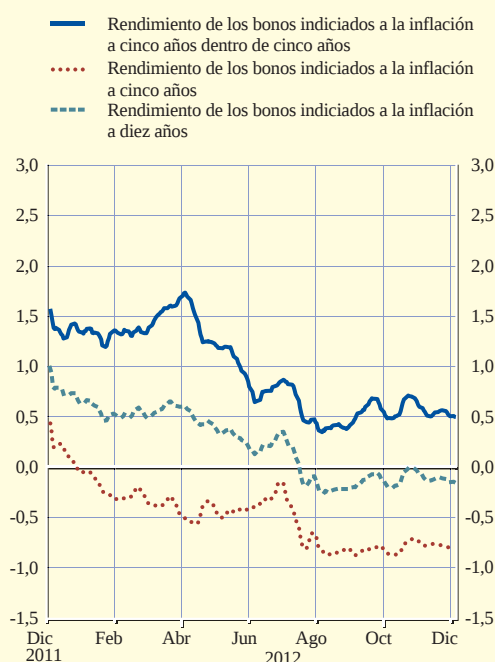


Fuente: Bloomberg.

Notas: La volatilidad implícita de los mercados de renta fija es una medida de la incertidumbre acerca de la evolución a corto plazo (hasta tres meses) de los precios de la deuda pública a diez años de Alemania, y Estados Unidos. Se basa en los valores de mercado de los correspondientes contratos de opciones negociados. Bloomberg utiliza la volatilidad implícita de los precios de ejercicio de opciones de compra y venta «en el dinero» (o próximas a esta situación), utilizando futuros que vencen en el mes siguiente.

Gráfico 27 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)

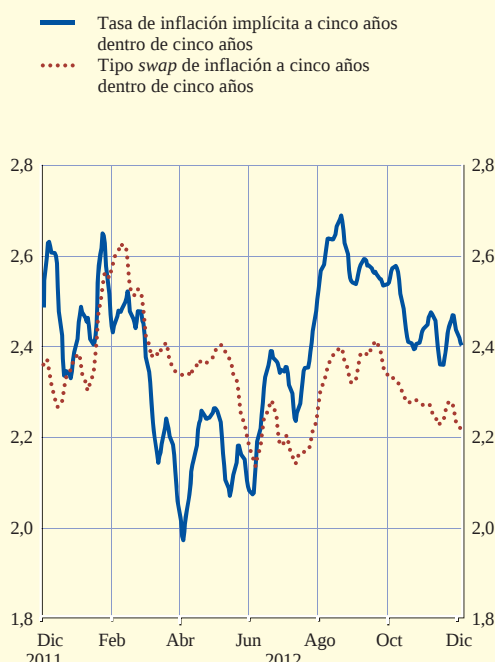


Fuentes: Thomson Reuters y cálculos del BCE.

Notas: Desde finales de agosto de 2011, los tipos reales se calculan como 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 28 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 media ponderada por el PIB de las tasas de inflación implícitas de Francia y Alemania, estimadas por separado. Antes de esa fecha, las tasas de inflación implícitas se calculaban comparando los rendimientos de la curva de rendimientos nominales de la deuda pública de la zona del euro con calificación AAA con una curva combinada de rendimientos reales obtenida a partir de la deuda pública indicia a la inflación de Francia y Alemania.

Los rendimientos de la deuda pública indicia a la inflación de la zona del euro se mantuvieron prácticamente sin variación entre finales de agosto y el 5 de diciembre, y la deuda a cinco y a diez años registró aumentos moderados, de 2 y 5 puntos básicos, respectivamente, lo que supuso unos tipos de interés reales negativos del $-0,8\%$ y del $-0,1\%$, respectivamente (véase gráfico 27). Las perspectivas de persistente atonía de la actividad económica arrastraron a los tipos de interés reales a valores negativos, especialmente en los plazos cortos. En cuanto a los vencimientos a largo plazo, los tipos de interés reales implícitos a cinco años dentro de cinco años de la zona del euro se incrementaron 8 puntos básicos, alcanzando un tipo real positivo próximo al $0,5\%$.

Dada la ligera disminución del rendimiento de los bonos nominales con calificación AAA y el incremento del rendimiento de los bonos indicados a la inflación, los mercados de renta fija señalaron un descenso moderado de la inflación implícita. La tasa de inflación implícita a cinco años dentro de cinco años de la zona del euro se redujo 14 puntos básicos y se situó por debajo del $2,4\%$. Mientras tanto, el tipo swap de inflación con el mismo horizonte temporal también cayó 10 puntos básicos y se situó en un nivel próximo al $2,2\%$ al final del período analizado (véase gráfico 28). En general, teniendo también en cuenta factores específicos de los mercados, los indicadores correspondientes sugieren que las

expectativas de inflación siguen estando firmemente ancladas en niveles acordes con la estabilidad de precios.

La forma de la curva de tipos *forward* a un día de la zona del euro se aplanó ligeramente en el período analizado, lo que indica, posiblemente, que los participantes en los mercados esperan que los tipos de interés a un día se mantengan en niveles bajos durante más tiempo del previsto en agosto (véase gráfico 29).

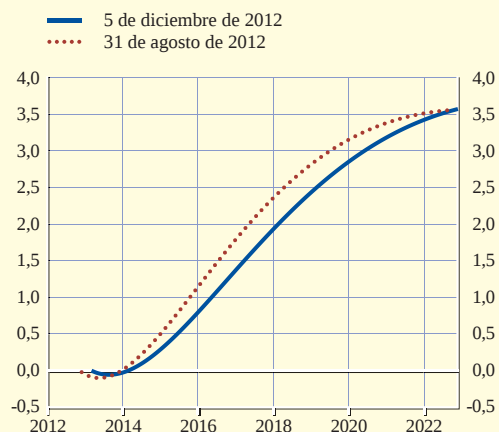
Entre finales de agosto y el 5 de diciembre de 2012, los diferenciales de los valores de renta fija privada con calificación de grado de inversión de la zona del euro (en comparación con el índice Merrill Lynch EMU de deuda pública con calificación AAA) continuaron cayendo en todas las categorías de calificación. Los descensos pueden interpretarse como una reducción de las primas de riesgo, dado que el estrechamiento de los diferenciales fue más pronunciado en el caso de los emisores con calificación crediticia más baja. Además, las caídas de los tipos de interés fueron más acusadas en el caso de las instituciones financieras, cuyos diferenciales han sido significativamente más elevados que los de las sociedades no financieras desde el comienzo de la crisis. Por ejemplo, los diferenciales de los bonos con calificación BBB disminuyeron 184 puntos básicos en el caso de los emisores financieros y 24 puntos básicos en el de las sociedades no financieras. Asimismo, los diferenciales de los emisores financieros con calificación A se redujeron significativamente (38 puntos básicos), mientras que los diferenciales de los emisores no financieros con calificaciones similares aumentaron ligeramente. En conjunto, la evolución reciente de los rendimientos de los valores de renta fija privada sugiere una mejora de las condiciones de financiación en los mercados para las empresas, especialmente del sector financiero.

2.5 MERCADOS DE RENTA VARIABLE

Entre finales de agosto y el 5 de diciembre de 2012, las cotizaciones bursátiles se incrementaron en torno al 6% en la zona del euro, mientras que se mantuvieron prácticamente sin variación en Estados Unidos. Las cotizaciones experimentaron un aumento significativo en ambas áreas económicas en septiembre, tras el anuncio por parte del BCE de las modalidades de ejecución de las Operaciones Monetarias de Compraventa (OMT, en sus siglas en inglés) y el anuncio de nuevas medidas de estímulo monetario en Estados Unidos. En la zona del euro, las iniciativas para reforzar la estabilidad financiera mediante una unión bancaria, los avances en la reestructuración del sector bancario español y el acuerdo sobre el programa de rescate a Grecia favorecieron un clima positivo en los mercados. En Estados Unidos, la amenaza del «precipicio fiscal» influyó negativamente en los precios de las acciones, especialmente en los dos meses transcurridos hasta principios de diciembre. En ambas áreas económicas, las cotizaciones bursátiles del sector financiero superaron a las del sector no financiero en el período analizado. La incertidumbre imperante en los mercados bursátiles, medida por la volatilidad implícita, disminuyó tanto en la zona del euro como en Estados Unidos.

Gráfico 29 Curvas de tipos *forward* a un día de la zona del euro

(porcentajes; datos diarios)



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

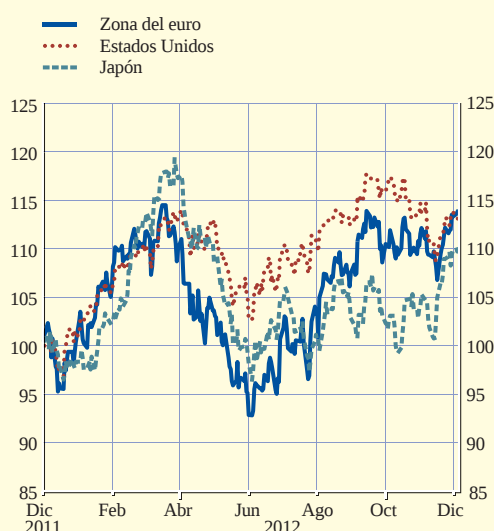
Notas: La curva de tipos *forward* implícitos que se obtiene a partir de la estructura temporal de los tipos de interés de mercado refleja las expectativas del mercado sobre los niveles de los tipos de interés a corto plazo en el futuro. El método utilizado para calcular las citadas curvas se explica 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.

Entre finales de agosto y el 5 de diciembre de 2012, el índice bursátil general subió alrededor del 6% en la zona del euro, mientras que el índice equivalente en Estados Unidos se mantuvo prácticamente sin variación (véase gráfico 30). En la zona del euro, las cotizaciones del sector financiero registraron un alza más acusada (13%) que las del sector no financiero (5%). En Estados Unidos, las cotizaciones bursátiles del sector financiero también superaron a las del sector no financiero y mientras que las primeras se incrementaron aproximadamente el 4%, las segundas disminuyeron ligeramente. En comparación, los índices bursátiles generales del Reino Unido y de Japón se elevaron en torno al 3% y al 7%, respectivamente, en los tres meses transcurridos hasta principios de diciembre. La evolución de los índices bursátiles en la zona del euro y en Estados Unidos se produjo en un entorno marcado por una menor percepción de riesgo, como indica el descenso de la volatilidad implícita de las opciones sobre índices bursátiles (véase gráfico 31).

En la parte inicial del período analizado, las cotizaciones subieron significativamente en ambas áreas económicas, tras el anuncio por parte del BCE de las modalidades de ejecución de las OMT y la sentencia judicial en Alemania relativa al Mecanismo Europeo de Estabilidad (MEDE) a principios de septiembre. Además, las cotizaciones bursátiles se vieron favorecidas por el anuncio de medidas adicionales de estímulo monetario en Estados Unidos. El repunte de los precios de las acciones se detuvo a finales de septiembre, ante las señales contradictorias con respecto a la economía mundial. En Estados Unidos, los mercados de la vivienda mostraron signos de mejora y la economía continuó creciendo en el tercer trimestre de 2012. En la zona del euro, el PIB real disminuyó en el mismo período y los indicadores económicos apuntaban a unas perspectivas débiles. Además, la preocupación por la resolución del inminente «precipicio fiscal» en Estados Unidos influyó en las cotizaciones de este país más avanzado el período.

Gráfico 30 Índices bursátiles

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

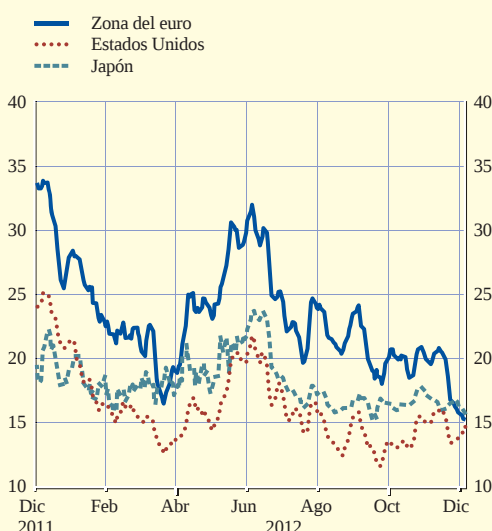


Fuente: Thomson Reuters.

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

Gráfico 31 Volatilidad implícita de los mercados de renta variable

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



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 implícitas 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.

En la zona del euro, las cotizaciones bursátiles siguieron aumentando entre octubre y principios de diciembre, aunque a un ritmo más lento que en la primera mitad de septiembre. El clima positivo de los mercados de la zona fue consecuencia, principalmente, de las medidas tendentes a resolver la crisis de la deuda en la zona del euro, como las iniciativas políticas para reforzar la estabilidad financiera mediante una unión bancaria, los avances en la reestructuración del sector bancario español y el acuerdo sobre el programa de rescate a Grecia. Las rebajas de calificación crediticia de España (por parte de Standard & Poor's en octubre) y de Francia (por parte de Moody's en noviembre) solo tuvieron un impacto limitado en los mercados bursátiles de la zona del euro, ya que, por lo general, los participantes en los mercados ya las esperaban.

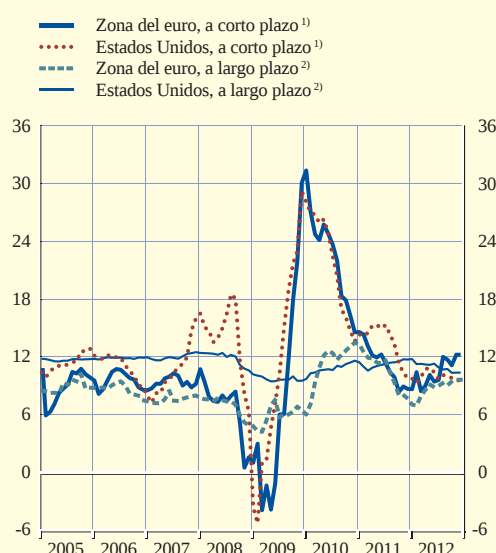
La incertidumbre en los mercados bursátiles, medida por la volatilidad implícita, tendió a disminuir en el período analizado. En la zona del euro cayó 9 puntos porcentuales, del 24 % al 15 %, mientras que en Estados Unidos descendió solo ligeramente, pasando del 16 % al 15 %. El significativo retroceso de la volatilidad implícita observado en los mercados bursátiles de la zona del euro debe valorarse a la luz de las medidas mencionadas tendentes a resolver la crisis de la deuda en la zona del euro y del resultante repunte de las cotizaciones. Aunque la volatilidad implícita continúa siendo algo más baja en Estados Unidos que en la zona del euro, en ambas áreas monetarias los niveles de volatilidad actuales son bajos en términos históricos.

Los subíndices sectoriales de los mercados de renta variable de la zona del euro registraron subidas en los tres meses transcurridos hasta el 5 de diciembre, salvo en los sectores de petróleo y gas, telecomunicaciones, y agua, gas y electricidad (véase cuadro 4). En relación con el índice general de la zona del euro, que aumentó un 6 % en el período de referencia, las alzas fueron especialmente señaladas en los sectores financiero y tecnológico, cuyas acciones avanzaron alrededor del 13 % y del 11 %, respectivamente. Parece que las ganancias que experimentaron las cotizaciones del sector financiero se vieron favorecidas por el anuncio por parte del BCE de las modalidades de ejecución de las OMT, las iniciativas políticas para reforzar la estabilidad financiera mediante una unión bancaria y los avances en la reestructuración del sector bancario español. En Estados Unidos, donde el índice general se mantuvo prácticamente sin cambios en el período analizado, las variaciones que experimentaron los subíndices sectoriales fueron relativamente escasas, oscilando entre el -3 % y el 3 %. La única excepción fue el sector tecnológico, cuyas cotizaciones cayeron más del 8 %.

En cuanto a las empresas de la zona del euro (tanto del sector financiero como no financiero) que integran el índice Dow Jones EURO STOXX, los datos sobre beneficios muestran que la tasa de crecimiento negativa de los beneficios reales, calculada

Gráfico 32 Crecimiento esperado de los beneficios empresariales por acción en Estados Unidos y en la zona del euro

(porcentajes; datos mensuales)



Fuentes: Thomson Reuters y cálculos del BCE.

Notas: Crecimiento esperado de los beneficios de las empresas del índice Dow Jones EURO STOXX para la zona del euro y del índice Standard & Poor's 500 para Estados Unidos.

1) «A corto plazo» se refiere a las expectativas de los analistas respecto a los beneficios en los próximos doce meses (tasas de crecimiento interanual).

2) «A largo plazo» se refiere a las expectativas de los analistas respecto a los beneficios en los próximos tres a cinco años (tasas de crecimiento interanual).

Cuadro 4 Variación de los precios del índice Dow Jones EURO STOXX, por sectores económicos

(porcentajes de los precios a fin de período)

	EURO STOXX	Materias primas	Servicios de consumo	Bienes de consumo	Petróleo y gas	Financiero	Sanidad	Industrial	Tecno- logía	Tele- comuni- caciones	Agua, gas, electric.
Participación del sector en la capitalización bursátil											
(datos a fin de período)	100,0	10,8	6,9	17,6	7,4	21,3	6,2	14,8	4,9	4,2	6,0
Variación de los precios											
(datos a fin de período)											
III 2011	-23,1	-28,9	-17,4	-20,0	-19,1	-30,9	-9,2	-27,4	-15,9	-14,4	-18,5
IV 2011	5,1	13,1	5,6	9,1	18,6	-1,8	11,3	6,5	1,9	-3,6	-4,3
I 2012	9,5	14,2	5,2	15,3	1,4	11,3	5,5	12,7	21,6	-5,0	1,3
II 2012	-8,4	-8,3	-5,3	-4,6	-9,3	-13,7	5,0	-8,5	-16,1	-10,6	-8,2
III 2012	7,9	13,2	8,3	5,7	7,7	12,0	7,4	6,5	10,8	-1,0	2,1
Octubre 2012	1,6	-1,9	3,0	1,7	1,0	4,9	0,5	2,7	1,6	-6,1	0,8
Noviembre 2012	2,7	4,6	3,9	5,2	0,2	3,5	1,1	3,0	8,1	-2,7	-7,0
31 ago. 12-5 dic. 12	6,1	7,6	7,9	5,6	-0,8	13,2	5,4	7,3	10,5	-9,5	-3,9

Fuentes: Thomson Reuters y cálculos del BCE.

para los doce meses anteriores, se redujo ligeramente en el período analizado, pasando de aproximadamente el -12 % en septiembre a alrededor del -8 % en noviembre. Los beneficios de los sectores financiero, de telecomunicaciones y tecnológico, en especial, continuaron cayendo, mientras que los beneficios de las empresas de los sectores industrial y de bienes de consumo registraron un crecimiento positivo durante el período de referencia. En general, el crecimiento de los beneficios por acción previsto por los participantes en los mercados para los próximos doce meses se mantuvo estable, en torno al 12 %, mientras que el crecimiento esperado a largo plazo de dichos beneficios se incrementó levemente, pasando de alrededor de 9 % en septiembre hasta aproximadamente el 10 % en noviembre (véase gráfico 32).

2.6 FLUJOS DE FINANCIACIÓN Y POSICIÓN FINANCIERA DE LAS SOCIEDADES NO FINANCIERAS

Entre julio y octubre de 2012, el coste real de la financiación de las sociedades no financieras de la zona del euro se redujo, reflejando el descenso generalizado registrado en todas las subcategorías, pero en especial en el coste de los valores de renta fija. En cuanto a los flujos de financiación, el crecimiento interanual del crédito bancario otorgado a las sociedades no financieras volvió a contraerse en el tercer trimestre de 2012. La tímida evolución de los préstamos fue atribuible a la debilidad de la demanda, a las duras condiciones de concesión del crédito bancario y a la sustitución de los préstamos bancarios por fuentes de financiación alternativas, como los valores de renta fija, que volvieron a aumentar en el trimestre citado.

CONDICIONES DE FINANCIACIÓN

El coste real de la financiación externa de las sociedades no financieras de la zona del euro, calculado mediante la ponderación del coste de distintas fuentes de financiación a partir de sus saldos vivos, corregido de efectos de valoración, registró una disminución adicional de 23 puntos básicos entre julio y octubre de 2012, situándose en torno al 3,1 % (véase gráfico 33). Esta caída del coste real total de la financiación fue generalizada en todas las subcategorías y fue especialmente acusada en el caso del coste de los valores de renta fija, que se contrajo 56 puntos básicos en el período analizado. Los tipos de interés reales de los préstamos a largo plazo otorgados a las sociedades no financieras se redujeron 28 puntos básicos entre julio y octubre, hasta situarse en el 1,3 %, y los de los préstamos a corto plazo descendieron 18 puntos básicos, hasta el 0,9 %. El coste real de la emisión de acciones también bajó

ligeramente, 16 puntos básicos, hasta situarse en el 7,2%. Los datos más recientes indican que el coste real de los valores de renta fija volvió a disminuir en noviembre, aproximadamente 20 puntos básicos, hasta situarse en el 1 %, mientras que el coste real de las acciones no varió. Desde una perspectiva de más largo plazo, en noviembre de 2012 el coste real total de la financiación de las sociedades no financieras de la zona del euro continuó siendo bajo en términos históricos para todas las fuentes de financiación que se muestran en el gráfico 33, con la excepción del coste real de las acciones.

En el período comprendido entre julio y octubre de 2012, los tipos de interés nominales que aplican las IFM a los nuevos préstamos concedidos a las sociedades no financieras disminuyeron para todos los importes y plazos de vencimiento (véase cuadro 5). Más concretamente, los tipos de interés a corto plazo aplicados a los créditos de más de un millón de euros se redujeron 18 puntos básicos, y los aplicados a los créditos de hasta un millón de euros cayeron 19 puntos básicos. Los tipos de interés aplicados por las IFM a los préstamos a largo plazo descendieron algo más que los de los préstamos a corto plazo, 29 puntos básicos en el caso de los créditos de más de un millón de euros y 30 puntos básicos en el de los créditos de hasta un millón de euros. La caída general de los tipos de interés de los préstamos concedidos a las sociedades no financieras refleja la transmisión de los recortes previos de los tipos de interés oficiales del BCE y la efectividad de las medidas no convencionales adoptadas por esta institución para hacer frente a las restricciones de financiación de las entidades de crédito, aunque la disparidad entre países siguió siendo alta. Durante el período de referencia, los tipos de interés a tres meses del mercado monetario disminuyeron 19 puntos básicos, mientras que los rendimientos de la deuda pública a siete años aumentaron 6 puntos básicos en la zona del euro en su conjunto (véase nota del cuadro 5). Además, el diferencial de tipos entre los créditos de más de un millón de euros y los créditos hasta ese importe se mantuvo relativamente estable, en general, en el tercer trimestre de 2012, tanto en el caso de los préstamos a corto como a largo plazo.

Cuadro 5 Tipos de interés aplicados por las IFM a los nuevos préstamos a sociedades no financieras

(porcentajes; puntos básicos)

							Variaciones en puntos básicos hasta octubre de 2012 ¹⁾		
	III 2011	IV 2011	I 2012	II 2012	Sep 2012	Oct 2012	Jul 2011	Jul 2012	Sep 2012
Tipos de interés aplicados por las IFM									
Descubiertos en cuenta de las sociedades no financieras	4,40	4,47	4,39	4,19	3,96	3,96	-31	-11	0
Préstamos a las sociedades no financieras hasta un millón de euros									
A tipo flexible y hasta un año de fijación del tipo inicial	4,18	4,44	4,20	4,08	3,87	3,93	-16	-19	6
Más de cinco años de fijación del tipo inicial	4,19	4,17	4,21	4,00	3,64	3,58	-87	-30	-6
Préstamos a las sociedades no financieras de más de un millón de euros									
A tipo flexible y hasta un año de fijación del tipo inicial	2,91	3,16	2,52	2,56	2,21	2,22	-77	-18	1
Más de cinco años de fijación del tipo inicial	3,68	3,74	3,46	3,28	3,01	3,04	-67	-29	3
Pro memoria									
Tipo de interés a tres meses del mercado monetario	1,55	1,36	0,78	0,65	0,22	0,20	-141	-19	-2
Rendimiento de la deuda pública a dos años	0,74	0,41	0,39	0,27	0,07	0,09	-123	11	2
Rendimiento de la deuda pública a siete años	1,96	2,08	1,90	1,69	1,26	1,28	-122	6	2

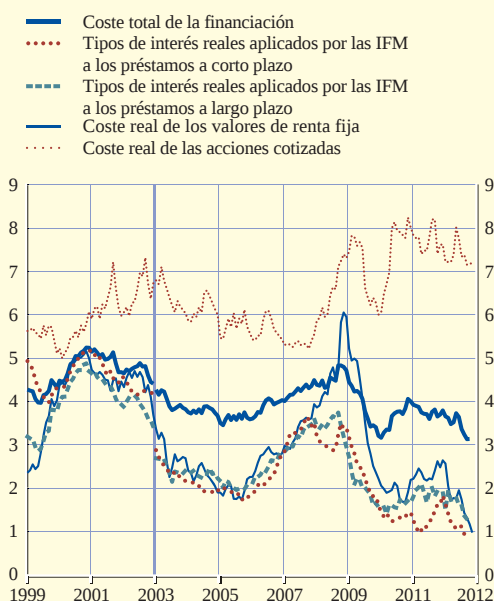
Fuente: BCE.

Nota: Los rendimientos de la deuda pública se refieren a los rendimientos de los bonos de la zona del euro basados en los datos del BCE sobre los bonos con calificación AAA, (basados en calificaciones crediticias de Fitch), que actualmente incluyen bonos de Austria, Finlandia, Francia, Alemania y Países Bajos.

1) Pueden producirse discrepancias, debido al redondeo.

Gráfico 33 Coste real de la financiación externa de las sociedades no financieras de la zona del euro

(porcentajes; datos mensuales)

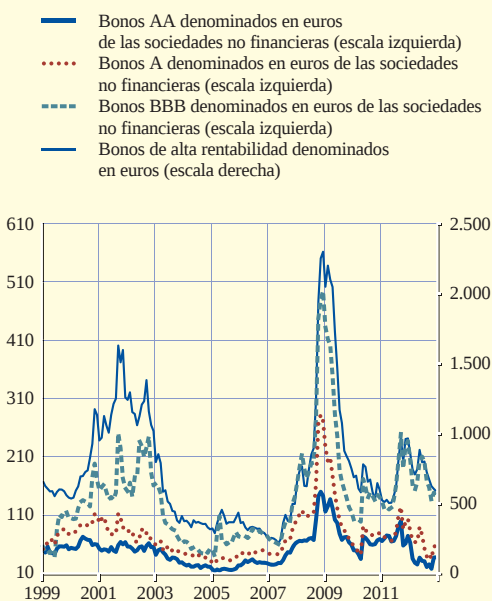


Fuentes: BCE, Thomson Reuters, Merrill Lynch y Consensus Economics Forecasts.

Notas: El coste real de la financiación externa de las sociedades no financieras se calcula como la media ponderada del coste de los préstamos bancarios, el coste de los valores distintos de acciones y el coste de las acciones, basados en sus respectivos saldos vivos y deflactados por las expectativas de inflación (véase el recuadro titulado «Medida del coste real de la financiación externa de las sociedades no financieras de la zona del euro» *Boletín Mensual*, BCE, marzo de 2005). La armonización de los tipos de interés aplicados por las IFM a los préstamos introducida a principios de 2003 provocó una ruptura en las series estadísticas. 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 resultantes de la aplicación de los Reglamentos BCE/2008/32 y BCE/2009/7 (por el que se modifica el Reglamento BCE/2001/18).

Gráfico 34 Diferenciales de los valores de renta fija de las sociedades no financieras

(puntos básicos; medias mensuales)



Fuentes: Thomson Reuters y cálculos del BCE.

Nota: Los diferenciales de los valores de renta fija se calculan en relación con los rendimientos de la deuda pública con calificación crediticia AAA.

Los diferenciales entre los rendimientos de los valores de renta fija de las sociedades no financieras y los de la deuda pública se estrecharon entre julio y noviembre de 2012 en el caso de los valores con calificación crediticia intermedia y los valores de alta rentabilidad, mientras que se ampliaron ligeramente en el de los valores de renta fija privada con calificación más alta (véase gráfico 34). Esta evolución fue consecuencia de la mejora general de la confianza de los mercados financieros durante dicho período. Los diferenciales de los valores de renta fija privada de alta rentabilidad y con calificación BBB se contrajeron en torno a 200 y 50 puntos básicos, respectivamente, durante el período analizado, mientras que los de los bonos con calificación AA y A se incrementaron 6 y 4 puntos básicos, respectivamente. El descenso de los diferenciales fue particularmente acusado en agosto, después de que el BCE anunciara medidas no convencionales adicionales (las OMT).

FLUJOS DE FINANCIACIÓN

La rentabilidad de las sociedades no financieras de la zona del euro continuó disminuyendo entre septiembre y noviembre de 2012, aunque a un ritmo más lento. La tasa de crecimiento interanual de los beneficios por acción de las sociedades no financieras cotizadas de la zona del euro aumentó desde el -7,9% en septiembre hasta el -3,7% en noviembre de 2012, lo que marca un punto de inflexión en este

Gráfico 35 Beneficios por acción de las sociedades no financieras cotizadas de la zona del euro

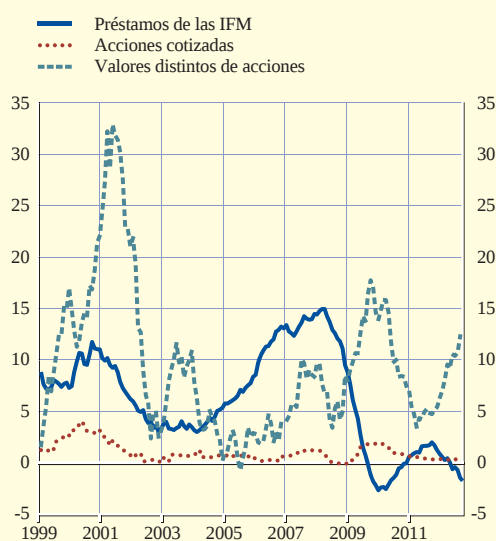
(tasas de variación interanual; datos mensuales)



Fuentes: Thomson Reuters y cálculos del BCE.

Gráfico 36 Financiación externa bancaria y en los mercados de las sociedades no financieras

(tasas de variación interanual)



Fuente: BCE.

Nota: Las acciones cotizadas están denominadas en euros.

indicador, después de que el crecimiento de los beneficios por acción registrara caídas desde mediados de 2011 (véase gráfico 35). De cara al futuro, los participantes en los mercados esperan una nueva mejora en los próximos meses.

En cuanto a la financiación externa, la tasa de crecimiento interanual de los préstamos de las IFM a las sociedades no financieras volvió a disminuir en octubre, situándose en el $-1,8\%$. Por una parte, las débiles perspectivas económicas y la escasa confianza empresarial afectó a la demanda de préstamos bancarios, que también se vio frenada por la disponibilidad de fondos internos y de fuentes de financiación externa alternativas (como los valores distintos de acciones). Por otra parte, las duras condiciones del crédito bancario en los países con dificultades financieras continuaron obstaculizando la oferta de crédito a la economía real. Hasta cierto punto, el aumento de la emisión de valores distintos de acciones compensó el descenso de la tasa de crecimiento de los préstamos otorgados por las IFM a las sociedades no financieras en el mismo período, lo que apunta a una sustitución de la financiación bancaria por la financiación en los mercados (véase gráfico 36). La tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones emitidos por las sociedades no financieras se aceleró y pasó del $10,7\%$ en agosto de 2012 al $12,3\%$ en septiembre, debido principalmente a la intensa emisión de valores distintos de acciones a largo plazo y a tipo de interés fijo por parte de las sociedades no financieras, mientras que la emisión de valores distintos de acciones a corto plazo y de valores distintos de acciones a largo plazo financiados a tipos de interés variables se mantuvo contenida. Durante ese mismo período, la tasa de crecimiento interanual de la emisión de acciones cotizadas por parte de las sociedades no financieras permaneció prácticamente sin variación en un nivel bajo¹.

1 Las cuentas de la zona del euro, que incluyen datos hasta el segundo trimestre de 2012, ofrecen una visión más amplia de las fuentes y los destinos de los fondos (incluidos, entre otros, la financiación mediante acciones no cotizadas y el crédito comercial, así como la financiación bancaria y en los mercados). Véase el recuadro titulado «Cuentas integradas de la zona del euro del segundo trimestre de 2012», *Boletín Mensual*, BCE, noviembre de 2012.

Cuadro 6 Financiación de las sociedades no financieras

(tasas de variación; fin de trimestre)

	Tasas de crecimiento interanual				
	2011 III	2011 IV	2012 I	2012 II	2012 III
Préstamos de IFM	1,7	1,2	0,3	-0,6	-1,5
Hasta un año	4,0	2,0	-0,3	-1,6	-2,0
De uno a cinco años	-3,0	-2,5	-3,1	-2,7	-4,1
Más de cinco años	2,3	2,1	1,6	0,5	-0,4
Valores distintos de acciones	4,8	5,4	8,0	10,5	12,3
A corto plazo	18,8	16,8	12,9	28,8	1,4
A largo plazo, de los cuales ¹⁾	3,4	4,4	7,5	8,7	13,5
A tipo fijo	4,3	5,0	8,1	9,5	14,3
A tipo variable	-3,9	-1,2	-1,7	-1,6	1,3
Acciones cotizadas	0,3	0,4	0,3	0,3	0,4
Pro memoria ²⁾					
Total financiación	2,6	2,1	2,2	1,7	-
Préstamos a sociedades no financieras	2,2	2,3	1,9	1,1	-
Reservas técnicas de seguro ³⁾	1,0	1,4	1,4	1,3	-

Fuentes: BCE, Eurostat y cálculos del BCE.

Notas: Los datos de este cuadro (con la excepción de los presentados en la pro memoria) figuran en las estadísticas monetarias y bancarias y en las de emisiones de valores. Pueden surgir pequeñas divergencias con respecto a los datos que se recogen en las estadísticas de las cuentas financieras, principalmente como consecuencia de diferencias en los métodos de valoración.

1) La suma de los valores distintos de acciones a tipo fijo y a tipo variable puede no coincidir con el total de valores distintos de acciones a largo plazo, porque los valores a largo plazo con cupón cero, que incluyen los efectos de valoración, no se muestran por separado en este cuadro.

2) Datos procedentes de las cuentas trimestrales europeas por sectores. La financiación total de las sociedades no financieras incluye préstamos, valores distintos de acciones, acciones y otras participaciones, reservas técnicas de seguro, otras cuentas pendientes de pago y derivados financieros.

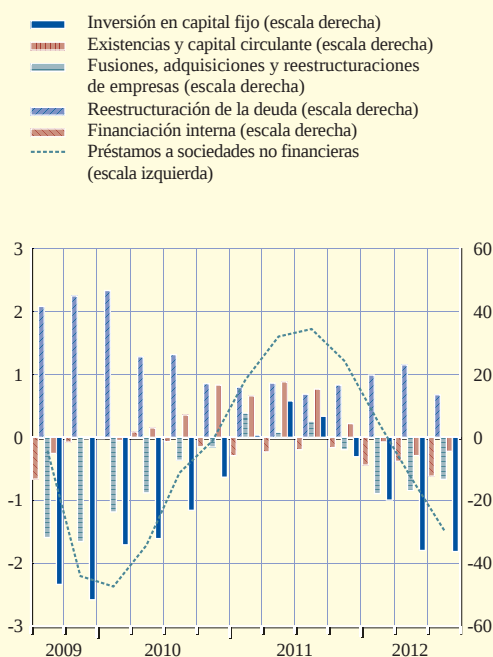
3) Incluye las reservas de los fondos de pensiones.

La tasa de crecimiento interanual de los préstamos bancarios concedidos a las sociedades no financieras cayó nuevamente, hasta el -1,5%, en el tercer trimestre de 2012 y reflejó la disminución registrada en todos los plazos (véase cuadro 6). Mientras que la tasa de crecimiento interanual de los préstamos a corto plazo (con plazo de vencimiento de hasta un año) y de los préstamos a medio plazo (con vencimiento a más de un año y hasta cinco años) permaneció en terrero negativo en el tercer trimestre, la de los préstamos a largo plazo (más de cinco años) pasó a ser negativa por primera vez desde el comienzo de la serie en 1998.

Los resultados de la encuesta sobre préstamos bancarios en la zona del euro correspondientes al tercer trimestre de 2012 mostraron un descenso de la demanda neta de préstamos por parte de las sociedades no financieras más acusado que en el segundo trimestre de 2012 (véase gráfico 37). Como en trimestres anteriores, la disminución de la necesidad de financiar la inversión en capital fijo fue el factor que más contribuyó a que la demanda neta de préstamos por parte de las empresas fuera negativa. Al mismo tiempo, la nueva caída de la demanda neta fue atribuible, principalmente, a la contracción de las necesidades de financiación de fusiones y adquisiciones y de existencias y capital circulante. La utilización de otras fuentes de financiación externa, como los valores de renta fija o las acciones, también contribuyó a que la contracción neta de la demanda de préstamos fuera más pronunciada. Según las entidades encuestadas, el retroceso de la demanda neta de préstamos fue similar en el caso de las pequeñas y medianas empresas y en el de las grandes empresas. Asimismo, el endurecimiento neto de los criterios de aprobación de los préstamos a las sociedades no financieras aumentó en el tercer trimestre de 2012, impulsado, sobre todo, por la percepción de riesgos, especialmente en relación con el deterioro de las expectativas de la actividad económica y los riesgos asociados a sectores concretos. En cambio, el impacto de los costes de financiación de las entidades de crédito y de los problemas de disponibilidad de fondos se moderó, reflejando los avances conseguidos para reforzar el nivel de capital de las entidades así como la mejora del clima de los mercados financieros en el tercer trimestre de 2012. De cara al

Gráfico 37 Crecimiento de los préstamos y factores que contribuyen a la demanda de préstamos de las sociedades no financieras

(tasas de variación interanual; porcentajes netos)

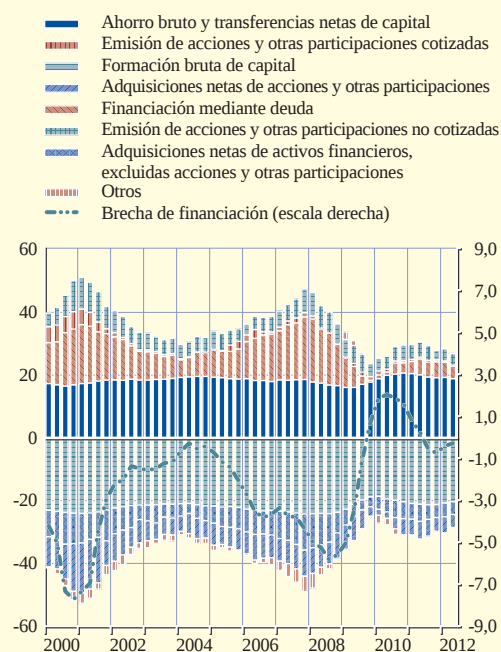


Fuente: BCE.

Notas: Los porcentajes netos se refieren a 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.

Gráfico 38 Ahorro, financiación e inversión de las sociedades no financieras

(sumas móviles de cuatro trimestres; porcentajes del valor añadido bruto)



Fuente: Cuentas de la zona del euro.

Notas: La «financiación mediante deuda» incluye préstamos, valores distintos de acciones y reservas de los fondos de pensiones. «Otros» incluye derivados financieros, otras cuentas pendientes de pago/cobro compensadas y ajustes. Los préstamos entre empresas relacionadas se compensan. La brecha de financiación es la capacidad/necesidad de financiación del sector, que básicamente es la diferencia entre el ahorro bruto y la formación bruta de capital.

cuarto trimestre de 2012, las entidades de crédito esperan un grado de endurecimiento neto de los criterios de aprobación de los préstamos a empresas algo más bajo, así como una contracción considerablemente menor de la demanda neta de préstamos por parte de las empresas.

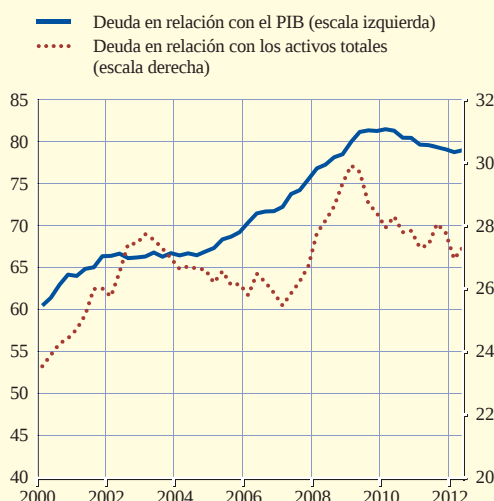
La brecha de financiación (o necesidad de financiación) de las sociedades no financieras, es decir, la diferencia entre sus fondos internos (ahorro bruto) y su formación bruta de capital, en relación con el valor añadido bruto generado por ellas, se mantuvo prácticamente sin variación, en el $-0,3\%$, en el segundo trimestre de 2012 (véase gráfico 38). Esta brecha permaneció en niveles relativamente reducidos en términos históricos, después de un período en el que las sociedades no financieras incluso tuvieron capacidad de financiación tras la crisis financiera, lo que reflejó, sobre todo, la escasa formación de capital de este sector, mientras que su ahorro bruto se mantuvo en línea con su media histórica desde 2000.

POSICIÓN FINANCIERA

El endeudamiento de las sociedades no financieras se mantuvo prácticamente sin variación en el segundo trimestre de 2012. La deuda en relación con el PIB se estabilizó en el 79% , mientras que la deuda en relación con el excedente bruto de explotación se incrementó ligeramente y se situó en el 402% en dicho trimestre (frente al 398% del primer trimestre; véase gráfico 39). La ratio de deuda sobre activos totales, que fue del 27% , apenas se modificó en el segundo trimestre. Parece que el proceso de desapalancamiento

Gráfico 39 Ratios de deuda del sector de sociedades no financieras

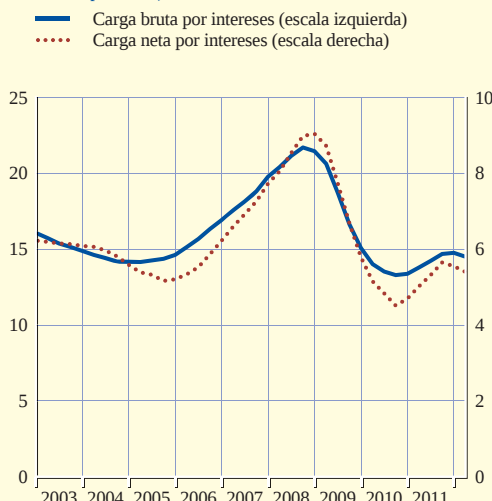
(porcentajes)



Fuentes: BCE, Eurostat y cálculos del BCE.
 Notas: Los datos sobre deuda proceden de las cuentas trimestrales europeas por sectores. Incluyen préstamos (excluyendo los préstamos entre empresas relacionadas), valores distintos de acciones y reservas de los fondos de pensiones.

Gráfico 40 Carga por intereses de las sociedades no financieras

(suma móvil de cuatro trimestres; en porcentaje del excedente bruto de explotación)



Fuente: BCE.
 Nota: La carga neta por intereses se define como la diferencia entre los pagos y los ingresos por intereses de las sociedades no financieras, en relación con su excedente bruto de explotación.

de este sector, que comenzó en el período 2009-2010, perdió algo de fuerza a partir de mediados del año pasado y se detuvo en el segundo trimestre de 2012, debido, sobre todo, a la contracción de la actividad y de los precios de los activos, factores que afectan al denominador de la ratio de deuda sobre activos totales. La carga bruta por intereses de las sociedades no financieras experimentó una leve disminución en el tercer trimestre de 2012 y se situó en el 14,5% en relación con su excedente bruto de explotación (véase gráfico 40). La caída con respecto al máximo registrado en el primer trimestre de 2009 (21,5%) fue consecuencia del descenso del nivel de tipos de interés y de la reducción progresiva de las ratios de endeudamiento de las sociedades no financieras.

2.7 FLUJOS DE FINANCIACIÓN Y POSICIÓN FINANCIERA DEL SECTOR HOGARES

Las condiciones de financiación de los hogares de la zona del euro en el tercer trimestre y en octubre de 2012 se caracterizaron por una nueva disminución progresiva de los tipos de interés de los préstamos bancarios. Esta evolución se debió a la transmisión de la reducción de los tipos de interés oficiales del BCE, así como a la menor fragmentación de los mercados financieros de la zona tras el anuncio por parte de esta institución de las Operaciones Monetarias de Compraventa (OMT, en sus siglas en inglés). Sin embargo, dichas condiciones de financiación continuaron mostrando una heterogeneidad considerable entre países. La tasa de crecimiento interanual de los préstamos otorgados por las IFM a los hogares, ajustados de ventas y titulizaciones, se contrajo hasta el 1% en el tercer trimestre, antes de volver a descender y situarse en el 0,8% en octubre. Por tanto, los datos más recientes siguen apuntando a una evolución contenida del endeudamiento de este sector, que refleja, en parte, la necesidad de los hogares de reducir su deuda en algunos países. Según las estimaciones, la deuda en relación con la renta bruta disponible de este sector aumentó ligeramente en el tercer trimestre, mientras que la carga por intereses apenas varió.

CONDICIONES DE FINANCIACIÓN

Los costes de financiación del sector hogares de la zona del euro volvieron a disminuir en el tercer trimestre y en octubre de 2012, lo que siguió debiéndose a la transmisión de los recortes de los tipos de interés oficiales del BCE. A escala de la zona del euro, las reducciones de los tipos de interés de los préstamos a hogares fueron generalizadas en todas las categorías de préstamo. No obstante, continuó observándose una disparidad considerable entre los distintos países.

En general, los tipos de interés aplicados por las IFM a los nuevos préstamos para adquisición de vivienda y a los nuevos préstamos para consumo disminuyeron en el período analizado. Los diferenciales entre los tipos de interés aplicados a la clientela y los tipos de mercado se estrecharon en el período comprendido entre agosto y octubre, tras registrar un máximo en julio.

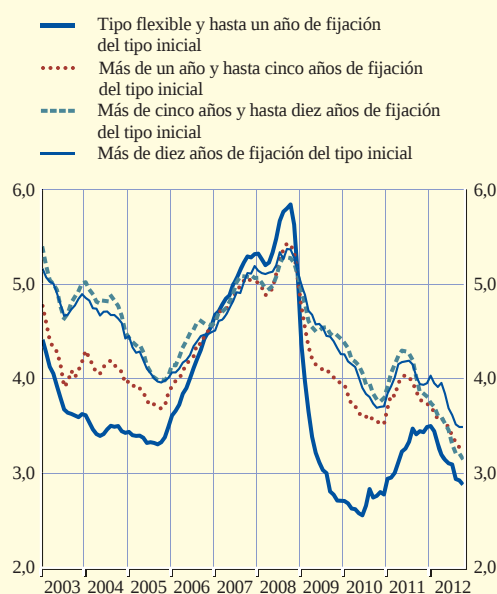
Por lo que respecta a los tipos de interés de los nuevos préstamos para adquisición de vivienda, se observó una reducción en el tercer trimestre y en octubre para todos los períodos de fijación del tipo inicial, que fue más acusada en el caso de los préstamos de más de diez años de fijación del tipo inicial (véase gráfico 41). Para los demás períodos de fijación del tipo inicial, la disminución de los tipos fue similar. A pesar de la caída de los tipos de interés de los préstamos hipotecarios de más de cinco años y hasta diez años de fijación del tipo inicial y de más de diez años de fijación del tipo inicial, los hogares no redujeron su exposición a futuras variaciones de los tipos de interés, como muestra el hecho de que la proporción de préstamos a tipo flexible o hasta un año de fijación del tipo inicial con respecto al volumen total de nuevos préstamos se mantuviera casi sin variación en el entorno del 30 % en el tercer trimestre.

En cuanto a los nuevos préstamos para consumo, los tipos de interés de los préstamos de hasta un año de fijación del tipo inicial aumentaron ligeramente, mientras que los aplicados a los préstamos con un período de fijación del tipo inicial más largo se redujeron. Los tipos de interés de los otros préstamos a hogares descendieron, independientemente del período de fijación del tipo inicial.

Los resultados de la encuesta sobre préstamos bancarios de octubre de 2012 muestran que el endurecimiento neto de los criterios de aprobación de los préstamos a hogares para adquisición de vivienda por parte de las entidades de crédito de la zona del euro se mantuvo estable en el tercer trimestre de 2012, mientras que disminuyó levemente en el caso de los préstamos para consumo y otros préstamos. (Para obtener más información, véase el recuadro titulado «Resultados de la encuesta sobre préstamos bancarios en la zona del euro correspondiente al tercer trimestre de 2012», en el Boletín Mensual de noviembre). Esta evolución fue consecuencia de la mejora de la situación de financiación de las entidades de crédito, asociado a la menor fragmentación de los mercados financieros.

Gráfico 41 Tipos de interés aplicados por las IFM a los préstamos a hogares para adquisición de vivienda

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



Fuente: BCE.

Los márgenes de las entidades de crédito sobre los préstamos ordinarios y los de mayor riesgo concedidos a los hogares se redujeron ligeramente en el tercer trimestre, tras haber aumentado en trimestres anteriores. Asimismo, se indicó que la demanda de préstamos para adquisición de vivienda y de crédito al consumo por parte de los hogares había vuelto a descender.

FLUJOS DE FINANCIACIÓN

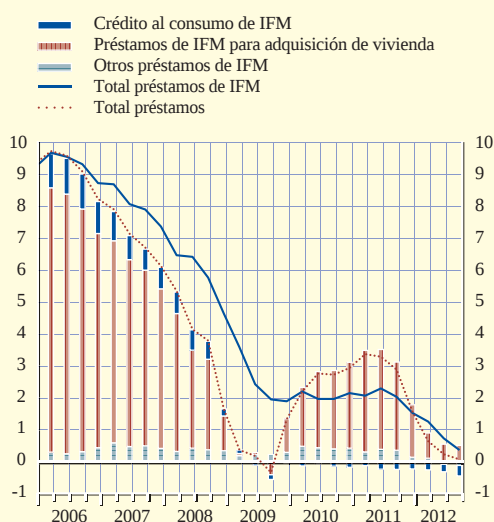
El total de préstamos concedidos a los hogares de la zona del euro continuó siendo reducido en el segundo trimestre de 2012 (el último trimestre para el que se dispone de datos procedentes de las cuentas de la zona del euro), debido a la floja actividad crediticia de las IFM. En consecuencia, la tasa de crecimiento interanual del total de préstamos otorgados a este sector disminuyó hasta situarse en el 0,7%, frente al 1,3% del trimestre anterior. Las estimaciones correspondientes al tercer trimestre de 2012 apuntan a una moderación adicional del crecimiento interanual del total de préstamos a hogares (véase gráfico 42). La tasa de crecimiento interanual del crédito total concedido por las IFM a este sector (sin ajustar de ventas y titulizaciones) cayó considerablemente y se situó en el 0,4% en el segundo trimestre, frente al 1,2% del trimestre precedente. La tasa de crecimiento interanual de los préstamos concedidos por instituciones distintas de IFM a los hogares descendió hasta el 3,6%, desde el 4,8% del trimestre anterior.

Si se consideran los datos de las IFM ya disponibles se observa que el crecimiento de los préstamos a hogares volvió a contraerse en el tercer trimestre y en octubre de 2012. La tasa de crecimiento interanual de los préstamos de las IFM a los hogares ajustada por el impacto de las ventas y titulizaciones se situó en el 1% en el tercer trimestre, frente al 1,4% del trimestre anterior, antes de registrar una disminución adicional y situarse en el 0,8% en octubre (para más detalles, véase la sección 2.1). Esta evolución oculta una disparidad significativa entre países, que fue consecuencia no solo de los distintos grados de endeudamiento, que se tradujeron en diferentes necesidades de apalancamiento, sino también de la distinta capacidad y disposición de las entidades de crédito para facilitar financiación.

El detalle de los préstamos según su finalidad refleja que la tasa de crecimiento interanual de los préstamos para adquisición de vivienda concedidos por las IFM, ajustados de ventas y titulizaciones, cayó hasta el 1,7% en octubre (frente al 1,9% de junio), continuando así la tendencia a la baja observada desde mediados de 2011. Esta evolución fue atribuible a los reducidos flujos mensuales (ajustados) que volvieron a registrar los préstamos hipotecarios en los últimos meses. Sin embargo, los préstamos para adquisición de vivienda siguieron representando la mayor parte del crédito otorgado por las IFM a los hogares. De hecho, todas las demás categorías de préstamos a hogares continuaron disminuyendo, reflejando tasas de crecimiento interanual cada vez más negativas.

Gráfico 42 Total de préstamos concedidos a los hogares

(tasas de variación interanual; contribuciones en puntos porcentuales; fin de trimestre)



Fuente: BCE.

Notas: El total de préstamos comprende los préstamos a hogares concedidos por todos los sectores institucionales, incluido el resto del mundo. El total de préstamos concedidos a los hogares en el tercer trimestre de 2012 se ha estimado a partir de las operaciones que figuran en las estadísticas monetarias y bancarias. Para más información sobre las diferencias en el cálculo de las tasas de crecimiento entre préstamos de las IFM y total de préstamos, véanse las notas técnicas pertinentes.

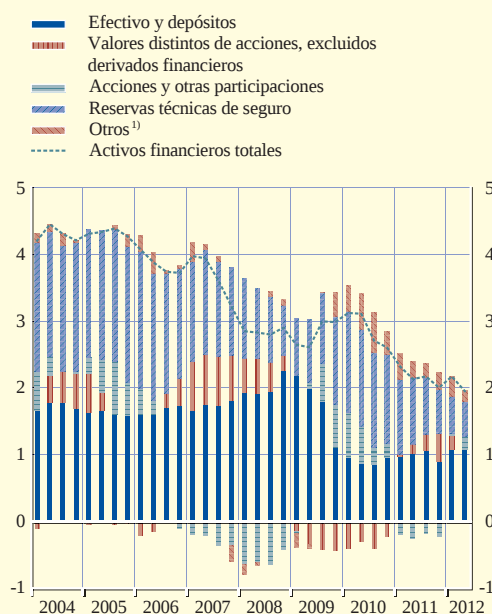
La tasa de crecimiento interanual de otros préstamos se situó en el $-0,6\%$ en octubre (frente al $-0,5\%$ de junio), mientras que la del crédito al consumo fue del $-2,8\%$ (frente al -2% de junio).

Si se consideran las causas subyacentes de la debilidad del crecimiento del crédito de las IFM a los hogares, la encuesta sobre préstamos bancarios de octubre de 2012 puso de manifiesto una nueva contracción, en términos netos, de la demanda de préstamos para adquisición de vivienda y de crédito al consumo en el tercer trimestre. Parece que el descenso neto de la demanda de préstamos para adquisición de vivienda estuvo determinado principalmente por el continuo deterioro de las perspectivas del mercado de la vivienda y de la confianza de los consumidores, mientras que el menor gasto en bienes de consumo duradero y la disminución de la confianza de los consumidores redujeron el crédito al consumo. Además, el uso del ahorro de los hogares como fuente de financiación alternativa contribuyó en una medida algo mayor a la contracción neta de la demanda de préstamos para adquisición de vivienda. De cara al futuro, las entidades de crédito esperan que la demanda neta de ambos tipos de préstamo vuelva a caer, aunque a un ritmo más lento.

Por lo que se refiere al activo del balance del sector hogares de la zona del euro, la tasa de crecimiento interanual de la inversión financiera total de los hogares se situó en el 2% en el segundo trimestre de 2012 (cifra algo inferior al $2,2\%$ registrado en el trimestre anterior), continuando así con la tendencia a la baja observada desde mediados de 2010 (véase gráfico 43). Este resultado fue atribuible principalmente a la

Gráfico 43 Inversión financiera de los hogares

(tasas de variación interanual; contribuciones en puntos porcentuales)

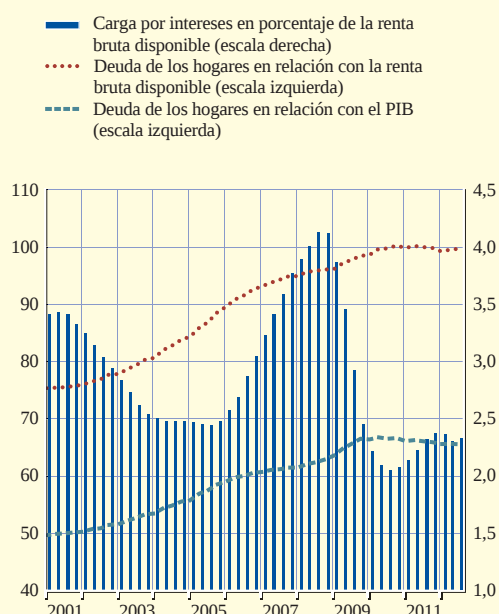


Fuentes: BCE y Eurostat.

1) Incluye préstamos y otras cuentas pendientes de cobro.

Gráfico 44 Endeudamiento y carga por intereses de los hogares

(porcentajes)



Fuentes: BCE y Eurostat.

Notas: El endeudamiento de los hogares comprende el total de préstamos a los hogares concedidos por todos los sectores institucionales, incluido el resto del mundo. La carga por intereses no incluye todos los costes financieros de los hogares, ya que excluye las comisiones por servicios financieros. Los datos del último trimestre que figuran en el gráfico se han estimado en parte.

menor contribución de la inversión en valores distintos de acciones. En cambio, la aportación de la inversión en acciones y otras participación aumentó.

POSICIÓN FINANCIERA

Se estima que la deuda en relación con la renta bruta disponible nominal de los hogares se situó en el 99,7% en el tercer trimestre de 2012 (véase gráfico 44), un ligero aumento con respecto al trimestre anterior, pero bastante comparable con los niveles observados desde mediados de 2010. Este incremento fue consecuencia del crecimiento de la deuda total de los hogares, combinado con un estancamiento de la renta disponible de este sector. Según las estimaciones, la carga por intereses de los hogares permaneció casi inalterada en el 2,3% de la renta disponible en el tercer trimestre de 2012 —nivel observado a partir del tercer trimestre de 2011—. Se estima que la deuda en relación con el PIB de este sector disminuyó ligeramente y se situó en el 65,5% en el trimestre de referencia.

3 PRECIOS Y COSTES

Según la estimación preliminar de Eurostat, la inflación interanual medida por el IAPC de la zona del euro cayó hasta situarse en el 2,2% en noviembre de 2012, frente al 2,5% de octubre y el 2,6% de los dos meses anteriores. Teniendo en cuenta los precios actuales de los futuros sobre el petróleo, se espera que las tasas de inflación continúen disminuyendo hasta situarse por debajo del 2% el próximo año. A lo largo del horizonte relevante para la política monetaria, en un entorno de actividad económica débil en la zona del euro y de expectativas de inflación a largo plazo firmemente ancladas, las presiones inflacionistas subyacentes deberían seguir siendo limitadas. Esta valoración también se refleja en las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema para la zona del euro de diciembre de 2012, que sitúan la inflación interanual medida por el IAPC en el 2,5% en 2012, entre el 1,1% y el 2,1% en 2013, y entre el 0,6% y el 2,2% en 2014. En comparación con las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE de septiembre de 2012, el intervalo de las proyecciones para 2013 se ha revisado a la baja. Se considera que los riesgos para las perspectivas de evolución de los precios están prácticamente equilibrados.

3.1 PRECIOS DE CONSUMO

Desde finales de 2010, la tasa de inflación interanual ha sido ligeramente elevada, debido principalmente al fuerte crecimiento de los precios de la energía, así como a los pronunciados incrementos de los impuestos indirectos y de los precios administrados en algunos países de la zona del euro. Después de descender en el segundo trimestre de 2012, la inflación medida por el IAPC general repuntó levemente hasta situarse en el 2,6% en agosto, y se mantuvo sin cambios en septiembre, antes de volver a caer hasta el 2,5% en octubre. Según la estimación preliminar de Eurostat, la inflación medida por el IAPC registró un nuevo retroceso en noviembre y se situó en el 2,2%, como consecuencia, sobre todo, del acusado descenso de la tasa de variación de los precios de la energía (véase cuadro 7).

La dinámica de la tasa de variación interanual de los precios de la energía se vio determinada por la interacción de los movimientos recientes de los precios del petróleo, influidos por el debilitamiento de la economía mundial en un clima de incertidumbre en torno a los riesgos de suministro generados por la situación política en Oriente Medio, y de los efectos de base derivados de subidas anteriores. Como consecuencia del impacto combinado de los efectos de base y del descenso de los precios del petróleo,

Cuadro 7 Evolución de los precios

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

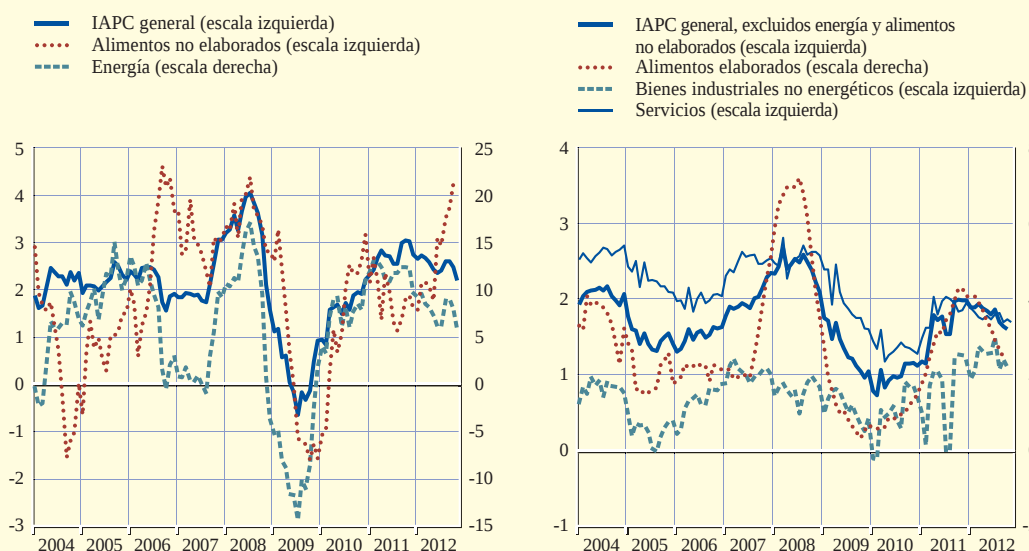
	2010	2011	2012 Jun	2012 Jul	2012 Ago	2012 Sep	2012 Oct	2012 Nov
IAPC y sus componentes								
Índice general ¹⁾	1,6	2,7	2,4	2,4	2,6	2,6	2,5	2,2
Energía	7,4	11,9	6,1	6,1	8,9	9,1	8,0	5,8
Alimentos	1,1	2,7	3,2	2,9	3,0	2,9	3,1	3,0
Alimentos no elaborados	1,3	1,8	3,1	2,9	3,5	3,7	4,3	.
Alimentos elaborados	0,9	3,3	3,2	2,9	2,7	2,5	2,4	.
Bienes industriales no energéticos	0,5	0,8	1,3	1,5	1,1	1,2	1,1	1,1
Servicios	1,4	1,8	1,7	1,8	1,8	1,7	1,7	1,7
Otros indicadores de precios								
Precios industriales	2,9	5,9	1,8	1,6	2,7	2,7	2,6	.
Precios del petróleo (euros por barril)	60,7	79,7	76,4	83,4	90,5	87,9	85,6	84,8
Precios de las materias primas no energéticas	44,6	12,2	0,8	4,7	6,5	4,6	5,7	5,2

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

1) La inflación medida por el IAPC y sus componentes (excluidos los alimentos no elaborados y elaborados) de noviembre de 2012 corresponde a la estimación de Eurostat.

Gráfico 45 Desagregación del IAPC por principales componentes

(tasas de variación interanual; datos mensuales)



Fuente: Eurostat.

la tasa de variación de los precios de la energía siguió disminuyendo hasta situarse en el 6,1 % en junio de 2012, desde tasas superiores al 9 % en los primeros meses de 2012. El repunte de los precios del petróleo y un tipo de cambio más bajo del euro frente al dólar estadounidense durante los meses de verano provocaron un incremento de los precios del petróleo en euros que, a su vez, volvió a acelerar el ritmo de avance de los precios de la energía hasta septiembre, mes en que se situó en el 9,1 %. En octubre, la tasa de crecimiento de los precios de la energía cayó hasta el 8 %, debido principalmente a la reducción de la tasa de variación interanual de los precios de los combustibles y lubricantes para vehículos privados y la electricidad, así como a un efecto de base a la baja. A su vez, la reducción de la tasa de variación de los precios de los combustibles reflejó el descenso de los precios del crudo en euros desde septiembre de 2012. Asimismo, los márgenes entre los precios del crudo y la gasolina refinada disminuyeron notablemente con respecto a los elevados niveles observados en meses anteriores de 2012¹. Según la estimación preliminar de Eurostat, el ritmo de avance de los precios de la energía cayó de nuevo en noviembre hasta situarse en el 5,8 %.

La tasa de variación interanual del componente de alimentos del IAPC aumentó de forma sostenida durante 2011. Desde principios de 2012, esta tasa se mantuvo elevada, rondando el 3 %, pero sin indicios claros de un impacto más prolongado derivado de las fuertes subidas que registraron los precios de las materias primas durante el verano. Aunque esta tasa prácticamente no varió, oculta una evolución divergente de sus dos subcomponentes. La tasa de crecimiento de los precios de los alimentos no elaborados ha seguido una tendencia alcista desde principios de año y alcanzó el 4,3 % en octubre de 2012, su nivel más alto desde junio de 2008. Este hecho puede atribuirse al creciente ritmo de avance interanual de los precios de las frutas y de las legumbres y hortalizas, que es probable que reflejen principalmente el influjo temporal de las condiciones meteorológicas, pero también de los precios de la carne.

1 Para un análisis más detallado de estos márgenes, véase el recuadro titulado «Evolución reciente de los precios de consumo de los productos derivados del petróleo», *Boletín Mensual*, BCE, octubre de 2012.

En cambio, la tasa de variación de los precios de alimentos elaborados registró un descenso constante, pasando de tasas superiores al 4% en los primeros meses de 2012 al 2,4% en octubre, después de que los precios de las materias primas alimenticias disminuyeran en meses anteriores del año. Al mismo tiempo, parece que los incrementos observados anteriormente en los precios internacionales de las materias primas alimenticias se revirtieron en gran medida y solo tuvieron un impacto parcial en los precios agrícolas en origen de la UE. Por lo tanto, se espera que su traslado a los precios de consumo sea limitado. Según la estimación preliminar de Eurostat, la tasa de variación interanual del componente de alimentos experimentó una ligera contracción y se situó en el 3% en noviembre, frente al 3,1% de octubre.

Si se excluyen los alimentos y la energía, que representan en torno al 30% de la cesta del IAPC, la inflación interanual medida por el IAPC osciló en torno al 1,5% desde principios de año. La inflación medida por el IAPC, excluidos los alimentos y la energía, que está determinada fundamentalmente por factores internos, como los salarios, los márgenes y los impuestos indirectos, consta de dos componentes principales: los bienes industriales no energéticos y los servicios. Durante el último año y medio, las tasas de variación interanual de estos dos componentes se han visto impulsadas por las subidas del impuesto sobre el valor añadido (IVA) en varios países de la zona del euro.

Desde el segundo trimestre de 2010, la tasa de variación de los precios de los bienes industriales no energéticos se incrementó ligeramente, como consecuencia del traslado de la anterior depreciación del tipo de cambio y de las subidas de los precios de las materias primas, así como del impacto del aumento de los impuestos indirectos. En el último trimestre de 2011, el ritmo de avance de los precios de los bienes industriales no energéticos se mantuvo en torno al 1,2%, tras un período de elevada volatilidad en los meses anteriores del año, motivada por las nuevas normas sobre el tratamiento de los productos de temporada en el IAPC. En el primer trimestre de 2012, la tasa de variación interanual de los precios de los bienes industriales no energéticos tocó fondo en el 1,1% y repuntó posteriormente. En julio, aumentó hasta el 1,5%, registró un descenso en el mes siguiente y, a partir de entonces, se mantuvo ligeramente por encima del 1%. En noviembre, la estimación preliminar de Eurostat situó la inflación de los bienes industriales no energéticos en el 1,1%. La evolución de este componente fue reflejo, en gran medida, de la volatilidad de la tasa de avance interanual de los precios de las prendas de vestir y el calzado, asociada al impacto de los períodos de rebajas, así como al incremento de los impuestos indirectos.

La tasa de variación de los precios de los servicios se ha mantenido relativamente estable en los últimos meses, con repuntes debidos a las subidas de los impuestos indirectos en algunos países, en un contexto de contracción general de la demanda y, en menor medida, de los costes laborales. Tras una evolución más contenida en 2010, esta tasa aumentó considerablemente en los primeros meses de 2011. A partir de abril de ese año se estabilizó en torno al 1,9%, nivel en el que se mantuvo durante el resto de 2011 y el primer trimestre de 2012. En abril de 2012 cayó hasta el 1,7%, su nivel más bajo desde marzo de 2011, y desde entonces ha oscilado en torno a esa cifra. Según la estimación preliminar de Eurostat, en noviembre de 2012 se situó en el 1,7%.

3.2 PRECIOS INDUSTRIALES

Después de haber aumentado a finales de 2010 y en la primera mitad de 2011, la tasa de variación interanual de los precios industriales disminuyó, reflejando principalmente las fluctuaciones de los precios de las materias primas (véanse cuadro 7 y gráfico 46). En el primer semestre de 2012, las presiones latentes sobre la cadena de suministro disminuyeron nuevamente. En julio de 2012, la tasa de crecimiento de los precios industriales, excluida la construcción, cayó hasta el 1,6%, el nivel más bajo desde que

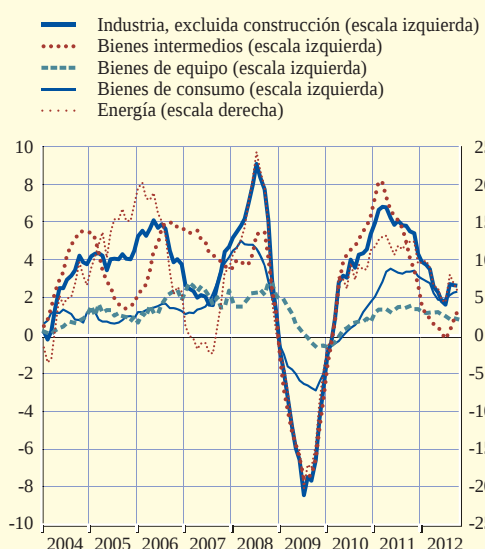
pasó a ser positiva en el segundo trimestre de 2010, antes de volver a elevarse hasta el 2,7% en agosto y septiembre. Este incremento fue reflejo principalmente de un repunte del componente energético relacionado con las recientes subidas del precio del petróleo. Al bajar de nuevo los precios del petróleo en euros, la tasa de variación de los precios industriales registró un descenso en octubre, situándose en el 2,6%. Aunque el avance de los precios internacionales de las materias primas alimenticias en el verano se revirtió en gran medida, sus efectos retardados continúan notándose en la cadena de producción alimenticia. La tasa de crecimiento de los precios industriales, excluidas la construcción y la energía, fue del 1,5% en octubre, frente al 1,3% observado en septiembre.

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 precios industriales se mantuvo sin variación en el 3,6% en octubre. La evolución reciente refleja las presiones al alza a corto plazo procedentes de los precios internacionales de las materias primas alimenticias y de los precios agrícolas en origen de la UE. Se espera que cualquier aumento adicional sea relativamente limitado y de corta duración. La tasa de variación interanual de los bienes de consumo no alimenticio registró un ligero incremento y se situó en el 0,8% en octubre, frente al 0,7% de septiembre. 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 es probable que las presiones latentes sobre el componente de bienes industriales no energéticos del IAPC sigan siendo débiles.

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 disminuir en noviembre y se mantuvieron muy por debajo de sus

Gráfico 46 Desagregación de los precios industriales

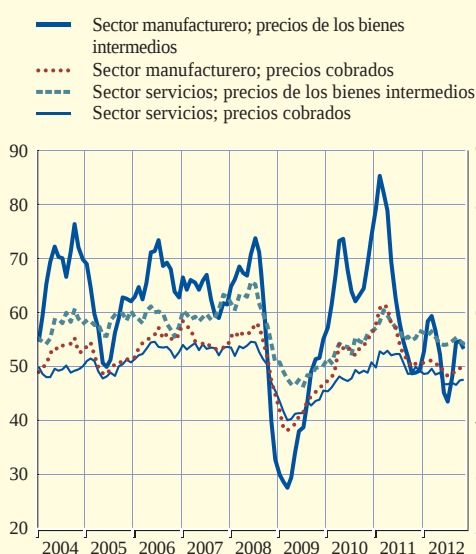
(tasas de variación interanual; datos mensuales)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Gráfico 47 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 de los mismos.

medias históricas (véase gráfico 47). Los datos de las encuestas sugieren que la presión a la baja tanto sobre los precios de los bienes intermedios como sobre los de producción continuó en noviembre. En cuanto al PMI, el índice de precios de bienes intermedios del sector manufacturero pasó de 54,7 en octubre a 53,3 en noviembre, mientras que el índice de precios de producción también descendió durante el mismo período y pasó de 49,7 a 49,5, manteniéndose por debajo del umbral de 50. Los indicadores de opinión adelantados de la Comisión Europea relativos a las expectativas de los precios de venta para el conjunto de la industria se mantuvieron, en general, estables en noviembre, ya que las expectativas de los precios de venta de los bienes de capital y de consumo cayeron, pero aumentaron las correspondientes a los bienes intermedios.

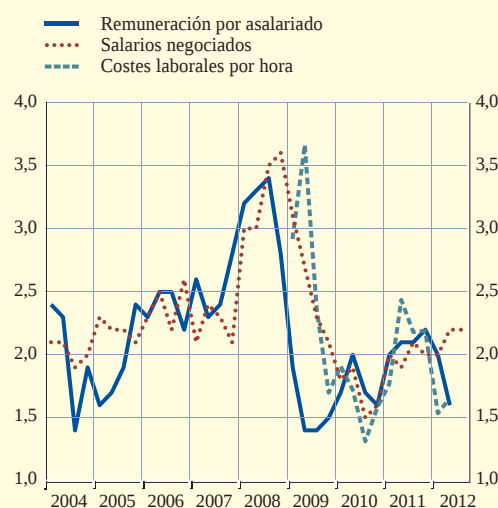
3.3 INDICADORES DE COSTES LABORALES

En conjunto los indicadores de costes laborales más recientes muestran nuevos signos de moderación de las presiones salariales en el segundo trimestre de 2012 (véanse cuadro 8 y gráfico 48), probablemente como resultado del debilitamiento de la actividad económica y de la creciente atonía del mercado de trabajo. Esta evolución debe considerarse en el contexto del elevado nivel de presiones salariales observado en la primera mitad de 2011, en un momento de mejora de las condiciones del mercado de trabajo después de la última recuperación cíclica.

El crecimiento interanual de la remuneración por asalariado descendió nuevamente hasta el 1,6% en el segundo trimestre de 2012, desde tasas superiores al 2% en la segunda mitad de 2011. Esta moderación absorbió, en gran medida, el impacto al alza del menor crecimiento de la productividad sobre el crecimiento de los costes laborales unitarios. 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 1,6% registrado en el primer trimestre. Se espera que el bajo crecimiento de la productividad, en un contexto de crecimiento económico moderado, continúe ejerciendo presiones al alza sobre el crecimiento de los costes laborales unitarios en los próximos meses.

Gráfico 48 Indicadores de costes laborales

(tasas de variación interanual; datos trimestrales)



Fuentes: Eurostat, datos nacionales y cálculos del BCE.

Cuadro 8 Indicadores de costes laborales

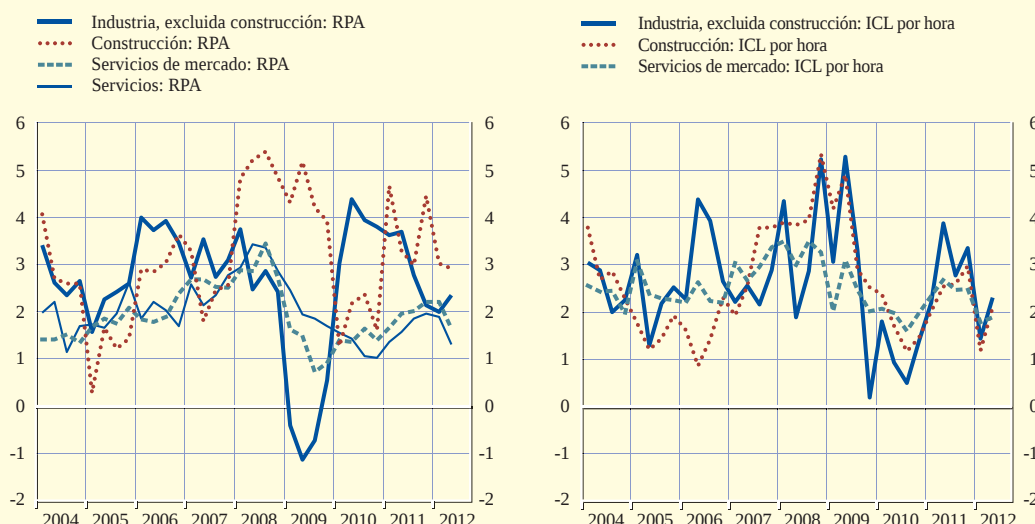
(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

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

Fuentes: Eurostat, datos nacionales y cálculos del BCE.

Gráfico 49 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.

La tasa de variación interanual de los salarios negociados —el único indicador disponible para el tercer trimestre de 2012— no registró ninguna variación en ese trimestre en comparación con el anterior. El hecho de que los salarios corrientes, medidos por la remuneración por asalariado, crecieron en el segundo trimestre con más moderación que los salarios negociados sugiere 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.

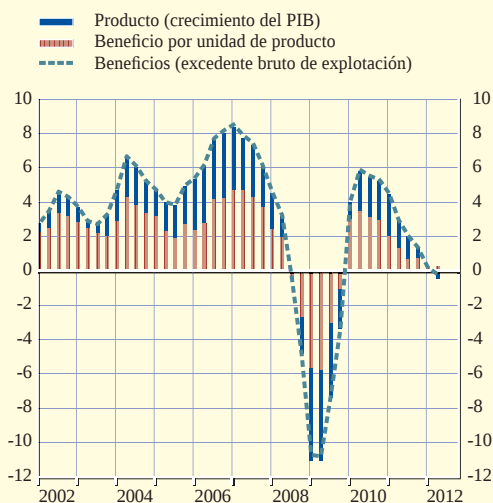
3.4 EVOLUCIÓN DE LOS BENEFICIOS EMPRESARIALES

Los beneficios empresariales (medidos en términos del excedente bruto de explotación) disminuyeron un 0,2 %, en tasa interanual, en el segundo trimestre de 2012, la primera caída de esta tasa desde el último trimestre de 2009. Esta contracción se atribuyó al descenso de la tasa de variación interanual del PIB, mientras que el crecimiento de los beneficios por unidad de producto (margen por unidad de producto) se moderó de nuevo durante 2011, manteniéndose ligeramente positivo en el segundo trimestre de 2012 (véase gráfico 50). En general, después del repunte observado a partir de mediados de 2009, el nivel de beneficios se mantuvo prácticamente estable durante 2011.

Por lo que respecta a los principales sectores económicos, el crecimiento interanual de los beneficios empresariales en el sector de servicios de mercado fue del 0,5 % en el segundo trimestre de 2012, frente al 0,8 % del primer trimestre. En el sector industrial (excluida la construcción), los beneficios descendieron un 2,1 % tras una caída del 1,7 % en el trimestre anterior, cuando la tasa de variación interanual registró valores negativos por primera vez desde el cuarto trimestre de 2009 (véase gráfico 51). En tasa intertrimestral, el crecimiento de los beneficios empresariales disminuyó de nuevo en el segundo trimestre de 2012 en el sector de servicios de mercado y aumentó ligeramente en el sector industrial, después de registrar tasas de crecimiento negativas en los dos trimestres anteriores.

Gráfico 50 Desagregación del crecimiento de los beneficios por producto y beneficio por unidad de producto en la zona del euro

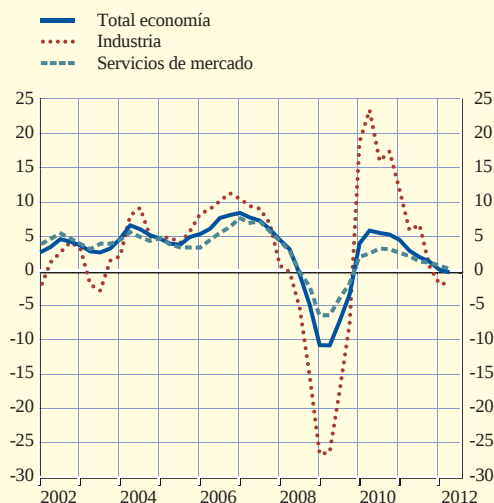
(tasas de variación interanual; datos trimestrales)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Gráfico 51 Evolución de los beneficios en la zona del euro por principales ramas de actividad

(tasas de variación interanual; datos trimestrales)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

3.5 PERSPECTIVAS DE INFLACIÓN

La inflación interanual medida por el IAPC de la zona del euro fue del 2,2% en noviembre de 2012, según la estimación preliminar de Eurostat, frente al 2,5% de octubre y el 2,6% de los dos meses anteriores. Teniendo en cuenta los precios actuales de los futuros sobre el petróleo, se espera que las tasas de inflación disminuyan nuevamente hasta situarse por debajo del 2% el 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 limitadas.

De forma más detallada, las perspectivas de inflación a corto plazo siguen dependiendo, en gran medida, de los precios del petróleo. A partir de octubre, las tasas de inflación de la energía han comenzado a descender de nuevo como consecuencia del descenso de los precios del crudo en dólares y del fortalecimiento del tipo de cambio del euro, así como de una reducción de los márgenes de refino. Se espera que la caída de la tasa de variación de los precios de la energía sea más pronunciada en 2013, debido a los efectos de base a la baja y al supuesto de que los precios del petróleo incorporados actualmente a los precios de los futuros se reducirán de forma moderada.

Se espera que la tasa de crecimiento de los precios de los alimentos no elaborados se modere, reflejando la reversión del avance observado en los últimos meses, que estuvo relacionado principalmente con las adversas condiciones meteorológicas. Por el contrario, la tasa de variación de los precios de los alimentos elaborados podría aumentar en cierta medida en los próximos meses, reflejando cierto retraso en la transmisión de la subida de los precios internacionales de las materias primas alimenticias durante el verano de 2012 que, según los precios de los futuros sobre materias primas alimenticias, se espera que sea de carácter temporal.

Los indicadores adelantados de la inflación de los bienes industriales no energéticos, como la evolución de los precios industriales de los bienes de consumo (excluidos los alimentos y el tabaco) y de los precios de importación, indican que la inflación de los bienes industriales no energéticos no se reducirá significativamente en los próximos meses. En particular, es posible que las presiones a la baja procedentes de la desaceleración del producto y de la demanda se vean contrarrestadas por las presiones al alza generadas por subidas de los impuestos indirectos.

Del mismo modo, se proyecta que la tasa de variación de los precios de los servicios se mantenga prácticamente estable en su nivel actual durante los próximos meses, como consecuencia del débil crecimiento de la demanda interna y de unas presiones salariales contenidas en gran medida. Es posible que las recientes subidas del IVA en algunos países de la zona del euro se traduzcan en un nuevo aumento de la inflación de los precios de los servicios.

Los últimos datos sobre los indicadores de costes laborales sugieren que las presiones sobre los costes internos se han estabilizado. A medio plazo, es probable que las presiones sobre los costes laborales permanezcan contenidas, habida cuenta de las perspectivas un tanto planas de crecimiento y de la persistente atonía del mercado de trabajo. Se espera que el crecimiento de los beneficios empresariales se modere aún más, en consonancia con las perspectivas de la actividad económica y la tenue evolución de la productividad.

Las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema para la zona del euro de diciembre de 2012 sitúan la inflación interanual medida por el IAPC en el 2,5% en 2012, entre el 1,1% y el 2,1% en 2013, y entre el 0,6% y el 2,2% en 2014. En comparación con las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE de septiembre de 2012, el intervalo de las proyecciones para 2013 se ha revisado a la baja. Se considera que los riesgos para las perspectivas de evolución de los precios están prácticamente equilibrados. Los riesgos a la baja tienen su origen en una actividad económica más débil y los riesgos al alza están relacionados con los aumentos de los precios administrados y de los impuestos indirectos, así como con la subida de los precios del petróleo.

4 PRODUCTO, DEMANDA Y MERCADO DE TRABAJO

Tras la contracción del 0,2%, en tasa de intertrimestral, registrada en el segundo trimestre de 2012, el PIB real de la zona del euro se redujo un 0,1% en el tercer trimestre. Los indicadores de opinión y las estadísticas disponibles continúan mostrando una persistente debilidad de la actividad económica en el último trimestre del año, aunque más recientemente algunos indicadores se han estabilizado, y en niveles reducidos y la confianza de los mercados financieros ha seguido mejorando. En el corto plazo, se prevé que la atonía de la actividad se mantenga el próximo año, como consecuencia del impacto negativo de la debilidad de la confianza de consumidores e inversores y de la contención de la demanda exterior sobre la demanda interna. Más adelante en 2013 se debería registrar una recuperación gradual a medida que el tono acomodaticio de la política monetaria y la mejora significativa de la confianza de los mercados financieros hagan sentir sus efectos en la demanda interna privada, y el fortalecimiento de la demanda exterior debería apoyar también el crecimiento de las exportaciones. Esta valoración queda reflejada en las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema de diciembre de 2012, que prevén que el crecimiento interanual del PIB real se sitúe en un intervalo comprendido entre el -0,6% y el -0,4% en 2012, entre el -0,9% y el 0,3% en 2013 y entre el 0,2% y el 2,2% en 2014. En comparación con las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE de septiembre de 2012, los intervalos correspondientes a 2012 y 2013 se han revisado a la baja. Los riesgos en torno a las perspectivas económicas de la zona del euro siguen siendo a la baja.

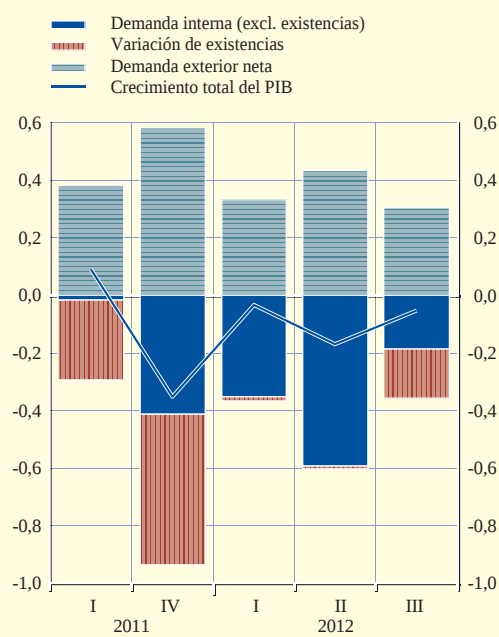
4.1 PIB REAL Y COMPONENTES DE LA DEMANDA

El PIB real se redujo un 0,1% en el tercer trimestre de 2012, tras una contracción del 0,2% en el trimestre anterior (véase gráfico 52). Esta reducción se debió a la negativa evolución de la demanda interna y de la variación de existencias, mientras que la contribución de la demanda exterior neta siguió siendo positiva como consecuencia del débil crecimiento de las importaciones. La caída del producto observada en el tercer trimestre fue acorde con la evolución de los indicadores de corto plazo, sobre todo de los indicadores de opinión.

En los últimos trimestres, el consumo privado se ha mantenido retraído, como reflejo de la contenida evolución de la renta real disponible derivada de una caída del empleo, de los elevados precios de las materias primas y de un endurecimiento de la orientación de la política fiscal. La debilidad de la confianza empresarial, la reducida y decreciente utilización de la capacidad productiva y el empeoramiento de las perspectivas de la demanda, así como las adversas condiciones de concesión de crédito en algunos países, siguieron frenando la inversión privada. Los resultados de las encuestas apuntan a un aumento de la fragilidad de la actividad económica en el último trimestre de 2012.

Gráfico 52 Crecimiento del PIB real y contribuciones

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



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

CONSUMO PRIVADO

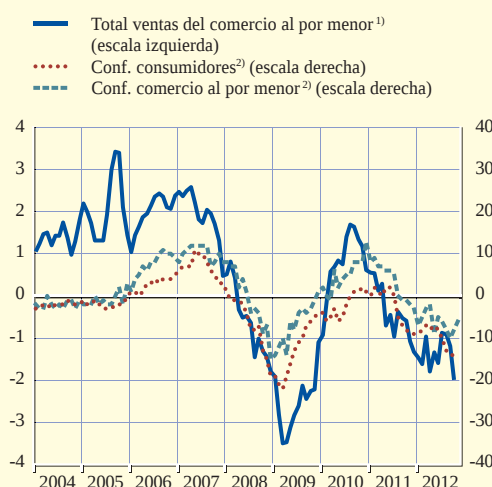
El consumo privado mostró un crecimiento nulo en el tercer trimestre de 2012, tras tres trimestres consecutivos de descensos. Los resultados para el tercer trimestre de 2012 parecen reflejar un mayor consumo de servicios, que se vio compensado por la evolución negativa de las compras de automóviles. Mientras tanto, la contribución del consumo de bienes al por menor al crecimiento del consumo fue nula. La información reciente procedente de los indicadores de corto plazo y de las encuestas apunta al mantenimiento de la debilidad del gasto en consumo de la zona en los próximos meses.

La falta de dinamismo del gasto en consumo en los dos últimos años ha sido consecuencia, principalmente, de la evolución de la renta real disponible, que se ha visto mermada por la elevada inflación, atribuible al aumento de los precios de las materias primas y de la energía. Más recientemente, el crecimiento negativo del empleo ha reducido aún más la renta real agregada de los hogares. Los últimos datos muestran que la tasa de variación interanual de la renta real disponible, que ha sido negativa durante un período prolongado, se redujo de forma acusada (un 2,1 %) en el segundo trimestre de 2012. En un intento de mitigar el efecto de este descenso del consumo, los hogares hicieron uso de sus ahorros. Como resultado, su tasa de ahorro cayó hasta el nivel más bajo registrado desde el inicio de la serie.

Por lo que respecta a la dinámica a corto plazo en el cuarto trimestre de 2012, tanto los indicadores cuantitativos como los cualitativos sugieren que el gasto en consumo mantendrá su debilidad. En octubre, las ventas del comercio al por menor se redujeron un 1,2 %, en tasa intermensual, y se situaron un 1,6 % por debajo del nivel medio registrado en el tercer trimestre de 2012. Además, el índice de directores de compras (PMI) del comercio al por menor pasó de 46 en el tercer trimestre a una media de 45,5 durante los dos primeros meses del cuarto trimestre, continuando la caída por debajo de 50, el umbral teórico de expansión. Por el contrario, el indicador de la Comisión Europea de confianza del comercio al por menor mejoró ligeramente en noviembre, en comparación con la media correspondiente al tercer trimestre, aunque se mantuvo por debajo de su media de largo plazo. Las matriculaciones de automóviles se contrajeron un 4,9 %, en tasa intermensual, en octubre, tras un retroceso algo menor en el mes anterior. La volátil evolución reciente de las matriculaciones de automóviles, que no es en modo alguno inusual desde una perspectiva histórica, refleja, al menos en parte, el impacto de las medidas fiscales sobre el momento de realizar la compra de automóviles en algunos países. La adquisición de automóviles y de otros bienes más caros probablemente mantendrá su debilidad en los próximos meses. Por ejemplo, el indicador de grandes compras esperadas de la Comisión Europea registró un nuevo descenso entre octubre y noviembre de 2012, permaneciendo así en un nivel históricamente bajo y apuntando a una sostenida falta de dinamismo del consumo de bienes duraderos. Por último, la confianza de los consumidores de la zona del euro, que ha venido cayendo desde mediados de 2011, se redujo aún más en noviembre, alcanzando un nivel que no se había observado desde principios de 2009 (véase gráfico 53).

Gráfico 53 Ventas del comercio al por menor y confianza del comercio al por menor y de los hogares

(datos mensuales)



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

Al igual que en 2007-2008, cuando disminuyó la confianza de los consumidores continuando la tendencia iniciada en 2007, el principal determinante del deterioro ha sido la preocupación por el desempleo futuro.

INVERSIÓN

La caída de la formación bruta de capital fijo observada desde el segundo trimestre de 2011 ha continuado, aunque a un ritmo más lento. La inversión se redujo un 0,7 %, en tasa intertrimestral, en el tercer trimestre de 2012, tras contraerse un 1,8 % en el segundo trimestre.

Los datos disponibles relativos a algunos países de la zona del euro señalan un nuevo descenso de la inversión, excluida la construcción, —que representa la mitad de la inversión total— en el tercer trimestre. Los indicadores de corto plazo sugieren también que la citada inversión, siguió contrayéndose, en línea con la debilidad de la evolución económica general, el deterioro de la confianza empresarial y la persistencia de una elevada incertidumbre. Si bien la producción de bienes de equipo aumentó, en promedio, en el tercer trimestre, en septiembre se contrajo, y, en el tercer trimestre, el PMI de las manufacturas continuó retrocediendo, en términos intertrimestrales, al igual que la tasa de utilización de la capacidad productiva. Es asimismo probable que la inversión en construcción residencial y no residencial se haya contraído en el tercer trimestre de 2012, como resultado del endurecimiento de las condiciones de financiación y del ajuste sostenido observado en muchos mercados inmobiliarios de la zona del euro. Esto último queda reflejado en la debilidad de la producción de la construcción y en el deterioro de la confianza del sector. Por último, la consolidación fiscal en curso en algunos países de la zona del euro es probable que haya provocado una nueva reducción de la inversión pública en la zona del euro en su conjunto.

Los pocos indicadores adelantados disponibles para el cuarto trimestre de 2012 sugieren, por lo general, que la formación de capital, excluida la construcción, de la zona del euro ha seguido contrayéndose. Los criterios de concesión de crédito siguen siendo restrictivos y obstaculizan la formación de capital productivo. En octubre y noviembre, el PMI de las manufacturas y su componente de nuevos pedidos mejoraron ligeramente, en comparación con el tercer trimestre, pero sus niveles siguen siendo coherentes con un nuevo debilitamiento de la actividad inversora. También se prevé, sobre la base de datos procedentes de las encuestas, que la inversión en construcción siga disminuyendo moderadamente en el cuarto trimestre.

De cara al futuro se espera que tanto la inversión en construcción como la inversión, excluida la construcción, continúen contrayéndose a principios de 2013 en un contexto de fragilidad de la actividad económica general y de persistente incertidumbre. Según la encuesta bianual de inversión de la Comisión Europea, los directivos de la zona del euro planean reducir la inversión industrial un 1 % en 2013, en comparación con 2012.

CONSUMO PÚBLICO

En los últimos trimestres, el crecimiento del consumo público se ha desacelerado en respuesta a los esfuerzos de consolidación fiscal desplegados en varios países. El consumo público, en términos reales, disminuyó ligeramente en el segundo y en el tercer trimestres de 2012.

Si se consideran los componentes individuales, en el tercer trimestre la tasa de crecimiento intertrimestral de la remuneración de los empleados públicos, que representa casi la mitad del consumo público total, siguió descendiendo, principalmente como consecuencia de la moderación de los salarios públicos y de los recortes del empleo público en varios países de la zona del euro. El crecimiento del gasto en consumo público intermedio (que absorbe algo menos de un cuarto del total) se vio frenado por los esfuerzos de consolidación fiscal en marcha, efectuando, así, solo una contribución reducida al consumo

público total, en términos nominales. Las transferencias sociales en especie, que también representan casi un cuarto del consumo público, aumentaron en un ritmo algo más lento. Sin embargo, la evolución de las transferencias sociales en especie suele ser bastante estable, pues incluyen partidas, como el gasto sanitario, cuya dinámica es, en cierta medida, autónoma.

De cara al futuro se prevé que la contribución del consumo público a la demanda interna siga siendo limitada en los próximos trimestres, como resultado de los nuevos esfuerzos de consolidación fiscal que es necesario acometer en varios países de la zona del euro.

EXISTENCIAS

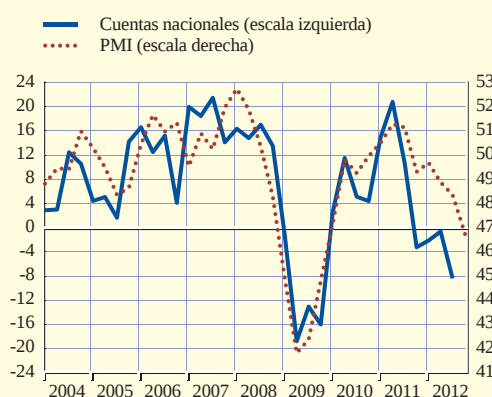
En el segundo semestre de 2011, la contribución de las existencias al crecimiento del PIB fue significativamente negativa. Tras la escasa o nula aportación que se registró en el primer semestre de 2012, las existencias volvieron a contribuir de forma negativa al crecimiento en el tercer trimestre de 2012. Sin embargo, como el ritmo de acumulación de existencias puede haberse ajustado ya, en gran medida, a la desaceleración económica, se prevé que la contribución de esta variable al crecimiento sea próxima a cero (o ligeramente negativa) en los próximos trimestres.

Los sustanciales aumentos netos observados en las existencias desde mediados de 2011 (que suponen el 0,9% del PIB en el segundo trimestre de ese año) fueron en parte voluntarios, ya que las empresas adoptaron medidas para reponer sus niveles de existencias tras haberlos reducido en exceso a raíz de la recesión de 2008 y 2009, y en parte involuntarios, debido al marcado deterioro de las perspectivas de negocio y al endurecimiento de las condiciones de financiación en algunos países en el verano de 2011. En este contexto, las empresas revisaron en unos pocos meses sus objetivos en relación con las existencias. Se consideró que los niveles de existencias de productos terminados en las manufacturas y en el comercio al por menor, que las encuestas de opinión de la Comisión Europea estimaban reducidos a comienzos de 2011, habían vuelto a situarse próximos a niveles históricos en el otoño de ese año, niveles donde se han mantenido. Las encuestas PMI también empezaron a mostrar una desacumulación acelerada (o una reposición más lenta) desde mediados de 2011, tendencia que ha continuado, salvo por una breve interrupción en la primavera de 2012. A causa de esta evolución, las contribuciones de las existencias al crecimiento fueron significativamente negativas, cifrándose en -0,3, y -0,5 puntos porcentuales en el tercer y cuarto trimestres de 2011, respectivamente, y en -0,2 puntos porcentuales adicionales, en términos acumulados, en los tres primeros trimestres de 2012 (véase gráfico 54).

Como la desacumulación de existencias a mediados de 2012 era significativa (alrededor de 8 mm de euros al trimestre o el 0,4% del PIB), la contribución de las existencias al crecimiento podría ser cercana a cero o ligeramente negativa en el corto plazo. Una contribución ligeramente negativa sería coherente con la evidencia reciente del PMI de octubre y noviembre, que indica un aumento del ritmo de desacumulación. Sin embargo, los niveles de existencias a lo largo de la cadena de producción, que son

Gráfico 54 Variación de existencias en la zona del euro

(mm de euros; índice de difusión)



Fuentes: Markit, Eurostat y cálculos del BCE.

Nota: Cuentas nacionales: variación de existencias, en términos nominales. PMI: media de las existencias de bienes intermedios y de productos terminados en las manufacturas y de las existencias del comercio minorista.

bastante bajos, han reducido probablemente el margen para que se produzca una desacumulación de existencias más pronunciada en la coyuntura actual, si bien la evidencia anecdótica sugiere que en algunos sectores existe un exceso de existencias (por ejemplo, en el sector del automóvil y en la construcción).

COMERCIO EXTERIOR

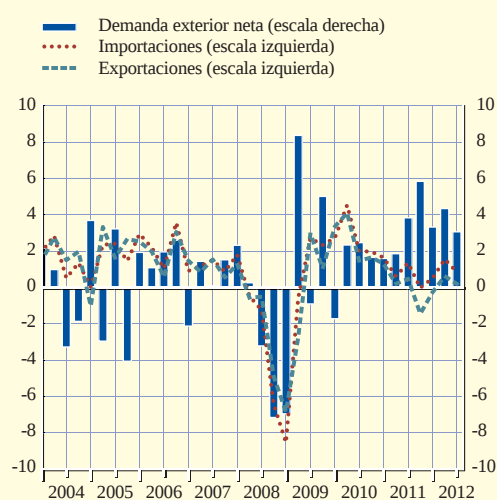
En un contexto de desaceleración de la actividad económica en la zona del euro y a escala mundial, el comercio de la zona se moderó en el tercer trimestre de 2012. Las exportaciones y las importaciones de bienes y servicios aumentaron un 0,9% y un 0,2%, en tasa intertrimestral, respectivamente (véase gráfico 55). Esta evolución tuvo como consecuencia una contribución positiva de 0,3 puntos porcentuales del comercio exterior neto al crecimiento del PIB real. Las exportaciones de la zona del euro se vieron respaldadas por la solidez de la demanda de Estados Unidos y por un ligero fortalecimiento de la demanda —anteriormente débil— de los Estados miembros de la UE no pertenecientes a la zona del euro, mientras que las exportaciones a Asia se mantuvieron estancadas.

Desde una perspectiva de largo plazo, desde mediados de 2010 el comercio exterior ha contribuido de forma sostenida y significativa al crecimiento del PIB real de la zona del euro, ya que las exportaciones han superado las importaciones. Este hecho refleja, principalmente, el diferencial de crecimiento negativo entre la zona del euro y sus principales socios comerciales, así como la depreciación efectiva real del tipo de cambio del euro durante este período. Como resultado, las importaciones de la zona del euro en porcentaje del PIB han caído ligeramente por detrás de las exportaciones en porcentaje del PIB, mientras que anteriormente las dos variables se movían a la par de manera bastante cercana. En concreto, la debilidad de la inversión, cuya producción es muy intensiva en importaciones, y, en menor medida, el consumo privado de bienes explican el moderado crecimiento de las importaciones observado desde la recesión de 2008 y 2009. Al mismo tiempo, la solidez de la demanda exterior de la zona del euro en el periodo transcurrido hasta finales de 2011 proporcionó un cierto apoyo al crecimiento de las importaciones, ya que una parte considerable de las importaciones se utiliza en la producción de las exportaciones. No obstante, este apoyo solo compensó en parte la presión a la baja sobre el crecimiento de las exportaciones derivada de la debilidad de la demanda interna de la zona del euro. En el medio plazo, a medida que se recuperen la inversión y el consumo privado de la zona del euro, se prevé que el crecimiento de las importaciones recupere su fortaleza y es probable que el comercio exterior neto contribuya al PIB real de la zona del euro en menor medida que en los dos últimos años.

Las perspectivas a corto plazo para el comercio de la zona del euro siguen estando sujetas a una elevada incertidumbre. El clima relativo a las perspectivas de las exportaciones parece estar estabilizándose en cierta medida, y los indicadores de opinión —como los niveles de las carteras de pedidos exteriores proporcionados por la Comisión Europea y el PMI de nuevos pedidos exteriores— están mejorando marginalmente en noviembre de 2012. Sin embargo, el reducido nivel de estos indicadores continúa apuntando a unas perspectivas a corto plazo bastante frágiles para las exportaciones de la zona del euro.

Gráfico 55 Importaciones y exportaciones reales y contribución de la demanda exterior neta al crecimiento del PIB

(tasas de variación intertrimestral; puntos porcentuales)



Fuentes: Eurostat y BCE.

Pese a ello, se espera que una moderada recuperación de la economía mundial en los próximos meses favorezca las exportaciones. Las perspectivas a corto plazo de las importaciones siguen viéndose atenuadas por la debilidad del dinamismo subyacente del crecimiento en la zona del euro. Ello dará lugar a que la contribución del comercio exterior neto al crecimiento del PIB sea ligeramente positiva a finales de 2012 y principios de 2013.

4.2 PRODUCTO POR RAMAS DE ACTIVIDAD

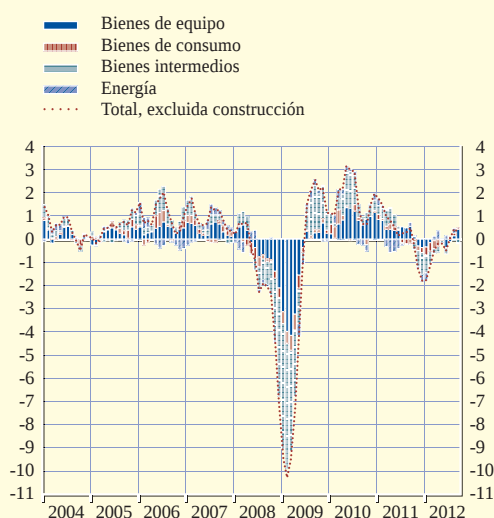
Si se analiza el lado de las cuentas nacionales correspondiente a la producción, el valor añadido total cayó por cuarto trimestre consecutivo, registrando un descenso del 0,1 % en el tercer trimestre de 2012. La evolución ha sido marcadamente diferente entre las distintas ramas desde que terminó la recesión. En el tercer trimestre de 2012, el valor añadido de la industria (excluida la construcción) seguía situándose casi un 7 % por debajo del máximo anterior a la recesión. Por el contrario, el valor añadido de los servicios se mantuvo próximo al máximo mencionado. El valor añadido de la construcción continuó disminuyendo, y se situó casi un 19 % por debajo de los niveles anteriores a la recesión en el segundo trimestre de 2012. Los indicadores de corto plazo apuntan a un nuevo descenso en el cuarto trimestre de 2012.

INDUSTRIA EXCLUIDA LA CONSTRUCCIÓN

El valor añadido de la industria, excluida la construcción, se redujo un 0,3 %, en tasa intertrimestral, en el tercer trimestre de 2012, frente al crecimiento nulo observado en el segundo trimestre. En cambio, la producción aumentó en el tercer trimestre, tras el descenso registrado en el trimestre anterior (véase

Gráfico 56 Crecimiento de la producción industrial y contribuciones

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

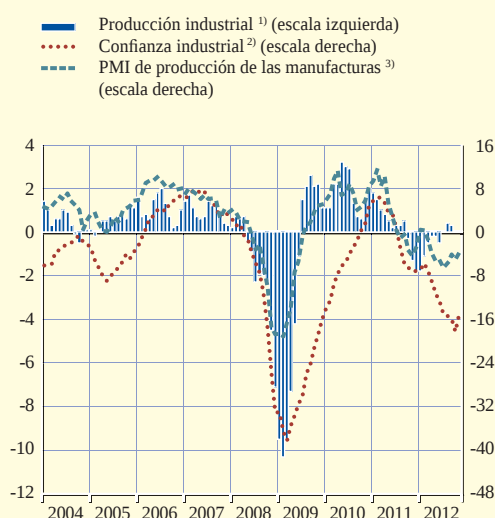


Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

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

Gráfico 57 Producción industrial, confianza industrial y PMI de producción de las manufacturas

(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) PMI; desviaciones con respecto al valor 50.

gráfico 56). Este aumento de la producción estuvo determinado por la evolución de la rama de bienes de equipo y, en menor medida, la de bienes de consumo. Los datos de las encuestas de la Comisión Europea indican, sin embargo, que el debilitamiento de la demanda siguió teniendo un impacto negativo sobre la producción en el periodo de tres meses transcurrido hasta octubre.

De cara al futuro, los indicadores de corto plazo sugieren una débil actividad en la industria durante el cuarto trimestre de 2012. Aunque el indicador de confianza industrial de la Comisión Europea aumentó entre octubre y noviembre, se mantiene en el mismo nivel registrado en el tercer trimestre (véase gráfico 57). El índice PMI de producción de las manufacturas también es coherente con la atonía observada en el último trimestre del año, pues sigue estando por debajo 50, el umbral teórico de expansión. En la encuesta Markit sobre la valoración de las carteras de pedidos de las empresas, disponible hasta noviembre de 2012, se observa una evolución negativa similar.

CONSTRUCCIÓN

En el tercer trimestre de 2012, el valor añadido de la construcción registró un crecimiento negativo por sexto trimestre consecutivo. Durante este período, el nivel del valor añadido ha caído más de un 4 %. Los indicadores adelantados de corto plazo disponibles apuntan al mantenimiento de una débil evolución en los próximos meses, lo que confirma la falta de dinamismo de este sector. Los datos mensuales sobre la producción de la construcción muestran una caída intermensual del 1,4 % en septiembre, lo que implica un comienzo desfavorable para el cuarto trimestre. Además, en octubre, el índice PMI de producción de la construcción continuó situándose en un nivel muy inferior a 50, señalando así una contracción de la actividad. Al mismo tiempo, el indicador de confianza de la construcción de la Comisión Europea se redujo en los dos primeros meses del cuarto trimestre, hasta situarse en su nivel más bajo desde el mínimo registrado en la primavera de 2009. Por último, el número de visados de obra nueva concedidos en la zona del euro, que está significativamente por debajo de su media de largo plazo, cayó en el periodo de tres meses hasta julio de 2012, situándose casi un 1 % por debajo de su nivel de hace un año.

SERVICIOS

El valor añadido del sector servicios se estancó, en términos intertrimestrales, tanto en el segundo como en el tercer trimestre de 2012. Entre el tercer trimestre de 2009 y el tercer trimestre de 2012 (es decir, el período posterior al final de la recesión), el crecimiento medio intertrimestral de los servicios fue considerablemente más bajo que el de la industria, excluida la construcción. Los últimos datos sugieren una mejora relativa de los servicios de mercado, donde el valor añadido se estabilizó en el tercer trimestre, tras haberse contraído en los dos primeros trimestres del año, mientras que los servicios de no mercado (incluida la administración pública, la educación, la sanidad y los servicios sociales) disminuyeron un 0,2 %, en tasa intertrimestral.

De cara al futuro, las encuestas señalan una nueva contracción de la actividad en el sector servicios en el último trimestre de 2012. El nivel medio del índice PMI de actividad de los servicios en los dos primeros meses del cuarto trimestre de 2012 se situó, incluso más que en el tercer trimestre, por debajo del umbral teórico de 50 de crecimiento nulo. El indicador de confianza de los servicios de la Comisión Europea presenta un panorama similar al del PMI.

4.3 MERCADO DE TRABAJO

La situación del mercado de trabajo de la zona del euro ha seguido deteriorándose en los últimos trimestres, debido al bajo nivel de actividad económica. El empleo ha continuado contrayéndose y la tasa de

Cuadro 9 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
Del cual:										
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.

paro ha aumentado hasta alcanzar niveles históricamente elevados, como consecuencia de los ajustes laborales que se están llevando a cabo en varios países de la zona del euro. Los indicadores adelantados, como los basados en las encuestas de opinión, se han deteriorado aún más en los últimos meses. En el recuadro 5 se compara la evolución del mercado de trabajo desde 2008 con la de ciclos previos y crisis financieras sistémicas en los países de la OCDE.

El total de horas trabajadas disminuyó un 0,3% en el segundo trimestre de 2012, continuando con el declive observado en los dos trimestres precedentes. A nivel sectorial, las horas trabajadas registraron un fuerte descenso en la construcción, mientras que las caídas en la industria (excluida la construcción) y los servicios fueron menos pronunciadas.

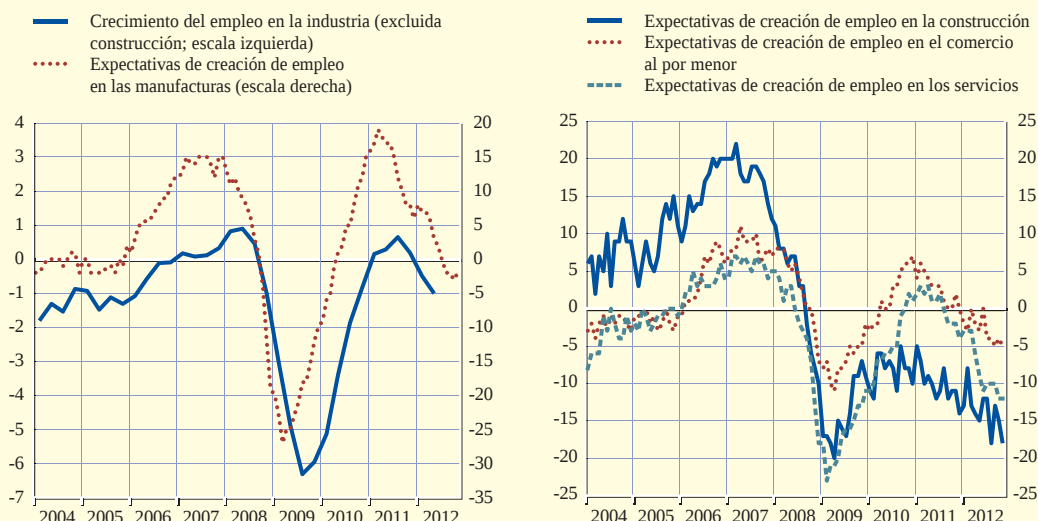
El empleo registrado se mantuvo estabilizado en el segundo trimestre de 2012, tras experimentar una reducción durante tres trimestres consecutivos. El empleo descendió en la industria, y aumentó ligeramente en el sector servicios, sobre todo en las actividades inmobiliarias y profesionales (véase cuadro 9).

Las encuestas sugieren que es probable que la creación de empleo se haya deteriorado en el tercer trimestre y a comienzos del cuarto trimestre de 2012, debido a la falta de dinamismo de la actividad económica en la zona del euro. Concretamente, el PMI compuesto de la zona del euro relativo a las expectativas de creación de empleo (que comprende tanto las manufacturas como los servicios) se mantuvo por debajo del umbral de expansión en el tercer trimestre de 2012, así como en los dos primeros meses del cuarto trimestre. Las encuestas de opinión de la Comisión Europea muestran expectativas similares (véase gráfico 58).

El crecimiento interanual de la productividad del trabajo por persona ocupada, que ha venido disminuyendo en los dos últimos años, continuó desacelerándose, hasta situarse en el 0,2% en el segundo trimestre de 2012. En la productividad por hora trabajada se observa una desaceleración similar (véase gráfico 59). Se prevé que el crecimiento de la productividad en el tercer y cuarto trimestres de 2012 mantenga su debilidad, como consecuencia de la atonía de la actividad económica.

Gráfico 58 Crecimiento del empleo y expectativas de creación de empleo

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

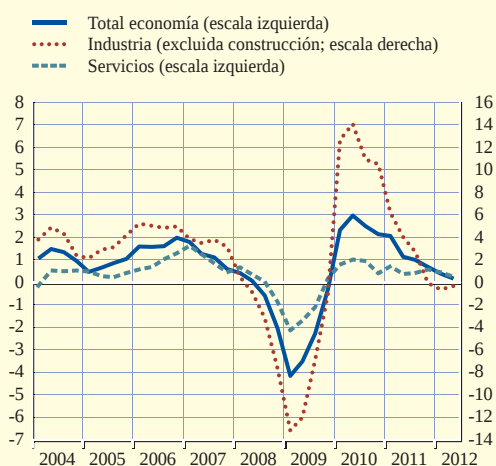


Fuentes: Eurostat y encuestas de opinión de la Comisión Europea.
Nota: Los saldos netos están ajustados a la media.

La tasa de desempleo siguió aumentando y, en octubre de 2012, se situó en el 11,7%. Con este último aumento, la tasa de paro se ha incrementado 1,8 puntos porcentuales desde abril de 2011, mes en que empezó a crecer (véase gráfico 60). La falta de creación de empleo, acompañada de los resultados poco favorables de las encuestas, sugiere una nueva subida del paro en el corto plazo.

Gráfico 59 Productividad del trabajo por persona ocupada

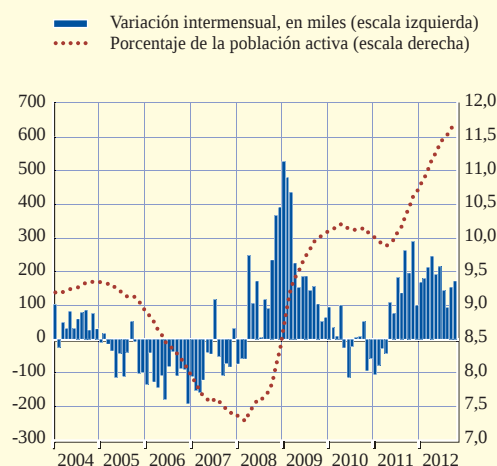
(tasas de variación interanual)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Gráfico 60 Desempleo

(datos mensuales desestacionalizados)



Fuente: Eurostat.

Recuadro 5

EVOLUCIÓN RECIENTE DEL MERCADO DE TRABAJO EN UN CONTEXTO HISTÓRICO

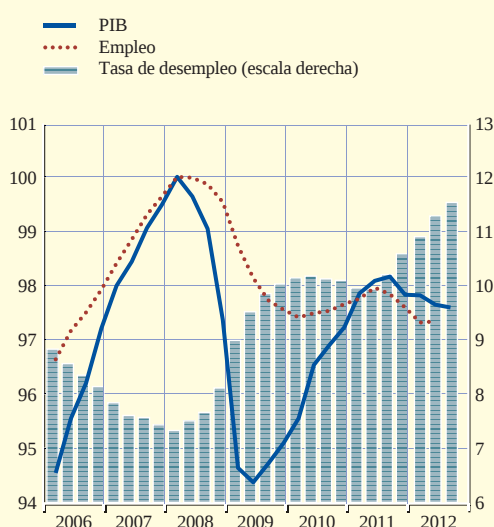
La crisis financiera y la recesión posterior han tenido un importante efecto negativo en el mercado de trabajo de la zona del euro y las perspectivas siguen frágiles. En este recuadro se compara la evolución del mercado de trabajo desde 2008 con la observada en ciclos anteriores y durante otras crisis financieras sistémicas de los países de la OCDE, y se muestra que los ajustes realizados en este mercado desde esa fecha han sido más lentos que en los ciclos normales, pero menos negativos que en recesiones anteriores asociadas a crisis financieras. No obstante, la reintensificación de la recesión económica y las débiles perspectivas plantean dudas sobre la evolución del mercado de trabajo en los próximos meses.

Evolución del mercado de trabajo en la zona del euro

La crisis financiera y la posterior recesión han tenido un importante efecto negativo en la evolución económica de la zona del euro. La actividad se ha visto afectada gravemente, observándose una acusada contracción del PIB real, coherente con la evidencia relativa a crisis financieras sistémicas

Gráfico A PIB, empleo y tasa de desempleo en la zona del euro

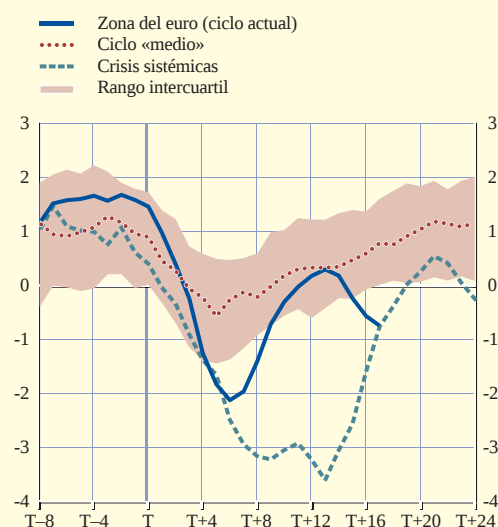
(índice: I 2008 = 100; en porcentaje de la población activa)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Gráfico B Empleo

(tasas de variación interanual; datos trimestrales)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Notas: T representa el nivel máximo del PIB antes de las recesiones y los datos comprenden un período comprendido entre ocho trimestres antes de un máximo (T-8) y 24 trimestres después (T+24). El rango del ciclo para las recesiones de los países de la OCDE se calcula como el cuartil superior menos el cuartil inferior de la evolución durante todas las recesiones de los países de la OCDE desde 1970. La curva correspondiente al ciclo «medio» muestra la evolución media durante todas las recesiones de los países de la OCDE que no se consideran crisis sistémicas. La curva correspondiente a las crisis sistémicas es la evolución media durante las anteriores cinco graves crisis financieras experimentadas desde 1970, que se produjeron en España, Finlandia, Suecia, Noruega y Japón.

anteriores¹. Las crisis financieras están asociadas habitualmente a procesos de ajuste más duros y prolongados, en parte porque estos episodios suelen ir precedidos de períodos de expansión económica que conllevan la acumulación de importantes desequilibrios. El saneamiento de los balances del sector público y del sector privados requiere con frecuencia acusados ajustes que tardan tiempo en completarse, especialmente si se ven lastrados por rigideces nominales y por los marcos institucionales.

En las fases iniciales de la crisis actual, el ajuste del empleo fue relativamente moderado, debido sobre todo a un marcado ajuste de las horas trabajadas y al atesoramiento de la mano de obra que ello supuso. Sin embargo, desde el comienzo de la crisis en 2008, el empleo total en la zona del euro se ha reducido en más de 4 millones de trabajadores y el desempleo se ha elevado por encima del 11,5 % (véase gráfico A). Esta evolución observada en la zona del euro en su conjunto enmascara el hecho de que los ajustes en el mercado de trabajo han variado notablemente de un país a otro².

El ajuste actual en el mercado de trabajo comparado con el llevado a cabo en crisis sistémicas anteriores³

Si bien el empleo en la zona del euro ha evolucionado peor a partir de 2008 que en el promedio de los ciclos anteriores, no se ha contraído tanto como en las crisis sistémicas registradas anteriormente en las economías de la OCDE. En los ciclos previos, el empleo se recuperó, en promedio, aproximadamente tres años después del máximo anterior observado en el PIB, frente al período medio de recuperación de cinco años correspondiente a las crisis sistémicas (véase gráfico B). El comportamiento del empleo en la crisis financiera actual, que ha sido relativamente mejor, puede deberse a diversas medidas en apoyo del empleo adoptadas en un etapa inicial de la crisis⁴. Sin embargo, como consecuencia de la debilidad de la recuperación y del deterioro posterior resultante de la crisis de la deuda soberana en la zona del euro, el empleo ha vuelto a descender recientemente.

Las tasas de actividad de la población han resistido relativamente bien y se mantienen en línea con los niveles observados durante los ciclos «medios», mientras que la experiencia de las crisis sistémicas anteriores sugiere, por lo general, caídas más significativas en la tasa de actividad (véase gráfico C). Concretamente, las tasas de actividad de las mujeres y de los trabajadores de más edad han evolucionado de manera más favorable que en crisis previas, compensando los efectos negativos sobre las tasas de actividad de los trabajadores con edades comprendidas entre los 25 y los 54 y, en particular, de los trabajadores jóvenes. Es probable que esta evolución refleje, en parte, reformas anteriores encaminadas a aumentar la integración laboral de las mujeres y los efectos de «trabajador adicional» derivados de un incremento de las necesidades financieras de los hogares en el período posterior a la crisis financiera. Por último, cabe la posibilidad de que las reformas de las pensiones llevadas a cabo previamente hayan respaldado la participación de los trabajadores de más edad, al aumentar la edad legal de jubilación y hacer que la jubilación anticipada resultara menos atractiva⁵.

1 Véase C. M. Reinhart y K. S. Rogoff, *This Time Is Different: Eight Centuries of Financial Folly*, Princeton University Press, Princeton, 2009.

2 Véase también el Structural Issues Report del BCE publicado en 2012 y titulado «Euro area labour markets and the crisis», 2012.

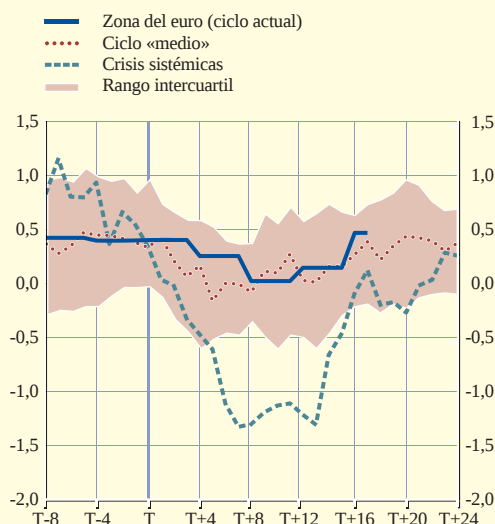
3 Antes de la actual crisis financiera se han registrado cinco crisis bancarias sistémicas en las economías avanzadas: España a finales de los años setenta, Noruega a finales de los ochenta, Finlandia y Suecia a principios de los noventa y Japón durante la década de los noventa. Para una definición de crisis sistémica, véase L. Laeven y F. Valencia, «Systemic Banking Crises: A New Database», *Working Paper Series* n.º 08/224, FMI, 2008. Véanse también «What happens during recessions, crunches and busts?», *Working Paper Series* n.º 08/274, FMI, 2008 y *Perspectivas de la Economía Mundial*, FMI, abril de 2009.

4 Véase también el artículo titulado «Ajustes de los mercados de trabajo a la recesión de la zona del euro», *Boletín Mensual*, BCE, julio de 2010.

5 El Structural Issues Report del BCE publicado en 2012 y titulado «Euro area labour markets and the crisis» concluye que este cambio en la composición del empleo puede explicar parte del limitado ajuste salarial observado en el período posterior a la crisis.

Gráfico C Participación de la población activa

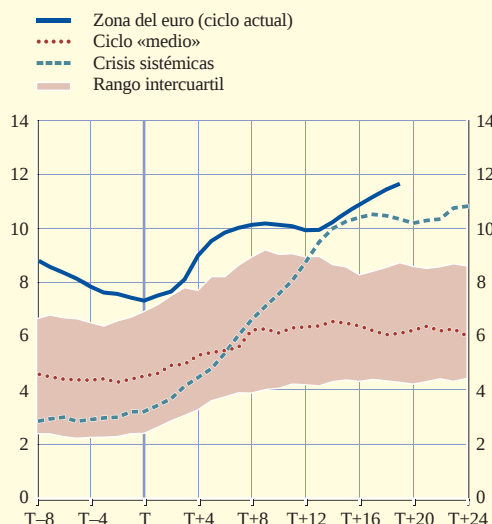
(tasas de variación interanual; datos trimestrales)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.
 Nota: Véase la nota del gráfico B.

Gráfico D Tasa de desempleo

(porcentajes de la población activa)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.
 Nota: Véanse las notas del gráfico B.

Además, la tasa de paro de la zona del euro ha aumentado notablemente, pasando de alrededor de un 8 % en 2008 a cerca del 12 % en los últimos meses. Aunque es habitual que en una crisis financiera se registre un importante aumento del desempleo, el gráfico D muestra que el crecimiento del paro ha seguido siendo hasta el momento menor que en crisis sistémicas anteriores, como consecuencia de las tendencias relativamente menos adversas del empleo. Sin embargo, como la tasa de desempleo de la zona del euro era muy elevada antes de la crisis, se sigue manteniendo por encima del nivel observado en anteriores episodios de crisis. La experiencia adquirida en las crisis previas sugiere que la tasa de paro se mantendrá durante algún tiempo considerablemente por encima de los niveles observados antes de la crisis (véase gráfico D).

Este recuadro se centra en la evolución del mercado de trabajo en la zona del euro en su conjunto. No obstante, el ajuste ha variado notablemente de un país a otro, como consecuencia de las diferencias en la flexibilidad laboral y en los marcos institucionales, así como de la medida en que han avanzado las reformas estructurales. De cara al futuro, la reintensificación de la recesión económica plantea dudas sobre la evolución futura del mercado de trabajo, que también dependerá de forma crucial del grado en que el marco institucional favorezca ajustes flexibles de los salarios y el empleo. En resumen, las reformas adicionales para mejorar la flexibilidad del mercado de trabajo ayudarán a reducir el riesgo de que el reciente crecimiento del paro pueda dar lugar a un aumento del desempleo estructural.

4.4 PERSPECTIVAS DE LA ACTIVIDAD ECONÓMICA

Los indicadores de opinión y las estadísticas disponibles continúan mostrando una persistente debilidad de la actividad económica en el último trimestre del año, aunque más recientemente algunos indicadores se han estabilizado en niveles reducidos y la confianza de los mercados financieros ha seguido mejorando. En el corto plazo, se prevé que la atonía de la actividad se mantenga el próximo año, como

consecuencia del impacto negativo de la debilidad de la confianza de consumidores e inversores y de la contención de la demanda exterior sobre la demanda interna. Más adelante en 2013 se debería registrar una recuperación gradual a medida que el tono acomodaticio de la política monetaria y la mejora significativa de la confianza de los mercados financieros hagan sentir sus efectos en la demanda interna privada, y el fortalecimiento de la demanda exterior debería apoyar también el crecimiento de las exportaciones.

Esta valoración queda reflejada en las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema de diciembre de 2012, que prevén que el crecimiento interanual del PIB real se sitúe en un intervalo comprendido entre el $-0,6\%$ y el $-0,4\%$ en 2012, entre el $-0,9\%$ y el $0,3\%$ en 2013 y entre el $0,2\%$ y el $2,2\%$ en 2014. En comparación con las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE, los intervalos correspondientes a 2012 y 2013 se han revisado a la baja.

Los riesgos en torno a las perspectivas económicas de la zona del euro siguen siendo a la baja. Estos riesgos están relacionados, principalmente, con la incertidumbre relativa a la resolución de los problemas de deuda soberana y de gobernanza de la zona del euro, y a que las cuestiones geopolíticas y las decisiones de política fiscal en Estados Unidos posiblemente tengan un efecto moderador sobre las expectativas durante más tiempo que el que se supone actualmente y retrasen adicionalmente la recuperación de la inversión privada, el empleo y el consumo.

5 EVOLUCIÓN DE LAS FINANZAS PÚBLICAS

Según las previsiones económicas de otoño de 2012 de la Comisión Europea, se están realizando importantes avances en la reducción de los desequilibrios presupuestarios en la zona del euro, como muestra el hecho de que se prevé que el déficit de las Administraciones Públicas descienda de forma acusada, desde el 4,1 % del PIB en 2011 hasta el 3,3 % del PIB en 2012. Se esperan nuevas mejoras en 2013 y —en menor medida— en 2014. Al mismo tiempo, se prevé que la ratio de deuda de las Administraciones Públicas supere el 90 % del PIB en 2012 y se sitúe en el 94,3 % del PIB en 2014. Se precisarán nuevos ajustes fiscales para eliminar los déficits excesivos en algunos países y, más en general, para aproximar las ratios de deuda pública al valor de referencia, en cumplimiento estricto de todos los compromisos adquiridos en virtud del marco de gobernanza reforzado.

EVOLUCIÓN DE LAS FINANZAS PÚBLICAS EN 2012

Según las previsiones económicas de otoño de 2012 de la Comisión Europea, se están realizando importantes avances en la reducción de los desequilibrios presupuestarios de la zona del euro. Se prevé que el déficit presupuestario de las Administraciones Públicas del conjunto de la zona pase del 4,1 % del PIB en 2011 al 3,3 % del PIB en 2012 (véanse cuadro 10 y gráfico 61). Esta disminución del déficit presupuestario queda plenamente explicada por la subida de 0,8 puntos porcentuales registrada en los ingresos públicos en relación con el PIB, hasta alcanzar el 46,2 % del PIB, mientras que se espera que el gasto en relación con el PIB se haya mantenido sin cambios en el 49,5 % del PIB (véanse cuadro 10 y gráfico 62). Se prevé que la deuda de las Administraciones Públicas en relación con el PIB de la zona del euro haya aumentado 4,8 puntos porcentuales, hasta el 92,9 %, en 2012. Este incremento refleja un ajuste déficit-deuda positivo y el denominado efecto de bola de nieve (el efecto sobre el incremento de la deuda de un diferencial positivo entre el tipo de interés nominal y la tasa de crecimiento), mientras que la contribución positiva del déficit primario se pronostica que sea muy reducida.

Se prevé que el déficit continúe cayendo y que el déficit de las Administraciones Públicas en relación con el PIB del conjunto de la zona del euro descienda hasta el 2,6 % del PIB en 2013 y algo más, hasta el 2,5 % del PIB, en 2014. Esta previsión se debe, a su vez, al aumento esperado de la ratio de ingresos, hasta el 46,6 % del PIB, y al retroceso de la ratio de gasto, hasta el 49,1 % del PIB, a finales de 2014. Al mismo tiempo, se vaticina que el crecimiento de la deuda de las Administraciones Públicas en relación con el PIB de la zona del euro se desacelere en 2013, como muestra la subida esperada de 1,6 puntos porcentuales, hasta el 94,5 % del PIB, en 2013, y que se invierta esta trayectoria en 2014, como consecuencia del efecto moderador del incremento gradual de los superávits primarios sobre la deuda.

Cuadro 10 Evolución de las finanzas públicas de la zona del euro

(en porcentaje del PIB, Administraciones Públicas)

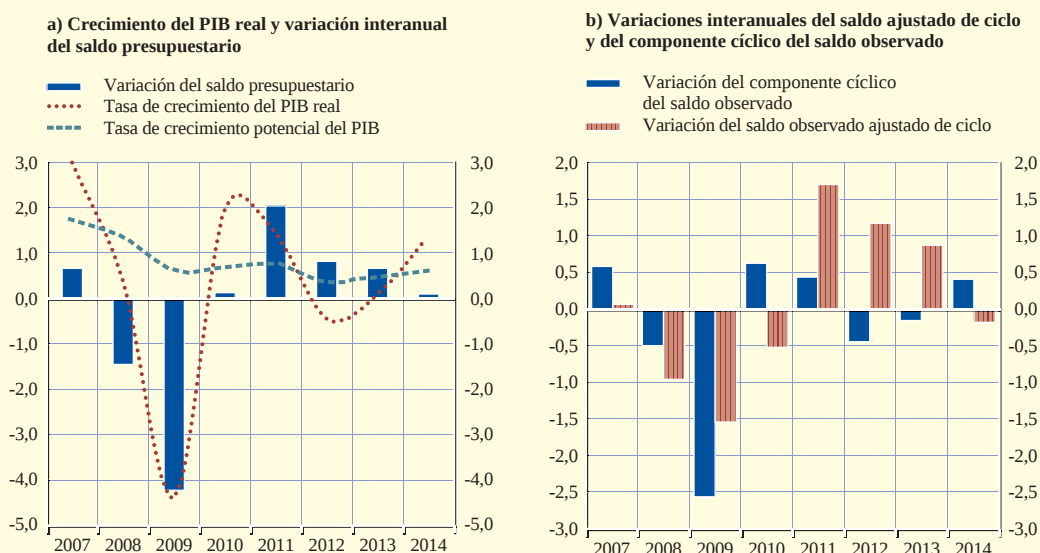
	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
a. Ingresos totales	45,0	44,9	44,8	45,4	46,2	46,8	46,6
b. Gastos totales	47,1	51,2	51,0	49,5	49,5	49,4	49,1
De los cuales:							
c. Gasto por intereses	3,0	2,9	2,8	3,0	3,1	3,2	3,3
d. Gasto primario (b - c)	44,1	48,4	48,1	46,5	46,4	46,2	45,8
Saldo presupuestario (a - b)	-2,1	-6,3	-6,2	-4,1	-3,3	-2,6	-2,5
Saldo presupuestario primario (a - d)	0,9	-3,5	-3,4	-1,1	-0,2	0,6	0,8
Saldo presupuestario ajustado de ciclo	-3,0	-4,6	-5,1	-3,4	-2,2	-1,3	-1,6
Deuda bruta	70,2	80,0	85,6	88,1	92,9	94,5	94,3
Pro memoria: PIB real (tasa de variación interanual)	0,4	-4,4	2,0	1,4	-0,4	0,1	1,4

Fuentes: Previsiones económicas de otoño de 2012 de la Comisión Europea y cálculos del BCE.

Nota: Pueden producirse discrepancias, debido al redondeo.

Gráfico 61 Determinantes de la evolución presupuestaria de la zona del euro

(en porcentaje del PIB; tasas de variación)



Fuentes: Previsiones económicas de otoño de 2012 de la Comisión Europea y cálculos del BCE. Los datos se refieren a las Administraciones Públicas.

EVOLUCIÓN DE LAS FINANZAS PÚBLICAS Y PLANES EN ALGUNOS PAÍSES

La corrección de los déficits excesivos también atestigua el avance general logrado en la reducción de los desequilibrios presupuestarios de la zona del euro. El 4 de diciembre, el Consejo Ecofin derogó el procedimiento de déficit excesivo (PDE) de Malta, tras haber derogado el de Alemania en junio¹. Además, según las previsiones económicas de otoño de 2012 de la Comisión Europea, Italia corregirá su déficit excesivo en el plazo de 2012 establecido en el PDE, los Países Bajos y Austria en 2013 y Portugal en 2014. Al mismo tiempo, a pesar de la consolidación fiscal y en un contexto de crecimiento débil y —en algunos casos— negativo (véase también el gráfico 61), persisten las dificultades para lograr, en una serie de países, los objetivos presupuestarios nominales y una corrección oportuna y sostenible de los déficits excesivos en los plazos acordados. A este respecto, las previsiones económicas de otoño de 2012 de la Comisión Europea muestran riesgos que afectan a la corrección de los déficits excesivos en Bélgica y Chipre en los plazos establecidos en los PDE. Se prevé que los riesgos que afectan a la corrección de los déficits excesivos en los plazos acordados para 2013 también persistirán en Francia, Eslovenia y, en menor medida, Eslovaquia. Finalmente, y de acuerdo con las políticas aplicadas actualmente, se prevé que España registre un déficit superior al valor de referencia del 3 % del PIB al cumplirse el plazo de 2014 establecido en su procedimiento de déficit excesivo.

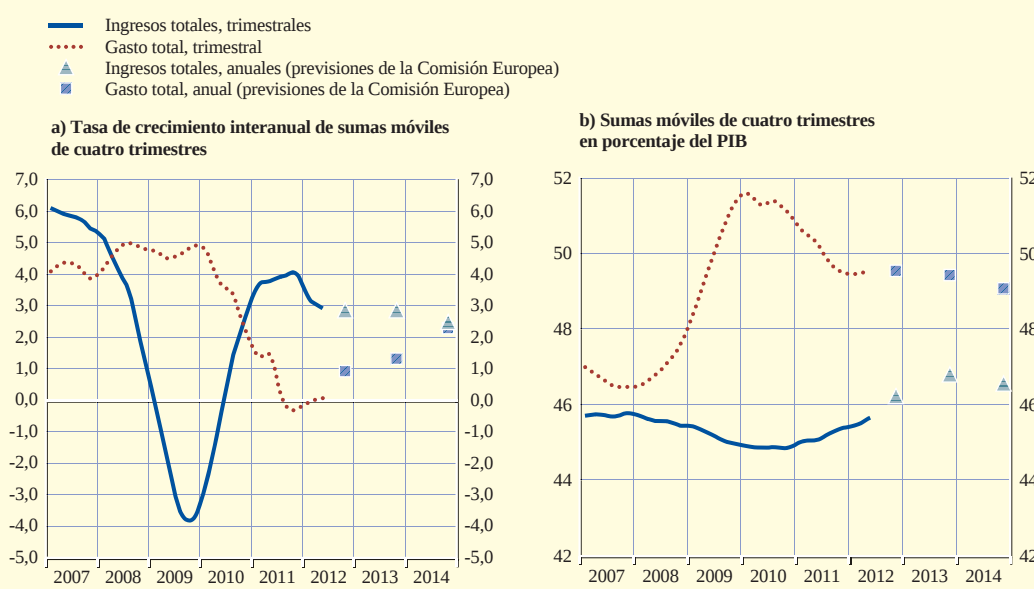
En este contexto de perturbaciones negativas inesperadas en términos de evolución del crecimiento y de las correspondientes dificultades para cumplir los plazos de los PDE, los días 10 de julio y 9 de octubre, respectivamente, el Consejo Ecofin concedió a España² y a Portugal³ una ampliación de un año, hasta 2014, para cumplir los plazos de sus PDE. El 13 de noviembre, el Eurogrupo refrendó una solicitud de

1 Todos los países de la zona del euro, salvo Alemania, Estonia, Luxemburgo, Malta y Finlandia están sujetos actualmente a la decisión del Consejo Ecofin sobre la existencia de un déficit excesivo.

2 Para más información, véase la Recomendación del Consejo encaminada a poner fin a la situación de déficit excesivo en España, disponible en el sitio web de la Comisión http://ec.europa.eu/economy_finance/economic_governance/sgp/pdf/30_edps/126-07_council/2012-07-10_es_126-7_council_en.pdf.

3 Para más información, véase la recomendación del Consejo encaminada a poner fin a la situación de déficit excesivo en Portugal, disponible en el sitio web de la Comisión http://ec.europa.eu/economy_finance/economic_governance/sgp/pdf/30_edps/126-07_council/2012-10-09_pt_126-7_council_en.pdf.

Gráfico 62 Estadísticas trimestrales de las finanzas públicas y proyecciones para la zona del euro



Fuentes: Los datos se refieren al sector de Administraciones Públicas. Cálculos del BCE basados en datos nacionales y de Eurostat, y previsiones económicas de otoño de 2012 de la Comisión Europea.
Notas: Los gráficos muestran la evolución de los ingresos y los gastos totales en términos de sumas móviles de cuatro trimestres para el período comprendido entre el primer trimestre de 2007 y el segundo trimestre de 2012, más las previsiones anuales para 2012, 2013 y 2014 obtenidas de las previsiones económicas de otoño de 2012 de la Comisión Europea.

las autoridades griegas para conceder a Grecia una ampliación de dos años (hasta 2016) con el fin de lograr el objetivo de déficit primario del 4,5 % del PIB establecido de conformidad con el segundo programa de ajuste. El 4 de diciembre, el Consejo Ecofin aprobó para Grecia una ampliación de dos años para cumplir el plazo de su PDE.

A continuación se presenta un breve análisis de la reciente evolución de las finanzas públicas en los países más grandes de la zona del euro, en los países acogidos al programa de la UE y el FMI y en Chipre.

En Alemania, según los datos de caja, los ingresos por impuestos directos, en particular, han seguido creciendo con más intensidad de lo esperado en los últimos meses. Así pues, Alemania podría estar próxima a lograr un presupuesto casi equilibrado en términos nominales ya en 2012. El 23 de noviembre, el Parlamento alemán aprobó el presupuesto para 2013, que no contiene ninguna medida fiscal importante que afecte a las perspectivas de las finanzas públicas.

En Francia se está debatiendo actualmente en el Parlamento el Proyecto de Ley de Presupuestos. El Gobierno prevé reducir el déficit de las Administraciones Públicas desde el nivel estimado en estos momentos del 4,5% del PIB en 2012 hasta el 3% del PIB en 2013 para cumplir los plazos del PDE. La consolidación fiscal depende, principalmente, de subidas impositivas equivalentes a aproximadamente el 1,2 % del PIB. El 6 de noviembre de 2012, el Gobierno francés anunció varias medidas para apoyar la competitividad de la economía francesa. La medida fundamental es una deducción fiscal permanente para las empresas, que asciende al 1 % del PIB anual, y que cubre tres años (2014-2016). Se espera que el impacto presupuestario de esta medida sea nulo, ya que la caída de ingresos derivada de esta deducción fiscal se financiará a través de un aumento de los tipos del IVA (a partir de enero de 2014), de cambios en el entorno impositivo y de una reducción del gasto público.

En Italia, el 9 de octubre el Gobierno adoptó la denominada Ley de Estabilidad —que se supone que será casi neutral en términos presupuestarios— para el período 2013-2015. Durante la tramitación parlamentaria de esta Ley se han introducido, y puede que se sigan introduciendo, enmiendas. El incremento de 2 puntos porcentuales tanto en el tipo intermedio (10 %) como en el tipo general (21 %) que se había previsto anteriormente no se aplicará ahora. Solo aumentará el tipo más alto —en solo un punto porcentual— hasta el 22 % a partir de julio de 2013. La Ley de Estabilidad también prevé deducciones impositivas adicionales, así como recortes del gasto, incluso en las áreas de administración local y sanidad.

En España, en los primeros nueve meses del año —y si se excluye la recapitalización bancaria— el saldo de las Administraciones Públicas era solo moderadamente más bajo que en el mismo período de 2011. El gasto público no destinado al pago de intereses y a prestaciones sociales ha caído de forma acusada, pero su impacto en el saldo público se ha visto hasta la fecha contrarrestado en gran medida por el descenso de la recaudación tributaria y el aumento del gasto destinado al pago de intereses de la deuda y a prestaciones sociales. Se espera que el saldo público caiga de manera más pronunciada en el último trimestre, cuando el grueso de los cambios en la fiscalidad de la Administración Central, las reformas en la sanidad y la educación adoptadas en abril y la supresión de la paga extra de Navidad de los empleados públicos tengan mayor impacto sobre las cuentas públicas. Por lo que se refiere a 2013, a finales de septiembre se presentó ante el Parlamento el Proyecto de Ley de Presupuestos Generales del Estado. El proyecto incluye nuevas medidas tributarias (límites a las deducciones del impuesto de sociedades, gravamen sobre los premios de loterías y nuevos impuestos sobre los biocombustibles y el gas natural) encaminadas a lograr unos ingresos cercanos al 0,5 % del PIB, así como recortes en el gasto de los ministerios próximos al 0,4 % del PIB. El proyecto de presupuesto también suspendió el recorte de 1 punto porcentual previsto en las cotizaciones a la Seguridad Social, cuyo coste hubiera ascendido a cerca del 0,25 % del PIB. La mayor parte de los Gobiernos de las Comunidades Autónomas han presentado ya sus propuestas de presupuestos para 2013. Todo lo anterior apunta hasta el momento a recortes del gasto del orden del 4 % en total, pero también a unos ingresos más bajos que lo inicialmente presupuestado para este año.

En Grecia, los ingresos públicos hasta octubre de 2012 estaban muy por debajo de los objetivos del programa, en parte debido a que la recesión fue más profunda de lo esperado, pero también a retrasos en la aplicación del proceso de reformas. Al mismo tiempo, el Gobierno mantuvo el gasto muy por debajo de los niveles presupuestados, lo que es consecuencia, en parte, de la baja tasa de utilización del presupuesto destinado a inversión y, en menor medida, refleja la acumulación de deudas impagadas. En el transcurso del mes de noviembre, el Parlamento aprobó el presupuesto para 2013, que especifica detalladamente el paquete fiscal necesario para lograr los objetivos presupuestarios en 2013-2014. El paquete incluye medidas que representan aproximadamente el 7,3 % del PIB, que, en su mayoría, se aplicarán rápidamente y que se basan principalmente en el gasto. Alrededor de dos tercios de las medidas de gasto afectan a las pensiones y los salarios, los dos componentes del presupuesto que contribuyeron —más que ningún otro componente— a la acumulación de los desequilibrios después de la crisis de 2009. El Gobierno griego también está pensando adoptar, para finales de año, una reforma global del impuesto sobre la renta encaminada a ampliar la base tributaria y a revisar la estructura de los tipos impositivos. El Parlamento también aprobó una serie de reformas sobre la administración tributaria y los controles presupuestarios que, junto, con la racionalización de la administración pública, fortalecerá las instituciones tributarias y la disciplina fiscal de cara al futuro. El 27 de noviembre, el Eurogrupo y el FMI acordaron un nuevo objetivo de deuda para Grecia (124 % del PIB en 2020), allanando el camino para el desembolso del siguiente tramo de financiación bajo el programa de la UE y el FMI. El acuerdo consta de una serie de medidas, que incluyen la recompra de deuda griega, la devolución a Grecia de los beneficios obtenidos con el programa para los mercados de valores, la reducción de los tipos de interés del instrumento de

préstamo a Grecia (GLF), una ampliación de los vencimientos de este instrumento y del Mecanismo Europeo de Estabilización Financiera (MEEF), y el aplazamiento del pago de intereses al MEEF.

En Portugal, la senda de consolidación fiscal se ha ajustado tras la quinta revisión trimestral llevada a cabo en virtud del programa financiero de la UE y el FMI. Los objetivos de déficit se han revisado al alza, hasta el 5 % del PIB en 2012, el 4,5 % del PIB en 2013 y el 2,5 % del PIB en 2014. La sexta revisión trimestral llegó a la conclusión de que el programa financiero de la UE y el FMI para Portugal va, en general, por buen camino. El 27 de noviembre, el Parlamento portugués aprobó el presupuesto para 2013. El presupuesto incluye medidas de consolidación adicionales que representan alrededor del 3 % del PIB, el grueso del cual proviene de los ingresos.

En Irlanda, los planes de ajuste fiscal a medio plazo se mantienen sin cambios, y se espera cumplir ampliamente el objetivo presupuestario para 2012. En la actualización del plan presupuestario a medio plazo se detallan planes de ajustes adicionales a partir de 2013, que confirman que un tercio de las medidas de consolidación afectarán a los ingresos y el resto a los gastos. El presupuesto para 2013 se presentó el 5 de diciembre e incluye medidas que están en línea con los planes a medio plazo. Además, se prevé revertir completamente los importantes excesos registrados en 2012 en el gasto sanitario mediante la introducción de nuevas medidas de ahorro en este sector.

En Chipre, los datos de caja mensuales correspondientes a los diez primeros meses apuntan a que la recaudación tributaria y los ingresos por las cotizaciones sociales han sido menores de lo esperado. En noviembre, una misión de la Comisión Europea/BCE/ FMI se reunió con las autoridades chipriotas para debatir los elementos clave del programa de ajuste macroeconómico. Se acordaron avances sobre las políticas fundamentales para fortalecer las finanzas públicas, restablecer la salud del sistema financiero y reforzar la competitividad, con el fin de allanar el camino para que la economía retorne al crecimiento sostenido y a la estabilidad financiera.

RETOS PARA LA POLÍTICA FISCAL

Hasta el momento, la respuesta de política fiscal a la crisis de la deuda soberana ha sido integral en muchos aspectos, entre ellos se incluye la magnitud de las medidas de consolidación presupuestaria, con ajustes estructurales de gran calado sobre todo en los países de la zona del euro acogidos al programa de la UE y el FMI. También incluye avances en el fortalecimiento del marco de gobernanza de la UE, así como debates sobre la manera de completar la unión económica monetaria progresando en la integración financiera, fiscal, económica y política.

A pesar de los avances realizados, aún persisten importantes desafíos en el corto plazo. Ante todo, son necesarios nuevos esfuerzos para restablecer la sostenibilidad de la deuda a largo plazo. Por ello, es esencial mantener el impulso para reducir los desequilibrios presupuestarios. Si bien podría observarse un deterioro transitorio en el crecimiento derivado de la consolidación presupuestaria, los ajustes fiscales bien diseñados dan lugar a una mejora permanente del saldo estructural y, por lo tanto, a un efecto favorable en la senda de la deuda en relación con el PIB (véase recuadro 6). Por consiguiente, el aplazamiento del necesario ajuste presupuestario no es una alternativa creíble a la corrección oportuna de los desequilibrios fiscales.

Las estrategias presupuestarias deberían, por lo tanto, cumplir estrictamente todos los compromisos adquiridos en virtud del Pacto de Estabilidad y Crecimiento y sobre todo en los PDE. Los países con dificultades para cumplir los plazos establecidos en los PDE deberán modificar sus presupuestos para 2013, con el fin de acelerar los esfuerzos estructurales que permiten reducir el déficit presupuestario,

en términos nominales, por debajo del valor de referencia del 3 % de manera sostenible en los plazos acordados. Ciertamente, el cumplimiento de los objetivos presupuestarios nominales acordados supone un importante ancla para las expectativas relativas a la senda hacia unas finanzas públicas sostenidas. Al mismo tiempo, el Pacto de Estabilidad y Crecimiento brinda un margen de maniobra a los países sujetos a un período de bajo crecimiento inesperadamente prolongado. A pesar de ello, cualquier decisión de conceder una ampliación de los plazos establecidos en los PDE debe basarse en el objetivo prioritario de lograr la sostenibilidad de las finanzas públicas sin demora alguna.

Resulta crucial que la confianza de los inversores en la sostenibilidad fiscal no solo esté anclada de corto a medio plazo, sino también en el largo plazo. Tal claridad de visión mejoraría los cimientos del crecimiento económico sostenible en Europa y en la zona del euro. En este sentido y tras el informe provisional de octubre, el presidente del Consejo Europeo, en colaboración con los presidentes de la Comisión Europea, del Eurogrupo y del BCE, presentarán ante el Consejo Europeo de 13 y 14 de diciembre una hoja de ruta para profundizar en la UEM. En el núcleo de esta unión más profunda se encuentra un nuevo reparto de la soberanía fiscal, que proporcionará a la zona del euro la facultad de evitar y corregir eficazmente políticas insostenibles en cada uno de los países que la conforman.

Recuadro 6

EL PAPEL DE LOS MULTIPLICADORES FISCALES EN EL DEBATE ACTUAL SOBRE LA CONSOLIDACIÓN

Desde que comenzó la crisis de la deuda soberana, varios Estados miembros de la UE han adoptado amplias medidas de consolidación para restablecer la sostenibilidad de las finanzas públicas y preservar la solvencia soberana. Al mismo tiempo, las previsiones de actividad económica de algunos países se han revisado reiteradamente a la baja. Algunos consideran que el menor crecimiento es atribuible principalmente a que los multiplicadores fiscales de corto plazo (esto es, el impacto de las medidas discrecionales de política fiscal sobre la producción) son más elevados que el valor estándar. Una opinión extrema es que es posible que, actualmente, los multiplicadores sean tan elevados que la consolidación fiscal podría ser contraproducente, al menos en el corto plazo.

Este debate se ha visto impulsado adicionalmente por el informe del FMI «Perspectivas de la Economía Mundial»¹ de octubre de 2012, que sugiere que los multiplicadores fiscales de corto plazo empleados en la elaboración de las previsiones de crecimiento para los años de crisis 2010-2011 se subestimaron de manera sistemática (y que el valor del multiplicador real posiblemente fuera 1,7 en vez del 0,5 usado en las proyecciones del FMI). Por otro lado, la Comisión Europea (CE), en su informe sobre las previsiones económicas de otoño de 2012², recomienda no utilizar anteriores errores de predicción como evidencia indirecta del tamaño real del multiplicador de la consolidación fiscal³. La CE muestra, centrándose únicamente en la zona del euro, que la correlación entre los errores de predicción del crecimiento y las modificaciones de la orientación de la política fiscal se rompe cuando también se consideran los aumentos de los rendimientos de la deuda soberana. Si se tiene en cuenta este factor, la evidencia es acorde con la tesis de que los multiplicadores de corto plazo son inferiores a 1, lo que hasta ahora se ha considerado estándar en la literatura empírica.

1 Véase el enlace en <http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2012/02/pdf/text.pdf>

2 Véase el recuadro 1.5, titulado «Forecast errors and multiplier uncertainty» en *European Economy*, Comisión Europea, n.º 7/2012.

3 Además, los errores de predicción anteriores también están asociados a otros factores, como unos precios del petróleo más elevados de lo esperado y las medidas de consolidación incorporadas en la previsión fiscal de referencia.

El informe de la CE también hace referencia a los resultados de las simulaciones realizadas con modelos estructurales de diversas instituciones para determinar si los multiplicadores de corto plazo son más elevados en épocas de crisis que en circunstancias normales. Tomando como base su modelo QUEST, la CE considera que, en circunstancias normales, el multiplicador de corto plazo de una serie de medidas discrecionales de consolidación de carácter permanente, y con una composición equilibrada, para el agregado de la UE se sitúa en torno a 0,4, pudiendo aumentar a 0,5-0,7 en épocas de crisis, por ejemplo, en un entorno de saneamiento presupuestario a escala mundial y con tipos de interés nominales acotados por el límite inferior cero.

Este recuadro complementa el debate y sostiene que el enfoque centrado en los multiplicadores de corto plazo es demasiado limitado. Aunque es necesario tener en cuenta los efectos a corto plazo de la consolidación, lo más importante es la contribución de este proceso a la sostenibilidad de las finanzas públicas a largo plazo. Centrar excesivamente la atención en el corto plazo podría hacer que se repitan errores anteriores de política fiscal, dando lugar a que las ratios de deuda no se estabilicen con la suficiente rapidez y a que los procesos de ajuste sean más prolongados y difíciles de lo necesario.

Multiplicadores fiscales basados en el nuevo modelo general para el conjunto de la zona del euro del BCE

En la siguiente sección se utiliza el nuevo modelo general para el conjunto de la zona del euro (modelo NAWM) del BCE para examinar, mediante simulaciones basadas en el modelo, la magnitud de los efectos a corto y largo plazo de la consolidación presupuestaria en el PIB real haciendo uso de supuestos alternativos⁴. Estas simulaciones no pretenden ofrecer una explicación cuantitativa exacta de las medidas de consolidación fiscal que se han aplicado o que probablemente se apliquen en países concretos de la zona del euro, sino identificar los factores clave relevantes para determinar sus efectos a corto y largo plazo. Para ello, las simulaciones consideran la zona del euro en su conjunto.

Multiplicadores fiscales de corto plazo

En el gráfico A se presentan los multiplicadores de corto plazo del PIB para varios instrumentos fiscales basados en el gasto y en los ingresos. Los escenarios de consolidación simulados se refieren a una modificación permanente del instrumento fiscal respectivo, con el fin de alcanzar una reducción gradual (del 90 % al 60 %) de la deuda pública en relación con el PIB, en consonancia con el valor de referencia del Tratado⁵. En el gráfico se aprecia que, en general, la consolidación fiscal influye negativamente en el PIB a corto plazo, observándose que el tamaño de los multiplicadores de corto plazo varía sensiblemente en los distintos instrumentos fiscales. El efecto negativo es más pronunciado en un contexto de credibilidad imperfecta, por ejemplo, si los mercados desconfían inicialmente del compromiso del Gobierno de aplicar íntegramente las medidas de consolidación anunciadas. Con todo, incluso en este caso, los multiplicadores negativos superiores a 1 son una excepción que se circunscribe a recortes del gasto productivo (inversión pública). Además, varios factores pueden servir para reducir los multiplicadores de corto plazo.

4 El análisis se basa en una versión ampliada del modelo NAWM descrito en G. Coenen, P. McAdam y R. Straub, «Tax reform and labour-market performance in the euro area: a simulation-based analysis using the New Area-Wide Model», *Journal of Economic Dynamics and Control*, n.º 32(8), pp. 2543-2583, 2008.

5 La perturbación de carácter permanente que incide en las finanzas públicas asciende al 1 % del PIB inicial en estado estacionario. El margen de maniobra presupuestario creado por la consolidación se utiliza únicamente para reducir la deuda pública en los diez primeros años. Posteriormente, se permite que los impuestos sobre las rentas del trabajo se ajusten en respuesta a las desviaciones del déficit público de su objetivo a largo plazo (que es acorde con una ratio de deuda del 60% en relación con el PIB).

En primer lugar, los multiplicadores de corto plazo son mucho más reducidos en un entorno de plena credibilidad, como sucede, por ejemplo, si los mercados están convencidos de que las medidas de consolidación anunciadas se aplicarán íntegramente y serán de carácter duradero (véase el segundo escenario en el gráfico A). Un entorno de plena credibilidad crea un margen de maniobra presupuestario al cabo de diez años, que en los supuestos empleados en las simulaciones se utiliza para reducir el tipo impositivo aplicado a las rentas del trabajo. El hecho de que los mercados anticipen futuros recortes de impuestos se traduce en efectos favorables por el lado de la oferta, entre los que se incluye un incremento de la oferta de trabajo incluso en el corto plazo, que a su vez modera el impacto negativo a corto plazo de la consolidación.

En segundo lugar, los multiplicadores de corto plazo tienden a ser más reducidos si la disminución a medio plazo de la ratio de deuda pública en relación con el PIB está asociada a un descenso de la prima de riesgo soberano (véase el tercer escenario del gráfico 1). Este escenario parte del supuesto de una caída de 30 puntos básicos de la prima de riesgo, acorde, en líneas generales, con conclusiones anteriores de la literatura⁶. Esto reduce la carga de la deuda pública y los costes de financiación del sector privado, estimulando así la inversión privada.

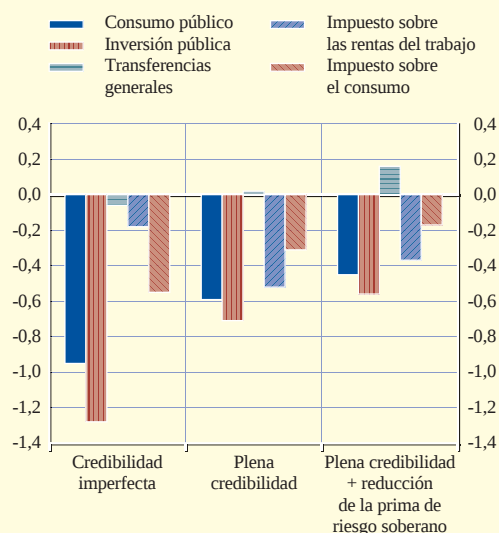
En tercer lugar, los multiplicadores de corto plazo dependen de la composición de las medidas de consolidación. Se considera que las subidas de impuestos y las reducciones de transferencias están asociadas a unos multiplicadores de corto plazo más bajos que los recortes del consumo o de la inversión públicos (esta última relacionada con el mayor retroceso del PIB real).

El tamaño del multiplicador de corto plazo también es sensible a las características estructurales de la economía, como la proporción de hogares con restricciones de liquidez o de crédito. Un mayor porcentaje de hogares sometidos a este tipo de restricciones se traduce, a igualdad de otros factores, en unos multiplicadores algo más elevados. Esto se debe a que estos hogares tienen menos capacidad para suavizar su consumo a lo largo del tiempo y, por tanto, de responder a las medidas de consolidación, lo que afecta a su renta disponible actual a través de reducciones del consumo mayores que las de los hogares que pueden obtener crédito o desahorrar.

Multiplicadores fiscales de largo plazo

A largo plazo, la consolidación fiscal reporta beneficios considerables no sólo en lo que respecta a la sostenibilidad de las finanzas públicas, sino también cuando se mide en términos del PIB (véase

Gráfico A Multiplicadores de corto plazo del PIB



Notas: Simulaciones basadas en el modelo NAWM. Los multiplicadores de corto plazo corresponden a los efectos sobre el nivel medio del PIB real durante los dos primeros años de consolidación fiscal.

6 Véase, por ejemplo, T. Laubach, «New evidence on the interest rate effects of budget deficits and debt», *Journal of the European Economic Association*, n.º 7(4), pp. 1-28, 2009.

gráfico B). El tamaño del multiplicador de largo plazo es independiente del grado de credibilidad. En las simulaciones de base con una prima de riesgo constante, la consolidación va asociada a efectos positivos en el PIB real a largo plazo para todos los instrumentos fiscales (excepto la inversión pública), reflejando la reducción del tipo impositivo aplicado a las rentas del trabajo en respuesta a la materialización de un margen de maniobra presupuestario. Los componentes no productivos del gasto público, esto es, el consumo y las transferencias, tienen efectos más positivos en el PIB real que los instrumentos impositivos. Estos resultados están en consonancia con la evidencia empírica disponible que apunta a un mayor nivel de éxito de las consolidaciones fiscales basadas en el gasto⁷.

Si, además, se parte del supuesto de que las medidas de consolidación fiscal conducen a un descenso de la prima de riesgo soberano, los beneficios a largo plazo de la consolidación resultan ser considerablemente superiores a los obtenidos en las simulaciones de base. La reducción de los costes de financiación del Gobierno, como consecuencia de unos tipos de interés nominales a largo plazo más bajos, mejora la situación presupuestaria del sector público, aumentando con ello el margen de maniobra para reducir el tipo impositivo aplicado a las rentas del trabajo. Al mismo tiempo, un descenso de los costes de financiación del sector privado se traduce en un aumento del *stock* de capital del conjunto de la economía.

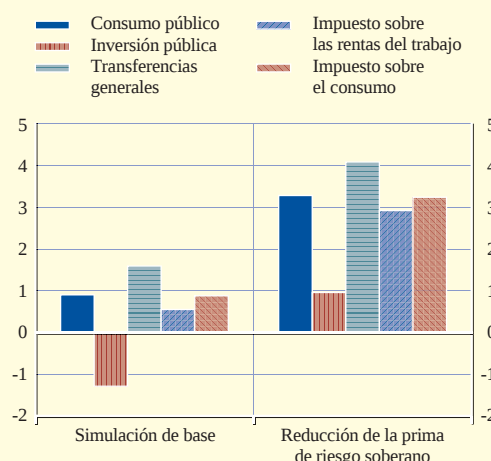
Matizaciones sobre los efectos de la consolidación fiscal

Habida cuenta del debate que está teniendo lugar actualmente, aunque el tamaño de los multiplicadores fiscales de corto plazo es importante, solo proporciona una perspectiva limitada sobre la sostenibilidad fiscal, así como sobre el análisis y la vigilancia de las finanzas públicas. En vista de las consideraciones anteriores, es necesario tener en cuenta algunas matizaciones al valorar el multiplicador fiscal y los efectos de la consolidación fiscal:

i) El tamaño del multiplicador fiscal puede reducirse aumentando la credibilidad de las medidas de consolidación y de otras medidas complementarias

Como se ha indicado anteriormente, si la consolidación fiscal puede comunicarse de manera creíble como parte de un proceso de ajuste necesario que permitiría, por ejemplo, reducir la carga impositiva futura, se incrementaría inmediatamente la confianza de los consumidores y de los inversores. La confianza puede aumentarse aún más si la consolidación fiscal va acompañada de reformas estructurales con efectos de oferta positivos en el largo plazo.

Gráfico B Multiplicadores de largo plazo del PIB



Notas: Simulaciones basadas en el modelo NAWM. Los multiplicadores de largo plazo se refieren a la desviación porcentual del nuevo nivel del PIB real en estado estacionario que se alcanza cuando los efectos transitorios de los procesos de ajuste han revertido con respecto al nivel inicial del PIB real en estado estacionario. En las simulaciones realizadas, estos procesos de ajuste llevan más de diez años.

⁷ Véase A. Alesina, C. Favero y F. Giavazzi (2012), «The output effect of fiscal consolidations», *NBER Working Papers*, n.º 18336; A. Alesina y S. Ardagna (2012), «The design of fiscal adjustments», *NBER Working Papers*, n.º 18423.

ii) Otros factores que influyen en las perspectivas de crecimiento a corto plazo

Los riesgos para las perspectivas macroeconómicas pueden proceder de la incertidumbre existente en torno no solo al tamaño de los multiplicadores fiscales, sino también a las medidas de consolidación fiscal incorporadas en la previsión de referencia y, por tanto, a las posibles medidas de consolidación adicionales. Además, por lo que respecta al impacto de la política fiscal, la reciente disminución de la confianza y el consiguiente deterioro económico, en particular, no pueden atribuirse únicamente al impacto de la consolidación fiscal y, por ende, tomarse como evidencia de que los multiplicadores fiscales son más elevados, como algunos han sugerido recientemente. Han intervenido muchos otros factores (por ejemplo, la evolución de los precios del petróleo y del tipo de cambio), y aclarar su interacción, que en ocasiones es compleja —también en este análisis— es una tarea complicada.

iii) La consolidación fiscal genera efectos positivos sobre el crecimiento en el largo plazo

Si bien la consolidación fiscal puede influir adversamente en el crecimiento en el corto plazo, los efectos a medio y largo plazo son positivos y compensan con creces cualquier retroceso que pueda producirse en el corto plazo. Por otra parte, no es conveniente que los Gobiernos adopten medidas de consolidación con un sesgo contrario a las medidas de gasto porque —aunque su impacto negativo en el corto plazo puede ser más acusado que el de las medidas basadas en los ingresos— tienden a ser las más beneficiosas en términos de las perspectivas de crecimiento a medio y largo plazo. En general, debido también al gran tamaño del sector público en muchos países, la mayor parte del ajuste fiscal debería acometerse por el lado del gasto, evitándose al mismo tiempo recortes del gasto público productivo. Además, el margen de maniobra adicional creado por las medidas de consolidación puede utilizarse, en el medio plazo, para reducir los impuestos más perjudiciales para el crecimiento (por ejemplo, los impuestos sobre las rentas del trabajo).

Conclusiones

El debate actual parece estar centrado excesivamente en el tamaño del multiplicador fiscal de corto plazo. Una consolidación adecuadamente diseñada conduce a una mejora permanente del saldo estructural, mientras que el deterioro del crecimiento, si se produce, es solo temporal. La consolidación fiscal tiene un impacto favorable en la evolución de la deuda en relación con el PIB, algo que en estos momentos es más importante que nunca para restablecer la confianza en la sostenibilidad de las finanzas públicas de la zona del euro y de otras economías.

6 PROYECCIONES MACROECONÓMICAS ELABORADAS POR LOS EXPERTOS DEL EUROSISTEMA PARA LA ZONA DEL EURO

A partir de los datos disponibles hasta el 23 de noviembre de 2012, los expertos del Eurosistema han elaborado una serie de proyecciones sobre la evolución macroeconómica de la zona del euro. Tras un leve descenso de la actividad en el tercer trimestre de 2012, el PIB real seguirá reduciéndose ligeramente a corto plazo. Esta perspectiva a corto plazo es consecuencia de la debilidad de la demanda externa y de los efectos combinados adversos que ejerce sobre la demanda interna el frágil clima económico relacionado con las tensiones en los mercados financieros de la zona del euro, la consolidación fiscal, los elevados precios de las materias primas y el desapalancamiento del sector privado. Suponiendo que las tensiones en los mercados financieros no sigan intensificándose, el PIB real se recuperará modestamente en 2013, apoyado por el efecto favorable en las exportaciones de la recuperación de la demanda externa y la mejora de la competitividad en términos de costes, el efecto favorable en la demanda privada interna de la orientación acomodaticia de la política monetaria y el impacto positivo en la renta real disponible de un descenso de la inflación, debido principalmente a la bajada de los precios de los alimentos y las materias primas. De acuerdo con estas proyecciones, el crecimiento medio anual del PIB real se situará entre el -0,6 % y el -0,4 % en 2012, entre el -0,9 % y el 0,3 % en 2013, y entre el 0,2 % y el 2,2 % en 2014.

La inflación medida por el IAPC en la zona del euro se reducirá durante el horizonte temporal considerado. La tasa media de inflación general medida por el IAPC se situará en torno al 2,5 % en 2012, y entre el 1,1 % y el 2,1 % en 2013 y el 0,6 % y el 2,2 % en 2014. Este descenso estará determinado por la desaceleración de los componentes de alimentos y energía, como consecuencia de la bajada de los precios de las materias primas. La inflación medida por el IAPC excluidos los alimentos y la energía se mantendrá en general estable durante el horizonte de las proyecciones.

- 1 Las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema han sido preparadas conjuntamente por los expertos del BCE y de los bancos centrales nacionales de la zona del euro, y constituyen una aportación semestral a la valoración que el Consejo de Gobierno realiza sobre la evolución económica y los riesgos para la estabilidad de precios. En la publicación titulada «A guide to Eurosystem staff macroeconomic projection exercises» (BCE, junio de 2001), disponible en la dirección del BCE en Internet, se facilita más información sobre los procedimientos y técnicas utilizados. Para expresar el grado de incertidumbre que rodea las proyecciones, se presentan, para cada variable, intervalos basados en las diferencias entre las cifras observadas y las proyecciones elaboradas en los últimos años. La amplitud de estos intervalos es dos veces el valor absoluto medio de esas diferencias. La técnica utilizada, que prevé una corrección por acontecimientos excepcionales, se explica en la publicación titulada «New procedure for constructing Eurosystem and ECB staff projection ranges» (BCE, diciembre de 2009), que también puede consultarse en la dirección del BCE en Internet

Recuadro 7

SUPUESTOS TÉCNICOS RELATIVOS A LOS TIPOS DE INTERÉS, LOS TIPOS DE CAMBIO, LOS PRECIOS DE LAS MATERIAS PRIMAS Y LAS POLÍTICAS FISCALES

Los supuestos técnicos relativos a los tipos de interés y a los precios de las materias primas se basan en las expectativas de los mercados consideradas hasta el 15 de noviembre de 2012. El supuesto sobre los tipos de interés a corto plazo tiene un carácter puramente técnico. Dichos tipos se miden por el euríbor a tres meses y las expectativas de los mercados se basan en los tipos de interés de los futuros. Según esta metodología, el nivel medio de los tipos de interés a corto plazo será del 0,6 % en 2012, el 0,2 % en 2013 y el 0,3 % en 2014. Las expectativas de los mercados sobre el rendimiento nominal de la deuda pública a diez años de la zona del euro muestran un nivel medio del 3,8 % en 2012, el 3,6 % en 2013 y el 4,0 % en 2014. Como reflejo de la trayectoria de los tipos de interés de mercado futuros y de la transmisión gradual de las variaciones de los tipos de interés de mercado a

los tipos de interés aplicados a los préstamos, se espera que los tipos aplicados por las entidades bancarias a los préstamos a corto y a largo plazo toquen fondo en 2013 y aumenten de manera gradual posteriormente. Se prevé que las condiciones de oferta de crédito afecten negativamente a la actividad económica de la zona del euro en 2012 y 2013 y sean relativamente neutrales en 2014. En cuanto a los precios de las materias primas, sobre la base de la trayectoria implícita en los mercados de futuros en las dos semanas previas a la fecha de cierre de los datos, se considera que los precios del barril de Brent se situarán, en promedio, en 111,7 dólares estadounidenses en 2012, 105,0 en 2013 y 100,5 en 2014. Los precios de las materias primas no energéticas en dólares estadounidenses se reducirán previsiblemente en un 7,5 % en 2012 y un 1,5 % en 2013, y aumentarán un 3,3 % en 2014.¹

Partiendo del supuesto de que durante el horizonte temporal de las proyecciones los tipos de cambio bilaterales permanecerán estables en los niveles medios registrados en las dos semanas previas a la fecha de cierre de los datos, se proyecta que el tipo de cambio entre el euro y el dólar estadounidense se sitúe en 1,28 durante todo el horizonte considerado. En promedio, el tipo de cambio efectivo del euro se depreciará en un 5,5 % en 2012 y un 0,9 % en 2013.

Los supuestos relativos a la política fiscal se basan en los planes presupuestarios nacionales de cada uno de los países de la zona del euro a fecha de 23 de noviembre de 2012, e incluyen todas las medidas que ya han sido aprobadas por los parlamentos nacionales o que han sido concretadas en detalle por los Gobiernos y probablemente sean aprobadas tras su tramitación legislativa.

1 Los supuestos relativos a los precios del petróleo y los alimentos se basan en los precios de los futuros hasta el final del horizonte temporal de las proyecciones. Los supuestos referidos a otras materias primas no energéticas reflejan los precios de los futuros hasta el último trimestre de 2013 y, a partir de entonces, una evolución acorde con la actividad económica mundial.

ENTORNO INTERNACIONAL

El crecimiento del PIB real mundial (excluida la zona del euro) repuntará gradualmente desde el 3,7 % registrado en 2012 hasta el 3,8 % en 2013 y el 4,5 % en 2014. Tras una pérdida de impulso en el segundo trimestre de 2012, los datos recientes sobre el PIB en algunas regiones apuntan a una modesta recuperación de la actividad económica mundial hacia finales de año. A medio plazo, se prevé que el ritmo de crecimiento de la economía mundial se vea frenado por un reequilibrio sectorial limitado en las economías avanzadas y la necesidad de proseguir el saneamiento de los balances de los sectores público y privado de esas economías. Pese a los progresos realizados en algunos ámbitos, particularmente el mercado de la vivienda de Estados Unidos, los niveles de endeudamiento siguen siendo elevados en algunas de las principales economías avanzadas. En los mercados emergentes, el crecimiento se ha moderado como consecuencia del debilitamiento de la demanda externa y de los efectos del anterior endurecimiento de las políticas. Se espera que la relajación de la política monetaria en los últimos meses, junto con las medidas de estímulo fiscal adoptadas en algunos países y la mejora de las condiciones financieras, apoyen una recuperación gradual del crecimiento en las economías emergentes. El comercio mundial será débil a corto plazo y se recuperará gradualmente durante el próximo año. En términos de tasas de crecimiento anual, la demanda exterior de la zona del euro crecerá un 3,4 % en 2012, un 3,7 % en 2013 y un 6,8 % en 2014.

PROYECCIONES RELATIVAS AL CRECIMIENTO DEL PIB REAL

El PIB real de la zona del euro se redujo en un 0,1 % en el tercer trimestre de 2012, tras descender un 0,2 % en el trimestre anterior y estancarse en el primero. La demanda interna se contrajo durante los tres primeros trimestres de 2012, y se produjo una depresión del consumo privado como consecuencia de la debilidad de la renta real disponible. Asimismo, la frágil confianza de los consumidores, en el contexto

de las tensiones en los mercados financieros de la zona del euro y el creciente desempleo, parecen haber impedido una evolución más suave del consumo. El nivel bajo con tendencia descendente de la utilización de la capacidad, el empeoramiento de las perspectivas de la demanda, la elevada incertidumbre y las condiciones de oferta de crédito adversas en algunos países han deprimido la inversión empresarial. Las exportaciones netas contribuyeron positivamente al crecimiento en los tres primeros trimestres de 2012, aunque esta evolución estuvo motivada fundamentalmente por el débil crecimiento de las importaciones. Debido a los continuados efectos adversos de estos factores, se prevé que el PIB real siga reduciéndose a corto plazo.

A más largo plazo, en el supuesto de que las tensiones en los mercados financieros no sigan intensificándose, se espera que el PIB real de la zona del euro se estabilice en el primer semestre del próximo año y se recupere gradualmente a partir de entonces. En 2013, el repunte gradual de las exportaciones, apoyado por la evolución de la demanda externa y la mejora de la competitividad, probablemente contribuirán de manera positiva al crecimiento del PIB real, dado que las importaciones seguirán siendo moderadas en un contexto de debilidad general de la demanda. La recuperación también se verá apoyada por el impacto favorable en la demanda privada interna de la orientación acomodaticia de la política monetaria y por el efecto positivo en la renta real disponible del descenso de la inflación debido a la disminución de los precios de los alimentos y las materias primas. Sin embargo, se prevé que los efectos adversos en la demanda interna de la elevada incertidumbre, la consolidación fiscal y las necesidades de desapalancamiento que siguen existiendo en algunos países disminuyan solo de manera gradual durante el horizonte de las proyecciones. En conjunto, se estima que la recuperación prevista seguirá siendo débil en términos históricos. En tasas medias anuales, el PIB real de la zona del euro experimentará un crecimiento de entre el -0,6 % y el -0,4 % en 2012, entre el -0,9 % y el 0,3 % en 2013 y entre el 0,2 % y el 2,2 % en 2014.

De forma más detallada, el crecimiento de las exportaciones fuera de la zona del euro será débil en el segundo semestre de 2012 y se intensificará posteriormente, debido al fortalecimiento gradual de la demanda exterior. Tras un reciente repunte, las cuotas de mercado de las exportaciones de la zona del euro se reducirán ligeramente en 2013 y 2014, retomando así su tendencia a la baja a largo plazo. Las exportaciones dentro de la zona del euro crecerán mucho más despacio que las exportaciones fuera de ella, como consecuencia de la relativa debilidad de la demanda interna dentro de la zona.

La inversión privada no residencial de la zona del euro experimentará una drástica reducción a corto plazo, debido a la elevada incertidumbre, la débil confianza empresarial, la baja utilización de la capacidad, las desfavorables perspectivas de demanda y las condiciones de oferta de crédito adversas existentes

Cuadro 11 Proyecciones macroeconómicas para la zona del euro

(tasas medias de variación anuales) ¹⁾

	2011	2012	2013	2014
IAPC ²⁾	2,7	2,5 – 2,5	1,1 – 2,1	0,6 – 2,2
PIB real	1,5	-0,6 – -0,4	-0,9 – 0,3	0,2 – 2,2
Consumo privado	0,1	-1,2 – -1,0	-1,1 – -0,1	-0,4 – 1,4
Consumo público	-0,2	-0,6 – 0,2	-1,2 – 0,0	-0,4 – 1,2
Formación bruta de capital fijo	1,6	-4,2 – -3,4	-4,2 – -1,0	-1,0 – 3,6
Exportaciones (bienes y servicios)	6,5	2,1 – 3,7	-0,4 – 5,0	2,0 – 8,6
Importaciones (bienes y servicios)	4,3	-1,1 – 0,3	-1,7 – 3,7	1,7 – 7,7

1) Las proyecciones relativas al PIB real y sus componentes se basan en datos ajustados por días laborables. Las proyecciones relativas a exportaciones e importaciones incluyen los intercambios entre los países de la zona del euro.

2) El intervalo nulo referido a 2012 se debe al redondeo.

en algunos países. Se prevé que se recupere posteriormente durante el horizonte de las proyecciones, impulsada por el fortalecimiento de la demanda interna y externa, los niveles muy bajos de los tipos de interés y la mejora de los indicadores de márgenes. Es probable que la reestructuración de los balances en curso, la incertidumbre relacionada con las tensiones en los mercados financieros de la zona del euro y las desfavorables condiciones de financiación en algunos países de la zona sigan frenando la recuperación prevista de la inversión empresarial en el horizonte temporal contemplado en las proyecciones. La inversión residencial seguirá reduciéndose durante todo ese horizonte, a causa del débil crecimiento de la renta disponible, la frágil confianza de los consumidores y, posiblemente, los ulteriores ajustes en los mercados de la vivienda en algunos países. Se prevé que estos efectos adversos neutralicen con creces el relativo atractivo de la inversión residencial en otros países, en los que la inversión residencial está respaldada por tipos de interés hipotecarios históricamente bajos. La inversión pública descenderá hasta finales de 2014, como consecuencia de los programas de consolidación fiscal adoptados en varios países de la zona del euro.

El consumo privado seguirá reduciéndose a corto plazo, como reflejo del acusado descenso de la renta real disponible, que solo se verá compensado parcialmente por una pronunciada disminución de la tasa de ahorro, debido a que los hogares tratarán de suavizar su consumo. La debilidad de la renta real disponible responde a una drástica caída del empleo y un aumento de los precios de consumo superior al de la remuneración nominal por asalariado, a las medidas de consolidación fiscal adoptadas en algunos países de la zona del euro y a la debilidad de las rentas no salariales. De acuerdo con las proyecciones, el consumo privado se estabilizará a lo largo de 2013, como consecuencia de una moderada recuperación de la renta real disponible, que podrá atribuirse a la desaparición gradual de los efectos adversos de la consolidación fiscal y las reducciones de empleo y a los efectos beneficiosos sobre las rentas reales de la relajación de las presiones de los precios de las materias primas. En 2014, el consumo privado se recuperará moderadamente, debido al repunte de las rentas del trabajo a medida que la situación de los mercados de trabajo vaya mejorando. Sin embargo, el aumento gradual de la tasa de ahorro a partir de principios de 2013, motivado por la débil situación de los mercados de trabajo y la corrección de los anteriores patrones de suavización del consumo de los hogares, frenará la recuperación del consumo privado. El consumo público descenderá en 2012 y 2013, debido a los esfuerzos de consolidación fiscal, y aumentará moderadamente en 2014.

Se estima que las importaciones provenientes de fuera de la zona del euro se hayan reducido en el segundo semestre de este año y repunten durante 2013, aunque seguirán estando limitadas por la debilidad de la demanda total. Como consecuencia del crecimiento más vigoroso de las exportaciones, junto con la débil evolución de las importaciones, se espera que la demanda exterior neta contribuya positivamente al crecimiento del PIB durante el horizonte temporal de las proyecciones.

Aunque se prevé que la débil evolución de la actividad económica en los últimos años haya afectado negativamente al crecimiento potencial, la magnitud exacta de ese impacto sigue siendo muy incierta. Es probable que la continuada debilidad del empleo y la inversión reduzca aún más el crecimiento del producto potencial. Teniendo en cuenta las endebles perspectivas de crecimiento del PIB real, la brecha de producción negativa se ampliará en 2012 y 2013, y sólo se estrechará ligeramente en 2014.

PROYECCIONES SOBRE PRECIOS Y COSTES

La inflación general medida por el IAPC experimentará un descenso desde una tasa media de en torno al 2,5 % en 2012 hasta un intervalo comprendido entre el 1,1 % y el 2,1 % en 2013 y entre el 0,6 % y el 2,2 % en 2014. La caída de la inflación en 2013 se debe principalmente al fuerte descenso proyectado de

la inflación de los precios de la energía y, en menor medida, de los precios de los alimentos. El descenso de la inflación de los precios de la energía se debe principalmente a la disminución esperada del impacto de las anteriores subidas de los precios del petróleo y al supuesto de que estos se reducirán gradualmente a lo largo del horizonte temporal considerado. Similarmente, el descenso de la inflación de los precios de los alimentos es consecuencia del supuesto de que los precios internacionales y europeos de las materias primas alimentarias se moderarán ligeramente durante el horizonte de las proyecciones, mientras que el impacto de sus recientes subidas disminuirá. Por el contrario, la inflación medida por el IAPC excluidos los alimentos y la energía se mantendrá en general estable. La aparente ausencia de un comportamiento cíclico de esta medida de la inflación se debe a la distinta evolución de los factores subyacentes. En 2012 y 2013, se prevé que las subidas de los impuestos indirectos y los precios administrados ejerzan presiones al alza sobre la inflación subyacente, compensando las presiones a la baja derivadas de la débil demanda interna. En 2014, debido en parte a la escasa información actualmente disponible en relación con ese año, se estima que las subidas de los impuestos tendrán efectos limitados, al tiempo que un estrechamiento gradual de la brecha de producción, como consecuencia del repunte de la actividad, debería contener en menor medida las subidas de los precios.

Las presiones de los precios externos se han intensificado ligeramente en los últimos meses, como resultado de los aumentos de los precios del petróleo y las materias primas alimentarias. Teniendo en cuenta el supuesto de que los precios de las materias primas descenderán durante el horizonte temporal de las proyecciones, se estima que la tasa media de variación anual del deflactor de las importaciones se reducirá drásticamente en 2013 y también en 2014. Por lo que se refiere a las presiones internas sobre los precios, la tasa de crecimiento anual de la remuneración por asalariado se mantendrá en general estable en 2013 y 2014. El crecimiento de los costes laborales unitarios repuntará este año y se mantendrá en niveles elevados en 2013, debido a un aumento de los salarios mayor que la productividad, mientras que en 2014 se reducirá como consecuencia de un aumento cíclico de la productividad. Los márgenes de beneficios se reducirán en 2012 y también en 2013, compensando los incrementos más acusados de los costes laborales unitarios, en un entorno de debilidad de la demanda. Posteriormente, el descenso de los costes laborales unitarios y la mejora de las condiciones económicas respaldarán la recuperación de los márgenes.

COMPARACIÓN CON LAS PROYECCIONES DE SEPTIEMBRE DE 2012

En comparación con las proyecciones macroeconómicas de los expertos del BCE publicadas en el Boletín Mensual de septiembre de 2012, el límite superior del intervalo de crecimiento del PIB real proyectado para 2012 ha sido revisado a la baja debido al debilitamiento de las perspectivas a corto

plazo. El intervalo de crecimiento del PIB real proyectado para 2013 también ha sido corregido a la baja debido al impacto sobre la demanda interna de las medidas adicionales de consolidación fiscal adoptadas en algunos países de la zona del euro y a los efectos adversos de la menor demanda exterior en el crecimiento de las exportaciones. Las proyecciones también reflejan una evaluación más negativa de los efectos sobre la demanda interna y, en particular, sobre la formación de capital fijo, de la elevada incertidumbre relacionada con las tensiones en los mercados financieros de la zona del euro. En cuanto a la inflación medida por el IAPC, el intervalo proyectado para 2012 se ha estrechado y el correspondiente a 2013 se ha revisado a la baja como resultado de la anterior apreciación del euro y del descenso de los precios del petróleo en dólares estadounidenses.

**Cuadro 12 Comparación con las proyecciones
de septiembre de 2012**

(tasas medias de variación anuales)

	2012	2013
PIB real, septiembre 2012	-0,6 – -0,2	-0,4 – 1,4
PIB real, diciembre 2012	-0,6 – -0,4	-0,9 – 0,3
IAPC, septiembre 2012	2,4 – 2,6	1,3 – 2,5
IAPC, diciembre 2012	2,5 – 2,5	1,1 – 2,1

Recuadro 8

PREVISIONES DE OTRAS INSTITUCIONES

Diversas instituciones, tanto organizaciones internacionales como organismos privados, han publicado previsiones para la zona del euro. Sin embargo, estas previsiones no son estrictamente comparables entre sí ni con las proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema, ya que las fechas de cierre de los últimos datos utilizados por cada una de ellas no coinciden. Por otro lado, difieren en cuanto a los métodos empleados (no especificados en detalle) para derivar los supuestos relativos a las variables fiscales y financieras y el entorno exterior, incluidos los precios del petróleo y de otras materias primas. Por último, existen diferencias en cuanto al método de ajuste por días laborables (véase el cuadro que figura a continuación).

Según las previsiones de otras instituciones actualmente disponibles, el PIB real de la zona del euro disminuirá entre un 0,4 % y un 0,5 % en 2012. Estas previsiones se encuadran en los intervalos de las proyecciones de los expertos del Eurosistema. Se prevé que en 2013 el PIB real se incremente entre un -0,1 % y un +0,3 %, lo que coincide con la mitad superior del intervalo de las proyecciones de los expertos del Eurosistema. Se prevé que en 2014 el PIB real se incremente entre un 1,2 % y un 1,4 %, lo que también se encuadra en los intervalos de las proyecciones de los expertos del Eurosistema.

Por lo que se refiere a la inflación, las previsiones de otras instituciones apuntan a un nivel medio anual medido por el IAPC de entre el 2,3 % y el 2,5 % en 2012. Estas previsiones son ligeramente inferiores a las proyecciones de los expertos del Eurosistema. En 2013 y 2014, la inflación medida por el IAPC se situará en promedio entre el 1,6 % y el 1,9 % y entre el 1,2 % y el 1,9 % respectivamente, previsiones que se encuadran, para ambos años, dentro de los intervalos proyectados por los expertos del Eurosistema.

Comparación entre previsiones de crecimiento del PIB real y de la inflación medida por el IAPC de la zona del euro

(tasas medias de variación anuales)

	Fecha de publicación	Crecimiento del PIB			Inflación medida por el IAPC		
		2012	2013	2014	2012	2013	2014
OCDE	Octubre de 2012	-0,4	0,2	1,2	2,3	1,6	1,4
Comisión Europea	Noviembre de 2012	-0,5	0,3	1,3	2,5	1,9	1,9
FMI	Noviembre de 2012	-0,5	0,0	1,2	2,5	1,9	1,7
Encuesta a expertos en previsión económica	Noviembre de 2012	-0,5	0,1	1,3	2,5	1,9	1,9
Consensus Economics Forecasts	Noviembre de 2012	-0,4	-0,1	1,3	2,4	1,6	1,2
Barómetro de la zona del euro	Noviembre de 2012	-0,4	0,1	1,4	2,5	1,8	1,6
Proyecciones elaboradas por los expertos del BCE	Diciembre de 2012	-0,6 – -0,4	-0,9 – 0,3	0,2 – 2,2	2,5 – 2,5	1,1 – 2,1	0,6 – 2,2

Fuentes: Previsiones económicas de otoño de 2012 de la Comisión Europea, actualización de las Perspectivas de la Economía Mundial del FMI, de octubre de 2012, para el crecimiento del PIB real y Perspectivas de la Economía Mundial, de noviembre de 2012, para la inflación; Economic Outlook de la OCDE, noviembre de 2012; Consensus Economics Forecasts, MJE Economics; y encuesta del BCE a expertos en previsión económica.

Notas: Las tasas de crecimiento anuales que figuran en las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE y en las previsiones de la OCDE están ajustadas por días laborables, mientras que las tasas de crecimiento anuales que aparecen en las previsiones de la Comisión Europea y el FMI no lo están. Las demás previsiones no especifican si están ajustadas por días laborables.