

EVOLUCIÓN ECONÓMICA Y MONETARIA

I ENTORNO EXTERIOR DE LA ZONA DEL EURO

Pese a que la actual recuperación de la economía mundial sigue siendo discreta, diversa y frágil, se han observado algunas señales que indican una recuperación del ritmo de crecimiento. Las continuas mejoras de los indicadores de opinión sugieren que, en cierta medida, la economía mundial se está afianzando gradualmente, aunque es probable que la recuperación siga siendo lenta. En la mayoría de las principales economías avanzadas no pertenecientes a la zona del euro, comienzan a vislumbrarse algunas señales de mejora, pero varios factores siguen limitando las perspectivas de crecimiento a medio plazo. En las economías emergentes, el crecimiento está repuntando tras una ligera moderación del ritmo de la actividad en 2012. Por consiguiente, se espera que esas economías contribuyan significativamente a una positiva evolución del crecimiento mundial. En consonancia con la evolución de la actividad económica mundial, el comercio internacional también ha mostrado señales de una gradual recuperación. Por lo que respecta a los precios de consumo, la inflación se ha venido reduciendo recientemente en las economías avanzadas, mientras que en las economías emergentes la evolución ha sido desigual.

I.1 ACTIVIDAD ECONÓMICA Y COMERCIO MUNDIALES

Aunque la recuperación de la economía mundial sigue siendo discreta, diversa y frágil, se observan señales de recuperación del ritmo de crecimiento. Las estimaciones provisionales indican que la actividad fuera de la zona del euro creció un 0,9%, en tasa intertrimestral, en los tres últimos meses de 2012, lo que representa un ligero aumento con respecto al ritmo observado en los dos trimestres precedentes, aunque se mantienen las divergencias entre unos países y otros (véase cuadro 1). En las economías avanzadas, el crecimiento se estancó en Estados Unidos, debido principalmente a factores excepcionales. Al mismo tiempo, el producto experimentó sendas contracciones en el Reino Unido y Japón. En las economías emergentes, tras la desaceleración del crecimiento del PIB a mediados de 2012, el crecimiento registró una nueva aceleración hacia finales del año en India y Brasil y se mantuvo estable en China. La actividad económica en los mercados emergentes continúa registrando una sólida expansión en comparación con las economías avanzadas, lo que supone una importante contribución al crecimiento económico mundial.

Cuadro 1 Crecimiento del PIB real en algunas economías

	Tasas de crecimiento interanual					Tasas de crecimiento intertrimestral		
	2011	2012	2012 II	2012 III	2012 IV	2012 II	2012 III	2012 IV
Total (excluida la zona del euro) ¹⁾	4,0	3,8	3,8	3,5	3,5	0,8	0,8	0,9
Estados Unidos	1,8	2,2	2,1	2,6	1,6	0,3	0,8	0,0
Japón	-0,5	1,9	3,9	0,4	0,1	-0,2	-1,0	-0,1
Reino Unido	0,9	0,2	-0,2	0,2	0,3	-0,4	1,0	-0,3
Dinamarca	1,1	-0,6	-1,4	0,0	-1,0	-1,0	0,8	-0,9
Suecia	3,8	1,2	1,4	0,6	1,5	0,8	0,3	0,0
Suiza	1,9	2,2	0,4	1,3	1,2	-0,1	0,6	0,2
Brasil	2,7	5,2	0,5	0,9	1,4	0,3	0,4	0,6
China	9,3	7,8	7,6	7,4	7,9	2,0	2,1	2,0
India ²⁾	7,9	6,2	3,8	2,7	4,1	-	-	-
Rusia	4,3	5,2	4,0	2,9	-	0,4	0,8	-
Turquía	8,5	0,7	3,0	1,6	-	1,7	0,2	-
Polonia	4,4	2,2	2,3	1,8	1,1	0,1	0,3	0,2
República Checa ³⁾	1,9	-1,1	-1,0	-1,3	-1,7	-0,4	-0,3	-0,2
Hungría ³⁾	1,6	-1,7	-1,3	-1,7	-2,8	-0,5	-0,4	-0,9

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

1) Estimación interna del BCE.

2) No se dispone de series desestacionalizadas oficiales.

3) Las cifras en cursiva corresponden a estimaciones de avance.

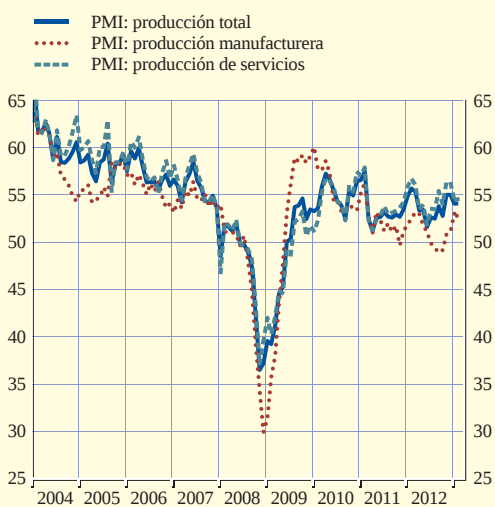
El comercio mundial repuntó con fuerza en el último trimestre de 2012. Según el CPB Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis, el comercio mundial de bienes creció un 0,9 % en tasa intertrimestral, en comparación con el deslucido crecimiento del 0,1 % registrado en el trimestre anterior. Esta recuperación del comercio se vio respaldada por el dinámico crecimiento sostenido observado en las principales economías emergentes. Aunque las importaciones y las exportaciones siguieron experimentando contracciones en tasa intertrimestral en las economías avanzadas, se observaron señales incipientes de mejora, en tasa intermensual, especialmente en Estados Unidos.

De cara al futuro, las continuas mejoras de los indicadores de opinión sugieren que, en cierta medida, la economía mundial se está afianzando gradualmente. Los datos más recientes sobre el índice PMI de producción de manufacturas y servicios (excluida la zona del euro) muestran que el índice se mantuvo estable en febrero en 54,1. El hecho de que el índice PMI compuesto no haya registrado variación refleja una mejora en el sector servicios en febrero, que se contrarrestó con un ligero deterioro del índice del sector manufacturero, si bien este último se mantuvo con fuerza dentro de territorio expansivo por cuarto mes consecutivo (véase gráfico 1). Por el lado de los consumidores, los datos de las encuestas sugieren que la confianza ha ido mejorando en distinto grado en los diferentes países, aunque partiendo de niveles reducidos. Por lo que respecta al comercio mundial, tras una estabilización en los últimos meses, los indicadores de opinión han comenzado a mostrar las primeras señales de mejora, aunque muchos de ellos siguen fluctuando por debajo de las medias de largo plazo, lo que sugiere que, en el corto plazo, se mantendrá la atonía. El índice PMI global (excluida la zona del euro) de nuevos pedidos exteriores descendió ligeramente hasta 49,1 en febrero.

Según las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema de marzo de 2013 (véase recuadro 5), se espera que el crecimiento mundial cobre impulso gradualmente, aunque con una considerable dispersión de las tasas entre unos países y otros, lo que confirma, en general, el perfil del crecimiento mundial descrito en las proyecciones de diciembre de 2012. En particular, la mejora de las

Gráfico 1 PMI: producción mundial (excluida la zona del euro)

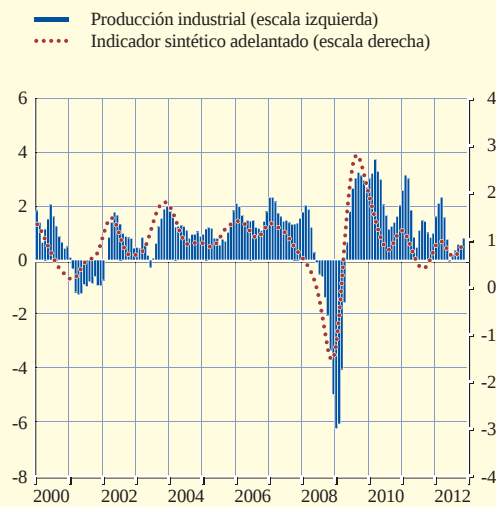
(datos mensuales desestacionalizados)



Fuente: Markit.

Gráfico 2 Indicador sintético adelantado y producción industrial

(tasas de variación intertrimestral)



Fuentes: OCDE y cálculos del BCE.

Nota: Los indicadores corresponden a los países de la OCDE más Brasil, China, India, Indonesia, Rusia y Sudáfrica.

condiciones en los mercados financieros y del clima empresarial probablemente respalde el crecimiento. Al mismo tiempo, 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, siguió mejorando en diciembre de 2012, lo que sugiere un afianzamiento del crecimiento en el conjunto de la OCDE (véase gráfico 2). Además, el indicador de clima económico mundial del Ifo, que aumentó en el primer trimestre de 2013 tras dos caídas intertrimestrales sucesivas, muestra evidencia adicional de una mejora. La mejora del indicador general estuvo determinada, principalmente, por una evaluación significativamente más positiva del componente del índice correspondiente a las expectativas.

Aparte del reciente repunte del ritmo de crecimiento mundial, las perspectivas a medio plazo seguirán estando limitadas por varios factores. Aunque se sigue avanzando en el reequilibrio de la deuda del sector privado, los niveles de endeudamiento de los hogares en las principales economías avanzadas continúan siendo elevados. En varios países, las perspectivas de crecimiento a corto plazo también siguen viéndose estimuladas por medidas adicionales de estímulo fiscal que no podrán mantenerse indefinidamente en un contexto de elevados y crecientes niveles de deuda pública. El alto nivel de desempleo que registran muchos países es otro factor que probablemente limitará el crecimiento.

Las perspectivas de la economía mundial siguen estando sujetas a una considerable incertidumbre y los riesgos para la actividad y el comercio mundiales todavía se sitúan a la baja. Entre los factores de riesgo, cabe señalar los efectos de contagio de una implementación lenta o insuficiente de las reformas estructurales en la zona del euro, así como las tensiones geopolíticas y los desequilibrios en los principales países industrializados, que podrían afectar a la evolución de los mercados financieros y de materias primas a escala mundial. Estos factores encierran el potencial de frenar la mejora de la confianza y, por ende, de retrasar la recuperación.

1.2 EVOLUCIÓN MUNDIAL DE LOS PRECIOS

En las economías avanzadas, la inflación se ha venido reduciendo en los últimos meses, mientras que en las economías emergentes el panorama ha sido desigual. Así pues, en los países de la OCDE la inflación interanual medida por los precios de consumo fue del 1,7% en el año transcurrido hasta enero de 2013, frente al 1,9% registrado en diciembre de 2012 (véase cuadro 2). Excluidos la energía y los alimentos, la inflación interanual de los precios de consumo no experimentó variación en enero, manteniéndose en el 1,5% en el grupo de países de la OCDE. La moderación de las presiones inflacionistas fue generalizada en todas las economías avanzadas. En las economías emergentes, la evolución de la inflación fue más dispar, registrándose nuevos aumentos de la inflación de precios de consumo en Brasil, Rusia y Turquía y un descenso en China e India.

Por lo que respecta a la evolución de los precios de la energía, los precios del Brent aumentaron a finales de enero y principios de febrero de 2013, situándose, el 14 de febrero, en 119 dólares estadounidenses el barril, antes de perder el terreno ganado anteriormente hacia finales del mes. Como resultado, en comparación con los niveles de comienzos de diciembre de 2012, los precios del Brent se mantuvieron estables, situándose en 111 dólares estadounidenses el barril el 6 de marzo de 2013. Los precios se cifran todavía en torno a un 10% por debajo del nivel de hace un año.

Tras un fortalecimiento en el cuarto trimestre de 2012, se revisaron al alza las proyecciones de demanda de petróleo para 2013. La oferta mundial de petróleo se redujo en enero de 2013 por segundo mes consecutivo, al tiempo que persistieron las tensiones geopolíticas. Sin embargo, el informe más reciente de

Cuadro 2 Evolución de los precios en algunas economías

(tasas de variación interanual)

	2011	2012	2012 Ago	2012 Sep	2012 Oct	2012 Nov	2012 Dic	2013 Ene
OCDE	2,9	2,2	2,1	2,2	2,2	1,9	1,9	1,7
Estados Unidos	3,2	2,1	1,7	2,0	2,2	1,8	1,7	1,6
Japón	-0,3	0,0	-0,5	-0,3	-0,4	-0,2	-0,1	-0,3
Reino Unido	4,5	2,8	2,5	2,2	2,7	2,7	2,7	2,7
Dinamarca	2,7	2,4	2,6	2,5	2,3	2,2	1,9	1,0
Suecia	1,4	0,9	0,9	1,0	1,2	0,8	1,0	0,7
Suiza	0,2	-0,7	-0,4	-0,5	-0,2	-0,3	-0,4	-0,3
Brasil	6,6	5,4	5,2	5,3	5,4	5,5	5,8	6,2
China	5,4	2,6	2,0	1,9	1,7	2,0	2,5	2,0
India ²⁾	9,5	7,5	8,0	8,1	7,3	7,2	7,2	6,6
Rusia	8,4	5,1	6,0	6,6	6,6	6,5	6,6	7,1
Turquía	6,5	8,9	8,9	9,2	7,8	6,4	6,2	7,3
Polonia	3,9	3,7	3,8	3,8	3,4	2,7	2,2	1,6
República Checa	2,1	3,5	3,4	3,5	3,6	2,8	2,4	1,8
Hungría	3,9	5,7	6,0	6,4	6,0	5,3	5,1	2,8
Pro memoria:								
Inflación subyacente OCDE ¹⁾	1,6	1,8	1,7	1,7	1,7	1,6	1,5	1,5

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

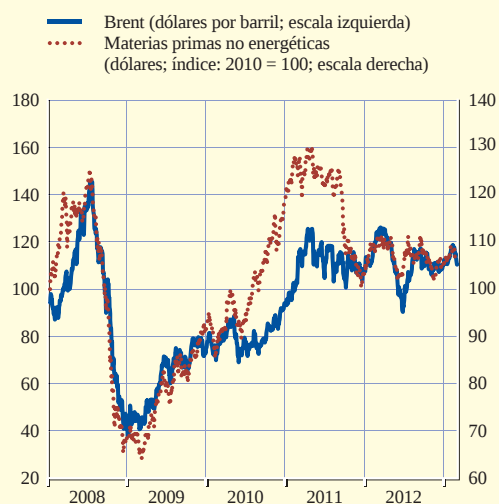
1) Excluidos la energía y los alimentos.

2) Para India, inflación medida por el índice de precios al por mayor.

la AIE sobre el mercado del petróleo presenta unas perspectivas más tranquilizadoras respecto a la oferta de los países no pertenecientes a la OPEP, debido al robusto crecimiento estimado de la producción de América del Norte y a una rápida recuperación de los yacimientos del Mar del Norte. Como resultado, los participantes en los mercados prevén que los precios del crudo sean más bajos en el medio plazo y los futuros con entrega en diciembre de 2014 se negocian a 100 dólares estadounidenses el barril.

En términos agregados, los precios de las materias primas no energéticas mantuvieron la moderada tendencia alcista que se inició a mediados de noviembre, impulsados por las subidas de los precios de los metales, que compensaron con creces las caídas de los precios de los alimentos. La subida de los precios de los metales se debió al aumento de los precios del mineral de hierro tras un período prolongado de descenso en 2011-2012. En comparación con la situación de comienzos de diciembre, los precios de los metales no ferrosos descendieron un 2%, mientras que los del mineral de hierro aumentaron un 27%. Por el contrario, los precios de los alimentos se redujeron otro 4% con respecto a los niveles de principios de diciembre, como consecuencia de la mejora de las condiciones por el lado de la oferta. En cifras agregadas, el índice de precios de las materias primas no energéticas (en dólares estadounidenses) se situaba en torno a un 2% por debajo del nivel de hace un año.

Gráfico 3 Evolución de los precios de las materias primas



Fuentes: Bloomberg y HWWI.

1.3 EVOLUCIÓN EN ALGUNAS ECONOMÍAS

ESTADOS UNIDOS

En Estados Unidos, el crecimiento del PIB experimentó una acusada desaceleración en el cuarto trimestre en la medida en que la incertidumbre a escala mundial y las restricciones del gasto público frenaron la actividad económica. La segunda estimación de la Oficina de Análisis Económico (Bureau of Economic Analysis) indica que el PIB real creció un 0,1 %, en tasa anualizada, en el cuarto trimestre de 2012, frente al 3,1 % del tercer trimestre. Esta desaceleración se debió, principalmente, a factores transitorios. El gasto público respaldó el crecimiento en el tercer trimestre, pero después registró una abrupta caída en el cuarto trimestre, fundamentalmente como consecuencia del menor gasto en defensa nacional, mientras que las existencias privadas también sufrieron un fuerte retroceso. Las importaciones se redujeron más que las exportaciones y, en conjunto, la demanda exterior neta contribuyó positivamente al crecimiento. Al mismo tiempo, la demanda interna privada resistió relativamente bien y cobró impulso. La inversión en capital fijo experimentó una fuerte aceleración tanto en el sector residencial como en el no residencial, al igual que el crecimiento del gasto en consumo personal. Esta evolución positiva se produjo en un contexto de notable incertidumbre en torno a la salud de la economía mundial y también pese a la amenaza del endurecimiento de la política fiscal ante la proximidad del abismo fiscal. Se registró una sustancial mejora de la renta personal disponible real, impulsada por los fuertes pagos de dividendos, lo que contribuyó a incrementar la tasa de ahorro hasta el 4,6 %.

De cara al futuro, se espera que la economía continúe creciendo moderadamente este año, respaldada por un gradual repunte de la demanda interna privada y a medida que se disipen paulatinamente los factores transitorios que limitaron el crecimiento en el cuarto trimestre. La demanda interna privada se apoya en las favorables condiciones financieras, lo que debería ayudar a aliviar las restricciones que impone a los hogares el proceso de saneamiento de sus balances. Por su parte, las empresas presentan unos balances saneados y sólidas posiciones de liquidez, lo que, sumado a un clima, en general, positivo, debería traducirse en un aumento de la inversión y del empleo. Se espera que el mercado de trabajo mejore gradualmente. El mercado de la vivienda continúa mejorando y es probable que la actividad repunte para satisfacer la demanda reprimida. No obstante, el incremento de los impuestos que gravan la remuneración de los asalariados, conforme a lo acordado en la American Taxpayer Relief Act en enero de 2013, tendrá un impacto negativo sobre la renta de los consumidores y podría limitar el crecimiento del consumo privado en 2013. Además, persiste la inquietud en el frente fiscal, dado que no se ha alcanzado un acuerdo político para evitar los recortes automáticos del gasto (lo que se conoce como «sequester») a fin de reducir el déficit con efectos a partir del 1 de marzo de 2013. Esto significa que durante este año habrá que reducir el gasto público y, como consecuencia, se restringirá el crecimiento.

En enero de 2013, la inflación interanual medida por el IPC se redujo hasta el 1,6 %, desde el 1,7 % registrado en diciembre de 2012. Este fue el tercer descenso mensual de la inflación interanual y tuvo su origen, principalmente, en la caída de los precios de la energía hasta valores negativos en enero, mientras que también se redujo el crecimiento de los precios de los alimentos. La inflación subyacente se mantuvo sin variación en el 1,9 % por tercer mes consecutivo y siguió siendo elevada debido al incremento de los precios de los servicios de atención sanitaria, vivienda y transportes.

El 30 de enero de 2013, el Comité de Operaciones de Mercado Abierto de la Reserva Federal decidió mantener sin variación, entre el 0 % y el 0,25 %, la banda fijada como objetivo para el tipo de interés de los fondos federales y anticipó que resultará apropiado mantener dicho tipo en niveles excepcionalmente bajos al menos mientras la tasa de paro se sitúe por encima del 6,5 %, no se prevea que la inflación a un plazo de entre uno y dos años sobrepase la tasa del 2,5 % y las expectativas de inflación a más largo plazo

continúen estando bien ancladas. El Comité decidió seguir realizando compras adicionales de bonos de titulización hipotecaria de agencias a un ritmo de 40 mm de dólares al mes y de valores del Tesoro a más largo plazo a un ritmo de 45 mm de dólares al mes.

JAPÓN

En Japón la economía se contrajo por tercer trimestre consecutivo en los tres últimos meses de 2012, aunque a un ritmo más moderado que en los dos trimestres anteriores. Según la primera estimación provisional de las cuentas nacionales, el PIB real decreció a una tasa intertrimestral desestacionalizada del 0,1 %. Por componentes individuales, las contribuciones negativas de la inversión privada no residencial, la demanda exterior neta y las existencias privadas contrarrestaron las contribuciones positivas del consumo privado, la inversión privada residencial y la demanda del sector público. Aunque la contribución de la demanda privada al crecimiento del PIB real fue positiva, este se vio lastrado por la notable desaceleración del consumo de bienes duraderos, que tuvo su origen, en parte, en la retirada de las subvenciones públicas a las compras de vehículos respetuosos con el medio ambiente. El déficit comercial en cifras desestacionalizadas seguía siendo sustancial en enero, aunque se había reducido en comparación con el nivel de finales de 2012, debido al hecho de que el comercio mundial se situaba en un contexto gradualmente más positivo. Los datos económicos publicados recientemente y los indicadores adelantados de clima económico parecen ser positivos y apuntan a una posible recuperación del crecimiento en 2013. En enero de 2013, el índice de difusión del sector manufacturero Reuters Tankan aumentó por tercer mes consecutivo.

De cara al futuro, las medidas adicionales de estímulo fiscal, así como la depreciación del yen, probablemente favorecerán una gradual recuperación económica en el corto plazo, que se verá estimulada aún más por la paulatina mejora de la demanda externa. El aumento de la demanda interna en anticipación de las subidas del IVA que deberán entrar en vigor en 2014 podría imprimir un nuevo impulso positivo al crecimiento económico en 2013.

Los precios de consumo siguieron descendiendo. En enero de 2013, la inflación interanual medida por el IPC se situó en el -0,3%, frente al -0,1% del mes anterior. El descenso se debió, en gran medida, a un cambio en las ponderaciones del índice utilizadas para calcular la inflación. Por su parte, la inflación subyacente medida por el IPC (excluidos la energía, los alimentos y las bebidas) se redujo 0,1 puntos porcentuales hasta el -0,7% en tasa interanual. En su reunión más reciente sobre política monetaria, celebrada el 14 de febrero de 2013, 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 el PIB real se redujo en el cuarto trimestre, al disiparse las anteriores señales de una moderada recuperación del ritmo de crecimiento. Probablemente, la recuperación de la actividad económica se producirá de forma muy gradual a lo largo del año. La demanda interna sigue estando limitada por las restrictivas condiciones de concesión de crédito, el ajuste en curso de los balances del sector privado y del sector público y por la falta de dinamismo de la renta real de los hogares; al mismo tiempo, la contribución de las exportaciones al crecimiento será, probablemente, limitada. Pese a la atonía de la situación económica, la situación del mercado de trabajo ha seguido mejorando paulatinamente: la tasa de paro se ha situado justo por debajo del 8% desde el verano y la tasa de empleo aumentó de forma relativamente rápida durante el pasado año. El crecimiento del crédito sigue siendo reducido, aunque algunas encuestas han indicado una reciente mejora de la situación. De cara al futuro, los indicadores de opinión correspondientes a enero y febrero sugieren que el crecimiento de la actividad económica seguirá siendo lento en el corto plazo.

La inflación interanual medida por el IPC se ha mantenido relativamente estable en los últimos meses tras el acusado descenso que se inició en el otoño de 2011. La tasa de inflación general se mantuvo sin variación en el 2,7% en enero de 2013 por cuarto mes consecutivo. Al mismo tiempo, la inflación medida por el IPC, excluidos la energía y los alimentos no elaborados, se incrementó 0,1 puntos porcentuales, hasta el 2,7%, en enero. De cara al futuro, se prevé que la existencia de capacidad productiva sin utilizar, tanto de capital como de trabajo, modere las presiones inflacionistas en el medio plazo, aunque las presiones al alza asociadas a las subidas de los precios administrados y regulados, así como la reciente depreciación de la libra esterlina, probablemente limitarán, en cierta medida, la caída de la inflación. En su reunión de 7 de febrero de 2013, 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.

OTRAS ECONOMÍAS EUROPEAS

En 2012, el PIB siguió creciendo en Suecia, aunque de forma lenta, mientras que en Dinamarca la dinámica fue más negativa. La actividad económica experimentó una aceleración en Suiza en el segundo semestre de 2012, tras una ligera contracción en el segundo trimestre. De cara al futuro, el crecimiento del PIB probablemente será moderado en Dinamarca, Suecia y Suiza, debido a la atonía tanto de la demanda interna como de la demanda externa. Por lo que respecta a la evolución de los precios, la inflación interanual medida por el IAPC continuó siendo reducida en Suecia y se moderó en Dinamarca. Mientras tanto, en Suiza, la inflación siguió siendo negativa, debido, en gran medida, al continuo descenso de los precios de importación tras la decisión adoptada por el Banco Nacional de Suiza en septiembre de 2011 de establecer un tipo de cambio mínimo del franco suizo frente al euro.

En los Estados miembros más grandes de la UE de Europa Central y Oriental (PECO), la actividad económica fue desigual hacia finales de 2012. Los datos provisionales indican que, en el cuarto trimestre de 2012, el PIB real se redujo en la República Checa y Hungría y aumentó en Rumanía. De cara al futuro, en un contexto de debilidad de la demanda externa e interna, incertidumbre y atonía en los mercados de trabajo, la actividad económica probablemente seguirá siendo escasa, pero se estabilizará en 2013 y repuntará gradualmente a partir de entonces. Los riesgos a la baja para la actividad en los Estados miembros de la región guardan una estrecha relación con los posibles efectos de contagio negativos de la zona del euro. La inflación interanual medida por el IAPC se moderó en la República Checa, Hungría y Polonia, pero ha aumentado en Rumanía. En general, la inflación de los precios de los alimentos y la energía se ha reducido y ha contribuido a frenar las presiones inflacionistas, mientras que los efectos de base de los anteriores aumentos de los impuestos indirectos también han contribuido a reducir la inflación en algunos países.

En Turquía y Rusia, la actividad económica siguió ralentizándose en 2012, lastrada por un descenso de la demanda interna en Turquía y, principalmente, por una desaceleración de la demanda externa y de las inversiones en Rusia. La ralentización de la actividad también tuvo un efecto moderador en la inflación en Turquía, en donde la tasa de aumento de los precios de consumo experimentó un descenso, especialmente en los últimos meses de 2012, al que contribuyeron efectos de base y la evolución de los precios de los alimentos. En Rusia, la inflación se aceleró en el segundo semestre del año. En enero de 2013, la inflación registró un acusado repunte en ambos países como consecuencia de las subidas de los precios administrados. De cara al futuro, los indicadores adelantados sugieren que en Turquía se espera una gradual recuperación de la economía. Al mismo tiempo, en Rusia, pese al respaldo que, en cierta medida, está recibiendo la economía de los elevados precios de las materias primas, se prevé que la desaceleración de la actividad económica continúe en el corto plazo, dado que el aumento de la inflación está teniendo un impacto negativo en el consumo privado.

ECONOMÍAS EMERGENTES DE ASIA

En las economías emergentes de Asia el crecimiento aguantó bien en el último trimestre de 2012, sostenido por la capacidad de resistencia de la demanda interna y una mejora paulatina del entorno mundial. De cara al futuro, se prevé una aceleración gradual del crecimiento económico como resultado de una mejora del entorno exterior y del fortalecimiento de la demanda interna.

En China, la actividad económica experimentó una aceleración hacia finales de 2012, alcanzándose una tasa de crecimiento interanual del 7,9% en el cuarto trimestre, frente al 7,4% registrado en los tres meses anteriores. Los factores determinantes del crecimiento fueron el consumo y la inversión, que contribuyeron aproximadamente en igual medida, mientras que la contribución de la demanda exterior neta fue reducida, aunque positiva. En conjunto, el crecimiento del PIB en 2012 fue del 7,8%. La demanda exterior neta registró una aceleración en el último trimestre de 2012, tendencia que continuó en enero de 2013. Los intercambios comerciales con Asia y África experimentaron el crecimiento más acusado, mientras que el comercio con la zona del euro y Japón registró de nuevo cifras positivas en tasa interanual en enero, aunque los efectos estacionales derivados del Año Nuevo Chino hacen que resulte difícil extraer firmes conclusiones. El mercado de la vivienda repuntó una vez más en el cuarto trimestre y los precios revirtieron parte de la caída que habían experimentado a comienzos de 2012. La producción industrial también registró una aceleración.

En los últimos meses, la inflación interanual medida por los precios de consumo se ha reducido, situándose en el 2% en enero. No obstante, desde el último trimestre de 2012, algunos índices de precios de bienes intermedios han comenzado a señalar un aumento de las presiones inflacionistas. La inflación medida por los precios industriales sigue siendo negativa, pero cada vez menos. Aunque desde julio de 2012 no se han modificado los tipos de interés de referencia ni las reservas obligatorias, el Banco Central de la República Popular China ha recurrido en mayor medida a las operaciones de mercado abierto para gestionar activamente las condiciones de liquidez en el cuarto trimestre de 2012 y en enero de 2013.

De cara al futuro, se espera que la economía china continúe creciendo vigorosamente en 2013. En los últimos meses, los indicadores adelantados han comenzado a registrar cifras positivas, lo que sugiere que el impulso del crecimiento observado a finales de 2012 se está manteniendo en 2013. El fuerte aumento de los salarios y la mejora del mercado de trabajo deberían respaldar el consumo en el corto plazo. Un mercado de la vivienda robusto, unas condiciones financieras acomodaticias y una mejora gradual del entorno exterior son factores que también deberían favorecer el crecimiento.

Por lo que respecta a otros países clave de Asia, en India el crecimiento del PIB siguió siendo débil en 2012, aunque experimentó una aceleración hasta alcanzar una tasa interanual del 4,1% en el cuarto trimestre, frente al 2,7% del tercer trimestre, impulsado por un aumento del consumo privado y la inversión. La inflación interanual de los precios al por mayor —la medida de la inflación que utiliza preferentemente el Banco de Reserva de India— se moderó hasta el 6,6% en enero de 2013, desde el 7,5% de 2012. En vista de la dinámica crecimiento-inflación, el banco central redujo su tipo de interés oficial en 25 puntos básicos, hasta el 7,75%, en enero de 2013. En Corea, el crecimiento interanual del PIB real siguió aumentando a un ritmo sostenido, que, en el cuarto trimestre de 2012, fue del 1,5%. Se aceleró el crecimiento del consumo y las exportaciones, compensándose así la contracción de la inversión. La inflación interanual medida por el IPC se mantuvo por debajo de la banda del 2,5% al 3,5% fijada como objetivo por el Banco de Corea, situándose en el 1,4% en febrero de 2013. El Banco de Corea ha mantenido su tipo de interés oficial en el 2,75% desde octubre de 2012.

ORIENTE MEDIO Y ÁFRICA

En el tercer trimestre de 2012, la producción de petróleo se mantuvo en niveles elevados y el gasto público —respaldado por los altos precios del petróleo— estimuló la producción en las economías exportadoras de crudo de Oriente Medio y África. Durante el mismo período, en otros puntos de la región el crecimiento experimentó una cierta desaceleración en cifras interanuales en comparación con el primer semestre de 2012. La actividad económica continuó siendo débil en los países en los que el proceso de transición política se ha visto frustrado por los retrasos. Se prevé que, en los países exportadores de petróleo, el crecimiento se modere a corto plazo, debido a la menor producción de crudo, mientras que en el resto de la región las proyecciones indican que el crecimiento seguirá siendo vigoroso.

AMÉRICA LATINA

En América Latina la actividad económica se fortaleció hacia finales de 2012, tras experimentar una desaceleración durante la mayor parte del año. Para el conjunto de 2012 el crecimiento interanual del PIB real de la región podría haberse situado en un nivel cercano al 3%, lo que representa una caída con respecto al 4,5% registrado en el año anterior, como consecuencia del descenso de la demanda externa y de un debilitamiento de la demanda interna. De cara al futuro, se espera que el gradual fortalecimiento de la economía mundial y los efectos retardados de las medidas de flexibilización de las políticas, adoptadas anteriormente en los principales países, especialmente en Brasil, respalden el crecimiento en América Latina.

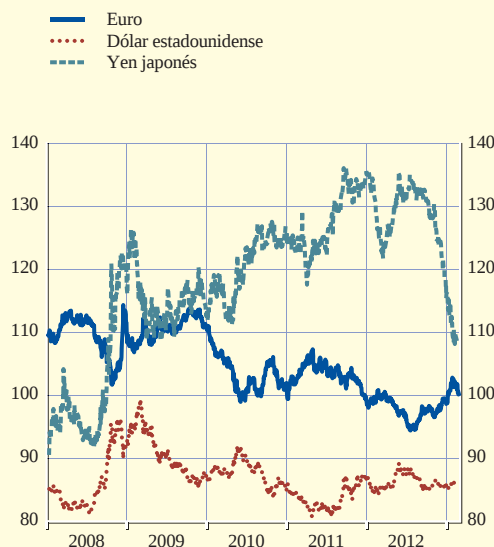
En Brasil, el crecimiento del PIB aumentó un 0,6%, en tasa intertrimestral, en el cuarto trimestre de 2012, frente al 0,4% registrado en los tres meses anteriores, impulsado por la demanda interna, especialmente el consumo privado, que creció un 1,2%, la tasa de crecimiento intertrimestral más elevada de los dos últimos años. La tasa de crecimiento interanual experimentó, en promedio, una notable desaceleración, hasta el 0,9% en 2012, desde el 2,7% de 2011, como resultado de una contracción de la inversión privada y las existencias y del débil crecimiento de las exportaciones. Se trata de una cifra considerablemente inferior a la tasa media de crecimiento registrada en la última década. En México, el PIB creció en el último trimestre de 2012, registrando un incremento del 0,8%, en tasa intertrimestral, frente al 0,4% del tercer trimestre. Por el lado de la oferta, el crecimiento se vio estimulado por los servicios y la agricultura, mientras que el sector industrial supuso un lastre para el crecimiento. El PIB real creció a una tasa del 3,9% en 2012, la misma que en 2011. En Argentina, la actividad económica experimentó una acusada desaceleración en 2012, tras haber registrado una expansión del 8,9% en 2011. Ello se debió a la fuerte caída de la inversión privada y de las exportaciones, reflejo de los restrictivos controles cambiarios y comerciales.

1.4 TIPOS DE CAMBIO

En los tres últimos meses el euro se ha apreciado en un entorno de baja volatilidad y acusado aumento de la confianza de los inversores en relación con la zona del euro. Los movimientos de los tipos de cambio han estado asociados, en gran medida, a los cambios en las expectativas de los mercados respecto a las perspectivas económicas de la zona del euro en relación con otras grandes economías avanzadas, así como a la evolución de los diferenciales de los tipos de interés. Como resultado, el euro se apreció durante los meses de diciembre y enero, estabilizándose en febrero. El 6 de marzo de 2013, el tipo de cambio efectivo nominal del euro, medido frente a las monedas de 20 de los socios comerciales más importantes de la zona del euro, se situaba un 2,3% por encima del nivel registrado a comienzos de diciembre de 2012 y un 0,8% por encima del observado hace un año (véanse cuadro 3 y gráfico 4). La apreciación del euro en los tres últimos meses se reflejó también en un debilitamiento del tipo de cambio

Gráfico 4 Tipos de cambio efectivos nominales del euro, del dólar estadounidense y del yen japonés

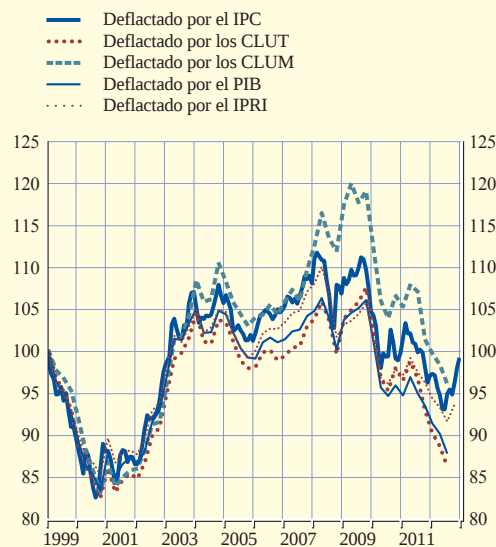
(datos diarios; índice: I 1999 = 100)



Fuente: BCE.
Notas: El tipo de cambio efectivo nominal del euro se calcula frente a las monedas de 20 de los socios comerciales más importantes de la zona del euro. Los tipos de cambio efectivos nominales del dólar estadounidense y del yen japonés se calculan frente a las monedas de 40 de los socios comerciales más importantes de Estados Unidos y Japón.

Gráfico 5 Tipos de cambio efectivos reales del euro

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



Fuente: BCE.
Nota: Los tipos de cambio efectivos reales del euro se calculan frente a las monedas de 20 de los socios comerciales más importantes de la zona del euro.

efectivo nominal del yen japonés de alrededor del 10% entre comienzos de diciembre de 2012 y finales de febrero de 2013. Durante el mismo período, el tipo de cambio efectivo nominal del dólar estadounidense se apreció en torno a un 1,5%.

Cuadro 3 Evolución del tipo de cambio del euro

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

	Ponderación en el tipo de cambio efectivo del euro (TCE-20)	Variación del tipo de cambio efectivo del euro a 6 de marzo de 2013 con respecto al	
		2 de diciembre de 2012	7 de marzo de 2012
TCE-20		2,3	0,8
Renminbi chino	18,8	0,2	-2,2
Dólar estadounidense	16,9	0,4	-0,6
Libra esterlina	14,9	6,6	3,5
Yen japonés	7,2	13,5	15,0
Franco suizo	6,5	2,0	2,1
Zloty polaco	6,2	1,1	-0,4
Corona checa	5,0	1,2	2,8
Corona sueca	4,7	-4,0	-6,8
Won coreano	3,9	0,5	-4,3
Forint húngaro	3,2	6,2	0,8
Corona danesa	2,6	-0,1	0,3
Leu rumano	2,0	-3,5	0,0

Fuente: BCE.
Nota: El tipo de cambio efectivo nominal se calcula frente a las monedas de 20 de los socios comerciales más importantes de la zona del euro.

En términos bilaterales, en los tres últimos meses el euro se apreció de forma generalizada frente a todas las principales monedas. Entre comienzos de diciembre de 2012 y el 6 de marzo de 2013, la moneda única se apreció un 0,4 % frente al dólar estadounidense y un 6,6 % frente a la libra esterlina, y también se apreció notablemente frente al yen japonés, un 13,5 %. Durante el mismo período, el euro se apreció asimismo frente a las monedas de la mayoría de las otras economías de Asia y Europa, así como frente a las monedas de los grandes países exportadores de materias primas.

Las monedas que participan en el MTC II se mantuvieron, en general, estables frente al euro, cotizando al tipo de cambio correspondiente a las respectivas paridades centrales o en torno a dichas paridades. El lats letón cotizó en la zona más fuerte de su paridad central dentro de la banda de ± 1 % establecida unilateralmente.

Por lo que respecta los indicadores de competitividad internacional en términos de precios y costes de la zona del euro, en febrero de 2013 el tipo de cambio efectivo real del euro basado en los precios de consumo se situaba un 2,2 % por encima del nivel registrado un año antes (véase gráfico 5). Esta evolución refleja, en gran medida, la apreciación nominal del euro desde el segundo semestre de 2012.

2 EVOLUCIÓN MONETARIA Y FINANCIERA

2.1 DINERO Y CRÉDITO DE LAS IFM

El crecimiento del agregado monetario amplio cobró un ligero impulso en el cuarto trimestre de 2012 y en enero de 2013, aunque permaneció en niveles moderados, mientras que el crecimiento de los préstamos al sector privado no financiero mantuvo su debilidad. Por consiguiente, la brecha entre el crecimiento de M3 y el de los préstamos al sector privado no financiero volvió a ampliarse. Al mismo tiempo, la fragmentación financiera de la zona del euro se redujo de nuevo, favoreciendo el crecimiento monetario gracias a la mejora de las condiciones de la financiación de las entidades de crédito y a los flujos de entrada de fondos procedentes de inversores no residentes, así como al reajuste de los depósitos en la zona del euro. Sin embargo, la mejora de los mercados financieros y de la financiación bancaria no se tradujo en una mayor concesión de préstamos al sector privado no financiero.

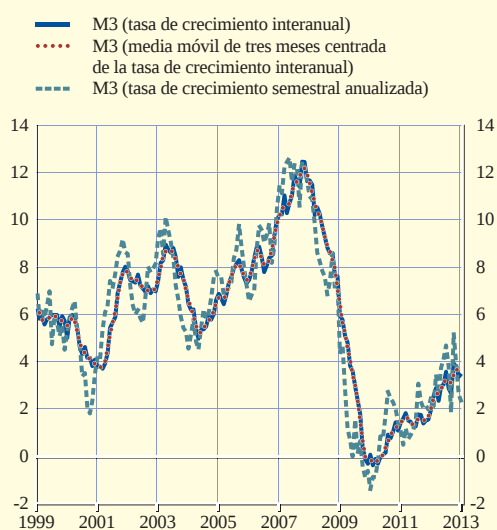
El aumento gradual del crecimiento del agregado monetario amplio observado en trimestres anteriores se vio confirmado por la evolución del cuarto trimestre de 2012 y de enero de 2013, aunque en ese período se registró cierta volatilidad. En enero, la tasa de crecimiento interanual de M3 se situó en el 3,5%, frente al 3,6% del cuarto trimestre y el 3,1% del tercero (véanse gráfico 6 y cuadro 4).

Un factor impulsor del crecimiento del agregado monetario amplio continuó siendo la preferencia por la liquidez del sector tenedor de dinero, en un entorno económico caracterizado por unos tipos de interés bajos y una incertidumbre elevada, aunque cada vez menor. El anuncio de las Operaciones Monetarias de Compra-venta (OMC), el establecimiento del Mecanismo Europeo de Estabilidad (MEDE) y otras medidas estructurales adoptadas en los distintos Estados miembros redujeron la incertidumbre y, por tanto, frenaron los saldos monetarios acumulados por motivo de precaución, además de tener un impacto positivo en la evolución monetaria del cuarto trimestre, ya que aumentaron la confianza de los inversores en la economía de la zona del euro e influyeron en la posición acreedora neta frente al exterior de las entidades de crédito.

En particular, los inversores no residentes mostraron un renovado interés en la zona del euro, especialmente en los países sometidos a tensiones, e invirtieron sus fondos, entre otros, en la compra de acciones y de valores distintos de acciones de la zona del euro. Los fondos también regresaron a los depósitos de los países con tensiones, en parte porque los inversores no residentes reinvirtieron recursos en dichos países, y en parte porque los inversores nacionales de esos países con tensiones canalizaron sus fondos nuevamente hacia los depósitos bancarios nacionales. El resultante reajuste de fondos dentro de las IFM de la zona del euro ayudó a mejorar la situación de financiación de las entidades de crédito, como puso de manifiesto la reducción del exceso de liquidez en el banco central, y como confirmó la evidencia procedente de la encuesta sobre préstamos bancarios de enero de

Gráfico 6 Crecimiento de M3

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



Fuente: BCE.

Cuadro 4 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					
		2012 I	2012 II	2012 III	2012 IV	2012 Dic	2013 Ene
M1	52,3	2,4	2,9	4,8	6,3	6,7	6,7
Efectivo en circulación	8,8	6,1	5,5	5,3	3,0	2,2	1,4
Depósitos a la vista	43,5	1,7	2,4	4,6	7,0	7,7	7,8
M2 - M1 (= otros depósitos a corto plazo)	39,8	2,6	2,6	1,3	1,6	1,7	1,6
Depósitos a plazo hasta dos años	18,5	3,0	2,3	-1,1	-2,1	-2,0	-3,2
Depósitos disponibles con preaviso hasta tres meses	21,3	2,1	2,9	3,7	5,0	5,2	6,2
M2	92,2	2,5	2,8	3,2	4,2	4,5	4,4
M3 - M2 (= instrumentos negociables)	7,8	-0,1	2,6	1,6	-2,9	-3,7	-6,2
M3	100,0	2,2	2,7	3,1	3,6	3,8	3,5
Crédito a residentes en la zona del euro		1,2	1,4	0,9	0,5	0,3	0,0
Crédito a las Administraciones Públicas		5,3	8,6	9,2	8,3	8,4	4,6
Préstamos a las Administraciones Públicas		-4,6	-1,7	1,5	1,9	2,2	0,1
Crédito al sector privado		0,3	-0,3	-1,0	-1,4	-1,6	-1,1
Préstamos al sector privado		0,7	-0,1	-0,6	-0,8	-0,8	-0,9
Préstamos al sector privado ajustados de ventas y titulizaciones ²⁾		1,1	0,4	-0,1	-0,4	-0,5	-0,4
Pasivos financieros a más largo plazo (excluidos capital y reservas)		0,4	-2,4	-4,4	-5,2	-5,2	-5,2

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.

2013. Sin embargo, esta mejora de la situación de financiación de las entidades de crédito no sirvió para dotar de mayor dinamismo a la concesión de préstamos al sector privado no financiero.

La disociación de la evolución del agregado monetario amplio de la observada en el crédito al sector privado continuó en el cuarto trimestre y en enero. Las principales contrapartidas del crecimiento de M3 fueron una mejora de la posición acreedora neta frente al exterior de las IFM y una nueva 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.

En conjunto, los datos monetarios para el período hasta enero 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 siguió siendo débil, y el otorgado a las sociedades no financieras disminuyó. Por consiguiente, en resumen, los datos monetarios disponibles hasta enero confirman que el ritmo subyacente de expansión monetaria continuó siendo tenue.

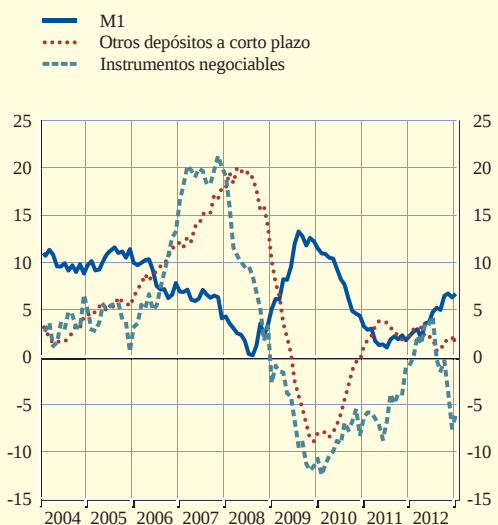
PRINCIPALES COMPONENTES DE M3

Los flujos de entrada registrados en M3 en el cuarto trimestre de 2012 y en enero de 2013 volvieron a estar impulsados principalmente por la evolución de los instrumentos monetarios líquidos incluidos en M1 (véase gráfico 7).

La tasa de crecimiento interanual de M1 se incrementó considerablemente y se situó en el 6,3% en el cuarto trimestre, frente al 4,8% del tercero, antes de aumentar de nuevo hasta alcanzar el 6,7% en enero (véase

Gráfico 7 Principales componentes de M3

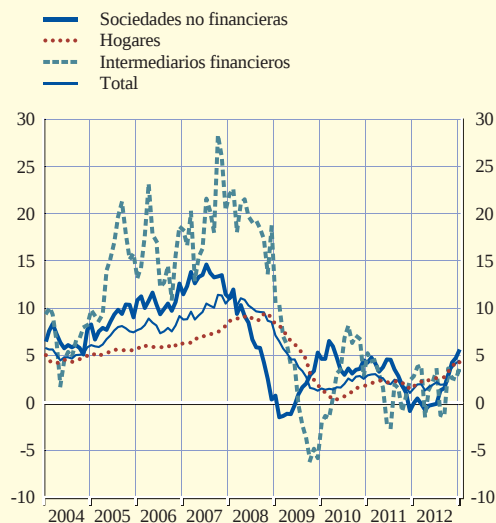
(tasas de variación interanual; datos ajustados de efectos estacionales y de calendario)



Fuente: BCE.

Gráfico 8 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.

cuadro 4). Los elevados flujos de entrada observados en M1 en el cuarto trimestre y en enero fueron consecuencia de una fuerte preferencia de los hogares y de las sociedades no financieras por los depósitos líquidos, que también pudo observarse en algunos países sometidos a tensiones. En el caso de los hogares, este crecimiento obedeció, en parte, al desplazamiento de fondos hacia los depósitos a la vista desde instrumentos no incluidos en M3, ya que el coste de oportunidad de mantener depósitos a la vista (en contraposición a instrumentos monetarios menos líquidos) siguió siendo reducido, reflejando el aplanamiento de la curva de rendimientos. Esta evolución de los flujos de fondos fue distinta de la observada a mediados de 2012, cuando aumentaron los colchones de liquidez, especialmente en el caso de los inversores institucionales, en respuesta a la elevada incertidumbre imperante 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) se incrementó hasta el 1,6% en el cuarto trimestre, desde el 1,3% del tercer trimestre (véase gráfico 7). Tanto los depósitos a plazo hasta dos años como los depósitos de ahorro a corto plazo (es decir, depósitos disponibles con preaviso hasta tres meses) registraron entradas de fondos, dinámica que se prolongó en enero. Los depósitos a plazo de algunos países sometidos a tensiones anotaron significativas entradas de fondos, lo que apunta a un aumento de la confianza en el sector bancario de dichos países. Esto ayudó a mejorar la situación de financiación de las entidades de crédito y a reducir la fragmentación financiera.

La tasa de crecimiento interanual de los instrumentos negociables (es decir, M3 menos M2) continuó descendiendo y pasó a ser negativa, situándose en el -2,9% en el cuarto trimestre y en el -6,2% en enero, frente al 1,6% del tercer trimestre (véase cuadro 4). En el cuarto 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, con vencimiento inicial hasta dos años) de las IFM, mientras que, en conjunto, las cesiones temporales registraron un pequeño flujo de entrada. 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, como consecuencia de los ajustes realizados por los inversores en la composición de sus carteras. Los niveles muy reducidos de los tipos de interés están influyendo en el atractivo de los valores distintos de acciones a corto plazo. Sin embargo, también es probable que la debilidad de ese instrumento tenga una dimensión estructural, ya que al menos algunas entidades de crédito están ajustando sus estructuras de financiación, recurriendo menos a la financiación en los mercados y más a 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 3,8% en el cuarto trimestre, frente al 2,6% del tercero (véase gráfico 8). Las entradas observadas en el cuarto trimestre se debieron a que todos los sectores incrementaron sus tenencias de depósitos de M3, correspondiendo la mayor contribución a los hogares. Las condiciones imperantes en los mercados financieros en ese trimestre generaron volatilidad en los saldos monetarios de los intermediarios financieros no monetarios distintos de las empresas de seguros y fondos de pensiones (OIF), que incluyen fondos de inversión y vehículos de titulización. La demanda de dinero de este sector resulta muy afectada por las condiciones de 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. Además, los efectos estadísticos relacionados con el establecimiento del MEDE afectaron a los saldos de depósitos a la vista de los OIF en el cuarto trimestre.

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 0,5% en el cuarto trimestre de 2012, frente al 0,9% del tercero, antes de retroceder de nuevo y situarse en el 0,0% en enero de 2013 (véase cuadro 4). Esta dinámica reflejó la disminución 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 cayó hasta el 4,6% en enero, desde el 8,3% del cuarto trimestre y el 9,2% del tercero (véase cuadro 4). Este debilitamiento se debió fundamentalmente a efectos de base y al descenso general de las adquisiciones de deuda pública (aunque con algunas diferencias entre países), tras el significativo volumen de compras observado anteriormente (sobre todo en los tres primeros trimestres de 2012), ya que las IFM dejaron aparcados los considerables volúmenes de liquidez que habían obtenido de las operaciones de financiación a plazo más largo (OFPML) a tres años. A partir de septiembre, el exceso de liquidez que no se había invertido o aparcado ya se redujo notablemente y los rendimientos de los bonos soberanos experimentaron una disminución sustancial en varios países, lo que se asocia a una contracción de las compras de valores de deuda pública. Al mismo tiempo, las adquisiciones de estos valores por parte de no residentes aumentaron a partir de septiembre, tras el anuncio de las OMC.

La tasa de crecimiento interanual del crédito otorgado por las IFM al sector privado se situó en el -1,1% en enero, frente al -1,4% del cuarto trimestre y el -1% del tercero (véase cuadro 4). Esta contrapartida registró flujos de salida en el cuarto trimestre, a pesar de las significativas adquisiciones de valores de este sector por parte de las IFM (atribuibles, sobre todo, a operaciones relacionadas con la reestructuración del sector bancario español en diciembre de 2012), que se compensaron con creces con las nuevas amortizaciones netas de préstamos concedidos por las IFM al sector privado (ajustados de

ventas y titulizaciones). En enero, la contracción del crédito reflejó la amortización neta de valores distintos de acciones y de préstamos de las IFM a este sector.

La tasa de crecimiento interanual de los préstamos al sector privado (ajustados de ventas y titulizaciones) fue del $-0,4\%$ en enero, sin variación con respecto al cuarto trimestre y por debajo del $-0,1\%$ registrado en el tercer trimestre, observándose una evolución bastante similar en los préstamos sin ajustar (véase cuadro 4). Desde una perspectiva sectorial, en el cuarto trimestre, los préstamos concedidos a las sociedades no financieras registraron una contracción adicional, mientras que los préstamos a los hogares aumentaron levemente. En enero continuaron estas tendencias sectoriales en el caso de los préstamos a las sociedades no financieras y a los hogares, mientras que el crecimiento de los préstamos a intermediarios financieros no monetarios disminuyó.

La tasa de crecimiento interanual de los préstamos concedidos por las IFM a los hogares (ajustados de ventas y titulizaciones) disminuyó hasta el $0,5\%$ en enero, frente al $0,8\%$ del cuarto trimestre y el 1% del tercero, siguiendo el descenso progresivo observado desde mediados de 2011. En términos de flujos mensuales, la heterogeneidad entre países se mantuvo en los últimos meses, ya que los signos de recuperación gradual de los préstamos para adquisición de vivienda en algunos países se vieron contrarrestados en gran medida por la contracción adicional de este componente en otros países (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 enero, frente al $-1,4\%$ del cuarto trimestre y el $-0,5\%$ del tercero. Esta evolución fue atribuible al nuevo descenso de los préstamos y créditos asumidos por las empresas en los últimos meses, que fue generalizado en los distintos plazos de vencimiento, registrándose un retroceso más pronunciado en los préstamos a más largo plazo (es decir, con vencimiento inicial a más de cinco años) que en los préstamos a corto plazo (para más detalles, véase la sección 2.6).

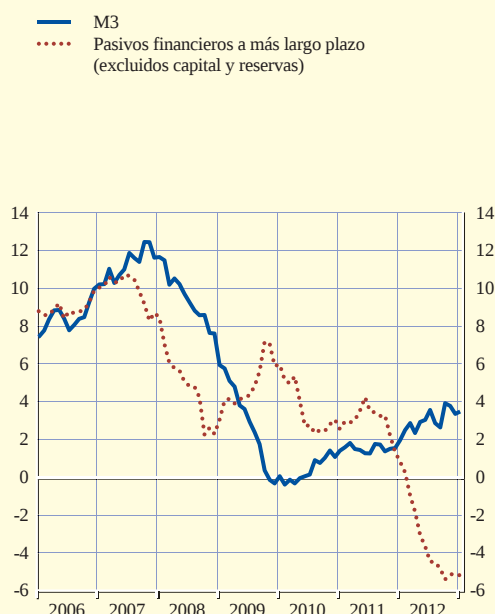
En conjunto, la mejora de la situación de financiación de las entidades de crédito no se tradujo en un aumento de los préstamos al sector privado no financiero, que disminuyeron nuevamente en los últimos meses. Los factores tanto de oferta como de demanda continuaron influyendo en esta falta de dinamismo, aunque con una heterogeneidad significativa entre países. Entre los factores que frenan la demanda de préstamos bancarios se incluyen el debilitamiento de la actividad económica en el cuarto trimestre, los niveles persistentemente elevados de incertidumbre y el mantenimiento de la fragmentación de los mercados financieros (aunque esta se ha atenuado ligeramente en los últimos meses). Otros factores que lastran la demanda de préstamos son la continua necesidad de reducir el endeudamiento de las empresas y de los hogares en algunos países y el recurso a fuentes de financiación alternativas por parte de las empresas. En lo que respecta a la oferta, las consideraciones relativas al riesgo de crédito siguen induciendo a las IFM a restringir la oferta de crédito mediante la aplicación de duros criterios de concesión, como indica la última encuesta sobre préstamos bancarios. Las prácticas conservadoras a la hora de otorgar préstamos también pueden ser reflejo de los ajustes realizados por las entidades de crédito para cumplir los nuevos requisitos regulatorios y, en muchos casos, de la continua necesidad de sanear sus balances. Además, es posible que el papel cada vez menor de los intermediarios financieros no monetarios en la provisión de financiación a la economía de la zona del euro también afecte al crecimiento de los préstamos. La disminución de su papel se observa en la reducción de los flujos de inversiones financieras de este sector y en su mayor inversión en valores emitidos por no residentes en la zona del euro, así como en la persistente debilidad de las operaciones de titulización genuinas (para más detalles, véase la sección 2.2).

Sin embargo, parece que el crecimiento de los préstamos está bastante en línea con la fase actual del ciclo económico, teniendo en cuenta la necesidad de corregir excesos del pasado y el hecho de que los préstamos a hogares evolucionan por lo general en consonancia con la actividad económica, mientras que los préstamos a las sociedades no financieras suelen responder con un retardo. A menos que existan factores especiales que generen una desviación significativa con respecto a las regularidades históricas, cabe esperar que, en los próximos meses, el crecimiento de los préstamos a hogares y a las sociedades no financieras sea débil, atendiendo a las proyecciones de actividad económica.

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 -5,2% en enero, sin variación con respecto al cuarto trimestre y por debajo del -4,4% observado en el tercer trimestre (véase gráfico 9). En el cuarto trimestre, esta contrapartida registró otro flujo de salida considerable, contribuyendo positivamente a la evolución monetaria. Tanto los depósitos a largo plazo como la emisión neta de valores distintos de acciones a largo plazo emitidos por las IFM de la zona del euro registraron flujos negativos en el cuarto trimestre. La disminución de los depósitos a largo plazo fue atribuible, en parte, al impacto de la reversión de anteriores operaciones de titulización retenidas, pero probablemente también se debió al aplanamiento de la curva de rendimientos desde principios de 2012, que provocó nuevos desplazamientos de depósitos a largo plazo hacia M3 en el último trimestre de 2012. El descenso de la emisión neta de valores distintos de acciones a largo plazo sugiere que las entidades de crédito fueron capaces de satisfacer

Gráfico 9 M3 y pasivos financieros a más largo plazo de las IFM

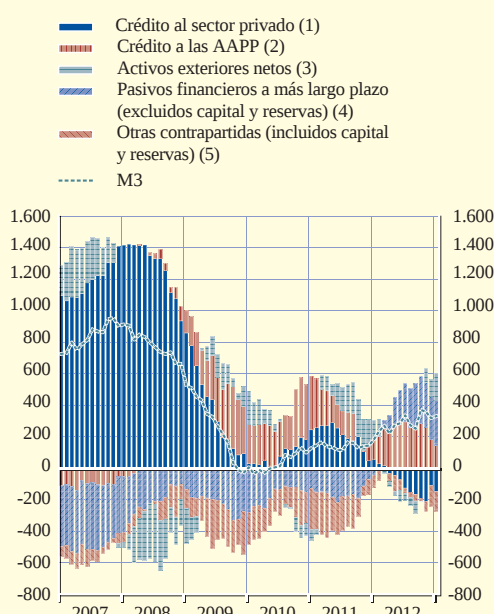
(tasas de variación interanual; datos ajustados de efectos estacionales y de calendario)



Fuente: BCE.

Gráfico 10 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.

sus necesidades de financiación utilizando la liquidez obtenida a través de las dos OFPML a tres años o reforzando su base de depósitos, pero probablemente refleja también las menores necesidades de financiación de algunas entidades de crédito como consecuencia de su desapalancamiento.

El aumento de la confianza en la zona del euro se refleja en el lado de las contrapartidas en una nueva mejora de la posición acreedora neta frente al exterior de las IFM de la zona del euro. De hecho, esta posición, que recoge los flujos de capitales del sector tenedor de dinero cuando los fondos se canalizan a través de las IFM, así como la transferencia de activos emitidos por el sector tenedor de dinero, registró un nuevo flujo trimestral de entrada en el cuarto trimestre, así como otra entrada sustancial en enero (véase gráfico 10). Estos flujos fueron adicionales a las significativas entradas observadas en el tercer trimestre de 2012, que siguieron a las cuantiosas salidas acumuladas entre octubre de 2011 y junio de 2012. Cabe señalar que la inversión en valores distintos de acciones por parte de no residentes en la zona del euro se incrementó notablemente desde julio de 2012, dadas las condiciones más favorables de los mercados de renta fija, mientras que la inversión en acciones y participaciones se triplicó (para más detalles, véase el recuadro 1).

Recuadro 1

EVOLUCIÓN RECIENTE DE LA CUENTA FINANCIERA DE LA BALANZA DE PAGOS DE LA ZONA DEL EURO

En este recuadro se analiza la evolución de la cuenta financiera de la balanza de pagos de la zona del euro en 2012. Las entradas netas registradas en el saldo total de inversiones directas y de cartera en la zona del euro disminuyeron hasta situarse en 13,2 mm de euros en 2012, frente a la cifra de 119,2 mm de euros contabilizada un año antes (véase cuadro). Estas entradas se compensaron con creces con las salidas netas de fondos en forma de otras inversiones, que prácticamente no variaron con respecto a 2011. Tras la breve reanudación de las compras netas de valores extranjeros por parte de los inversores tanto de la zona del euro como extranjeros en el primer trimestre de 2012, en el segundo trimestre se contabilizaron entradas netas de inversiones de cartera (debido a la liquidación de valores extranjeros) y salidas netas relacionadas en la partida de otras inversiones, al intensificarse de nuevo las tensiones en los mercados financieros de la zona del euro. En el segundo semestre del año, dichas tensiones se redujeron en cierta medida, tras el anuncio en septiembre de las Operaciones Monetarias de Compraventa (OMC). Como consecuencia, los residentes en la zona del euro reanudaron sus compras netas de valores extranjeros, mientras que los no residentes aumentaron su exposición a valores de la zona del euro.

La disminución de las entradas netas registradas en el saldo total de inversiones directas y de cartera en la zona del euro en 2012 se debió al descenso de las entradas netas de inversiones de cartera, ya que los inversores de la zona retomaron sus adquisiciones de valores extranjeros. La reanudación de estas adquisiciones afectó principalmente a las instituciones distintas de IFM de la zona del euro, que aumentaron su exposición a acciones y participaciones y a valores distintos de acciones, mientras que las IFM de la zona continuaron su proceso de desapalancamiento, en línea con la reestructuración de sus balances. El valor de las salidas netas en la partida de otras inversiones prácticamente no varió con respecto a 2011. Mientras que en 2011 estas salidas obedecieron sobre todo al hecho de que los residentes en la zona del euro invirtieron en activos exteriores, en 2012 se debieron a las desinversiones en depósitos y préstamos de las IFM de la zona del euro por parte de no residentes, que tuvieron su reflejo en una acusada reducción de los pasivos de otras inversiones del sector bancario.

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	
	Nov	Dic	Mar	Jun	Sep	Dic	2011 Dic	2012 Dic
Cuenta financiera ¹⁾	-22,7	-47,0	3,6	-20,4	-55,0	-81,6	-45,3	-153,5
Total de inversiones directas y de cartera netas	30,3	-20,7	-74,5	77,9	-34,9	44,8	119,2	13,2
Inversiones directas netas	13,7	-8,6	-3,5	-16,3	-25,7	-5,5	-154,8	-50,9
Inversiones de cartera netas	16,5	-12,1	-71,0	94,2	-9,3	50,2	274,0	64,1
Acciones y participaciones	13,0	-10,1	18,6	24,9	14,2	24,7	170,7	82,4
Valores distintos de acciones	3,6	-2,0	-89,6	69,2	-23,4	25,5	103,3	-18,3
Bonos y obligaciones	26,5	-3,0	-53,8	35,7	12,6	33,4	177,7	28,0
Instrumentos del mercado monetario	-22,9	0,9	-35,8	33,5	-36,1	-7,9	-74,5	-46,3
Otras inversiones netas	-62,4	-28,9	86,9	-80,3	-19,4	-140,0	-149,5	-152,8
De las cuales: sector tenedor de dinero ²⁾								
Inversiones directas netas	11,4	-5,9	-6,3	-19,9	-27,8	-3,8	-142,2	-57,8
Inversiones de cartera netas	41,7	19,4	-43,7	51,6	-2,4	81,9	124,3	87,4
Acciones y participaciones	14,2	13,5	14,3	29,4	15,1	57,3	134,6	116,1
Valores distintos de acciones	27,5	5,9	-58,0	22,2	-17,5	24,6	-10,3	-28,7
Otras inversiones netas	-14,9	-11,3	6,0	-38,8	14,1	-41,0	51,9	-59,7

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.

de la zona del euro. Sin embargo, esa evolución de las inversiones de cartera y de otras inversiones enmascaró la considerable volatilidad de los patrones de inversión a lo largo del año, que siguieron los cambios en el clima de los mercados.

En el primer trimestre de 2012, los inversores de la zona del euro (tanto las IFM como las instituciones distintas de IFM) reanudaron sus adquisiciones de valores extranjeros (especialmente valores distintos de acciones), tras un período de elevadas tensiones en los mercados financieros relacionadas con la intensificación de la crisis de la deuda soberana. Esta reanudación se produjo tras un anuncio en el que se presentaron medidas de política monetaria destinadas a afrontar la crisis y a calmar a los mercados financieros. No obstante, en el segundo trimestre, los efectos positivos se evaporaron al volver la incertidumbre. Surgieron tensiones de financiación debido a la repatriación de los fondos que los inversores extranjeros tenían en IFM de la zona del euro, como muestra la acusada caída de los pasivos de otras inversiones. En consecuencia, los residentes en la zona del euro tuvieron que reducir sus tenencias de valores extranjeros, pero el anuncio de las OMC en septiembre consiguió aplacar a los mercados. Los flujos netos registrados en el saldo de inversiones de cartera pasaron a ser negativos en el tercer trimestre, pues los inversores de la zona del euro incrementaron su exposición a títulos extranjeros.

En el cuarto trimestre de 2012, las condiciones de los mercados financieros volvieron a mejorar. El total de inversiones directas y de cartera registró entradas netas por importe de 44,8 mm de euros, tras unas salidas netas de 34,9 mm de euros en el tercer trimestre, debido principalmente al considerable aumento de las compras netas de valores de la zona del euro por parte de residentes extranjeros. Estas últimas estuvieron impulsadas por el incremento de las adquisiciones netas de acciones y participaciones y de valores distintos de acciones de la zona del euro, que se vio compensado, solo en parte, por el crecimiento de las compras netas de acciones y participaciones extranjeras por parte de los inversores de la zona del euro. Las salidas netas de fondos en forma de inversión exterior directa

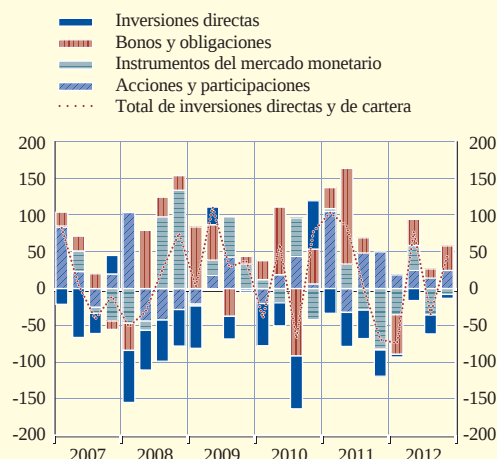
disminuyeron, en comparación con el tercer trimestre, ya que los inversores de la zona del euro pertenecientes al sector privado distinto de las IFM adquirieron menos acciones, participaciones y otro capital emitidos por sociedades extranjeras. Entre tanto, las adquisiciones netas de capital emitido por instituciones distintas de IFM de la zona del euro se redujeron, aunque en menor medida.

Como en trimestres anteriores del mismo año, en el cuarto trimestre se registraron diferencias notables en los flujos de inversiones de cartera entre las IFM y las instituciones distintas de IFM. En el sector de IFM, las entidades de crédito de la zona del euro siguieron rebajando su exposición a valores distintos de acciones extranjeros como consecuencia de la reestructuración de sus balances, pero reanudaron las compras de valores de renta variable extranjeros. Sin embargo, los no residentes en la zona del euro continuaron repatriando fondos invertidos previamente en acciones y participaciones y en valores distintos de acciones emitidos por IFM de la zona del euro. No obstante, cabe señalar que el proceso de repatriación por parte de los inversores de la zona del euro se ralentizó ligeramente en el cuarto trimestre, en un entorno de normalización de las condiciones de los mercados financieros. Al mismo tiempo, las IFM de la zona del euro redujeron significativamente su exposición a depósitos y préstamos extranjeros, en un contexto de continua disminución de sus pasivos de otras inversiones. Estos flujos bidireccionales de repatriación de fondos alcanzaron unos niveles especialmente altos en diciembre de 2012.

En relación con el sector distinto de IFM, los inversores de la zona del euro incrementaron sus adquisiciones netas de valores de renta variable y de instrumentos del mercado monetario extranjeros en el cuarto trimestre, mientras que redujeron ligeramente sus compras de bonos y obligaciones extranjeros. Mientras tanto, el aumento de las adquisiciones por parte de inversores extranjeros de los citados instrumentos emitidos por el sector privado distinto de las IFM y por el sector de Administraciones Públicas de la zona del euro fue incluso más acusado, con volúmenes de inversión en valores de la zona del euro no registrados desde mediados de 2011. Junto con los flujos de salida de los depósitos a corto plazo de las IFM de la zona del euro, esta evolución puede responder a una mejora de la confianza de los inversores en las perspectivas futuras de la zona del euro, dado que los no residentes retiraron sus fondos de las IFM de la zona del euro y los invirtieron en valores de renta variable emitidos por sociedades distintas de IFM del sector privado de la zona y en deuda pública. En conjunto, las inversiones de cartera netas fueron positivas en el cuarto trimestre, contribuyendo así a la liquidez disponible en la zona del euro, como se reflejó, en parte, en la evolución del agregado monetario amplio M3. Según puede observarse en la presentación monetaria de la balanza de pagos, las operaciones en las que participa el sector tenedor de dinero fueron un importante factor determinante del aumento registrado en la posición acreedora neta frente al exterior de las IFM en el cuarto trimestre de 2012.

Principales partidas de la cuenta financiera

(mm de euros; flujos netos trimestrales)



Fuente: BCE.

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

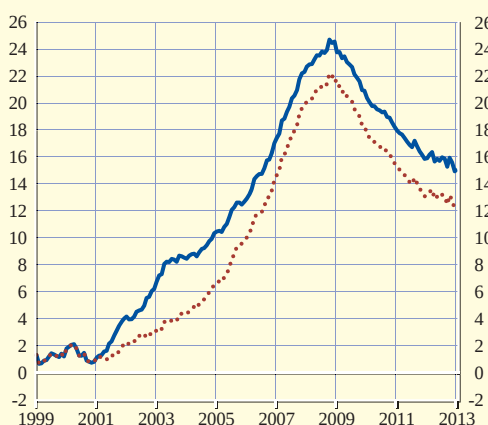
Los flujos observados en M3 entre finales de septiembre y de enero se tradujeron en ligeras disminuciones de la liquidez monetaria acumulada en la zona del euro (véanse gráficos 11 y 12). Algunos indicadores de la liquidez monetaria que son objeto de seguimiento por parte del BCE sugieren que se ha reabsorbido una cantidad significativa de la abundante liquidez que se acumuló antes de la crisis. De cara al futuro, es posible que algunos indicadores se aproximen 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 tenue. El crecimiento de M3 en el cuarto trimestre de 2012 y en enero de 2013 no estuvo impulsado por el crecimiento del crédito al sector privado, sino que se debió a los desplazamientos de fondos hacia M3 como consecuencia de la preferencia por la liquidez del sector tenedor de dinero. La debilidad del crédito al sector privado reflejó en parte el efecto moderador de la actual corrección de los excesos del pasado, que ha precisado un mayor desapalancamiento en los sectores financiero y no financiero de algunos países. Adoptando una perspectiva a medio plazo, un requisito previo fundamental para la recuperación sostenida del crédito al sector privado es el restablecimiento de la capacidad de las entidades de crédito para asumir riesgos y el retorno de la demanda de crédito bancario por parte del sector privado. En conjunto, sobre la base de los indicadores monetarios, los riesgos para la estabilidad de precios continúan estando equilibrados.

Gráfico 11 Estimaciones de la brecha monetaria nominal ¹⁾

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

— Brecha monetaria nominal basada en M3 oficial
 Brecha monetaria nominal basada en M3 corregido por el impacto estimado de los desplazamientos de cartera ²⁾



Fuente: BCE.

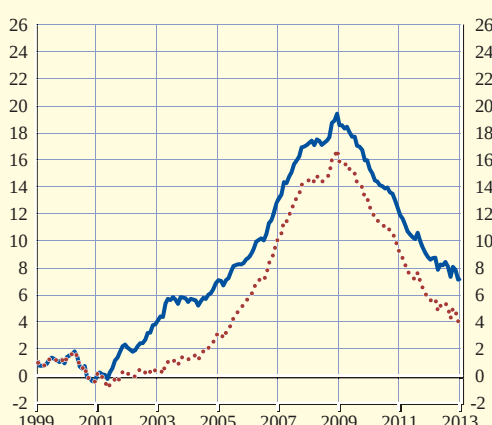
1) La brecha monetaria nominal se define como la diferencia existente entre el nivel efectivo de M3 y el nivel de M3 que correspondería a un crecimiento constante de este agregado monetario igual a su valor de referencia (4,5%), tomando diciembre de 1998 como período base.

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*, BCE, octubre de 2004.

Gráfico 12 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)

— Brecha monetaria real basada en M3 oficial
 Brecha monetaria real basada en M3 corregido por el impacto estimado de los desplazamientos de cartera ²⁾



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, octubre de 2004.

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 permaneció sin variación en el 2,6% en el tercer trimestre de 2012, reflejo de la persistente debilidad del entorno económico y de las reducidas oportunidades de inversión. La tasa de crecimiento interanual de la inversión financiera de las empresas de seguros y fondos de pensiones tampoco cambió prácticamente. No obstante, los fondos de inversión registraron una entrada notable en el cuarto trimestre de 2012, impulsada sobre todo por la inversión en fondos de renta fija, pero también, en menor medida, por la inversión en fondos mixtos y, tras un prolongado período de salidas, en fondos de renta variable.

SECTORES NO FINANCIEROS

En el tercer trimestre de 2012 (el más reciente para el que se dispone de datos procedentes de las cuentas de la zona del euro), la tasa de crecimiento interanual de la inversión financiera total de los sectores no financieros permaneció sin variación en el 2,6% (véase cuadro 5). La evolución observada en el tercer trimestre fue resultado principalmente del fuerte crecimiento de la inversión en efectivo y depósitos, que compensó el crecimiento más débil de la inversión en valores distintos de acciones, acciones y otras participaciones.

El detalle por sectores pone de manifiesto que los hogares y las sociedades no financieras volvieron a reducir su inversión financiera en el tercer trimestre, en línea con la tendencia observada en el segundo trimestre, mientras que las Administraciones Públicas la incrementaron (lo que guardó relación, en parte, con las operaciones de recapitalización bancaria; véase gráfico 13). La desaceleración de la acumulación de activos financieros por parte de los hogares se debió fundamentalmente al persistente estancamiento de su 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 2010 y que continuaba en el tercer trimestre de 2012.

Cuadro 5 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 II	2010 III	2010 IV	2011 I	2011 II	2011 III	2011 IV	2012 I	2012 II	2012 III
Inversión financiera	100	2,6	2,7	3,6	3,3	3,5	3,3	2,6	3,0	2,6	2,6
Efectivo y depósitos	24	1,5	2,3	3,2	3,9	4,2	3,5	3,0	3,6	3,2	3,6
Valores distintos de acciones, excluidos derivados financieros	5	-2,5	-3,4	5,1	6,1	7,4	7,4	2,9	1,8	0,4	-1,0
De los cuales: A corto plazo	0	-25,0	-11,2	-8,4	-0,8	6,1	-1,2	19,8	15,9	22,7	23,5
De los cuales: A largo plazo	5	0,1	-2,6	6,3	6,7	7,5	8,1	1,6	0,6	-1,3	-2,8
Acciones y otras participaciones, excluidas participaciones en fondos de inversión	28	2,5	2,7	3,3	2,6	2,5	2,6	2,2	2,7	2,6	1,9
De las cuales: Acciones cotizadas	6	3,1	2,3	3,0	1,1	1,2	2,8	2,1	2,6	2,6	1,0
De las cuales: Acciones no cotizadas y otras participaciones	22	2,3	2,8	3,4	3,0	2,8	2,6	2,3	2,8	2,6	2,1
Participaciones en fondos de inversión	5	-2,2	-3,0	-3,7	-4,3	-3,6	-4,6	-5,0	-4,0	-2,7	-1,5
Reservas técnicas de seguro	16	4,8	4,7	4,3	3,6	3,1	2,7	2,2	1,8	1,7	1,7
Otros ²⁾	22	4,9	5,1	5,3	4,8	5,0	5,2	4,6	5,4	4,6	4,9
M3 ³⁾		0,1	0,8	1,1	1,8	1,3	1,7	1,5	2,9	3,0	2,6

Fuente: BCE.

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

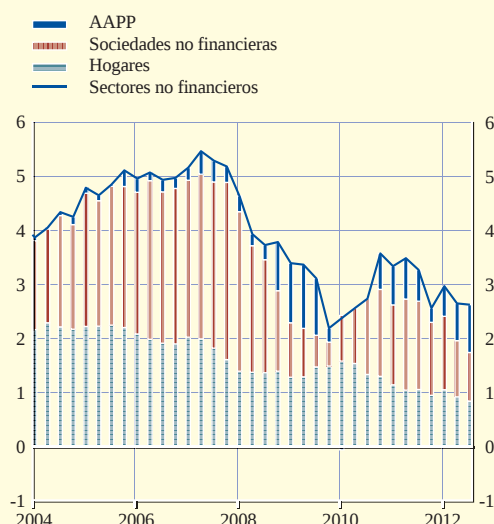
2) Otros activos financieros comprende préstamos y otras cuentas pendientes de cobro, que a su vez incluyen el crédito comercial concedido por las sociedades no financieras.

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 disminución de la tasa de crecimiento interanual de la inversión financiera total de las sociedades no financieras en el tercer trimestre reflejó reducciones continuadas de los excedentes brutos de explotación y un mayor ahorro (beneficios no distribuidos). La tasa de crecimiento interanual de la inversión financiera de las Administraciones Públicas aumentó de nuevo en el tercer trimestre, debido principalmente al incremento de la inversión en préstamos, efectivo y depósitos, mientras que la inversión en acciones se mantuvo sin variación y la inversión en valores distintos de acciones descendió. Para obtener información más detallada sobre la evolución de los flujos de financiación y de los balances del sector privado no financiero, véanse las secciones 2.6 y 2.7. En el recuadro titulado «Cuentas integradas de la zona del euro del tercer trimestre de 2012», publicado en el Boletín Mensual de febrero de 2013, también se proporciona información sobre todos los sectores institucionales.

Gráfico 13 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 permaneció sin variación en el 2,4% en el tercer trimestre de 2012 (el más reciente para el que se dispone de datos procedentes de las cuentas de la zona del euro; véase gráfico 14). Por tanto, dicho crecimiento se mantiene en su nivel más bajo desde 1999, y reflejó en parte la caída de la inversión de los hogares en reservas técnicas de seguro desde finales de 2007, así como la reducción del efectivo y los depósitos en poder de las empresas de seguros y fondos de pensiones. Esta reducción, que no se había registrado desde el segundo trimestre de 2011, puede señalar una menor necesidad de colchones de liquidez, debido a un cierto alivio de la incertidumbre en los mercados financieros. Las participaciones en fondos de inversión y los valores distintos de acciones siguieron siendo los que más contribuyeron a la inversión financiera total de las empresas de seguros y fondos de pensiones. Sin embargo, mientras que la aportación de los fondos de inversión descendió ligeramente en el cuarto trimestre, la de la inversión financiera en valores distintos de acciones registró un incremento adicional.

Las entradas interanuales en participaciones en fondos de inversión (excluidos los fondos del mercado monetario) aumentaron notablemente y se situaron en 341 mm de euros en el cuarto trimestre, frente a 171 mm de euros en el trimestre anterior. La tasa de crecimiento interanual se incrementó hasta el 4,3%, frente al 2,8% del tercer 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. También se observaron entradas en los fondos de renta variable, tras un prolongado período de salidas (véase gráfico 15). Asimismo, volvió a registrarse un flujo de salida en los fondos del mercado monetario, reflejo nuevamente del difícil entorno empresarial para esos fondos, habida cuenta del reducido nivel de los tipos de interés.

Si se analiza específicamente la evolución en el cuarto trimestre de 2012, las participaciones en fondos de inversión (excluidos los fondos del mercado monetario) registraron significativas entradas por

Gráfico 14 Inversión financiera de las empresas de seguros y fondos de pensiones

(tasas de variación interanual; contribución en puntos porcentuales)

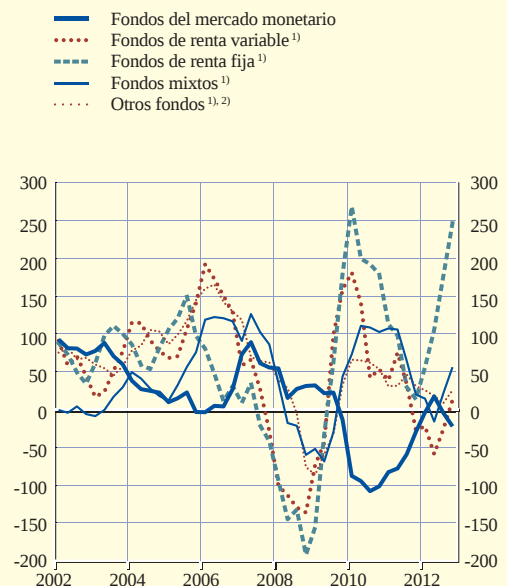


Fuente: BCE.

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

Gráfico 15 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 estimaciones del BCE.
2) Incluye los fondos inmobiliarios, los fondos de inversión libre y los fondos no clasificados en otros fondos.

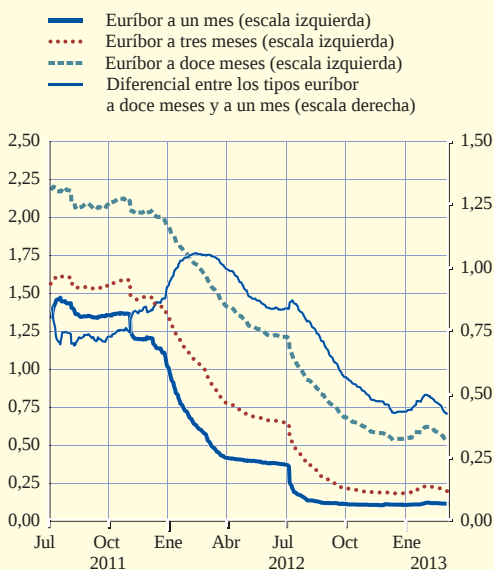
importe de 160 mm de euros, que pueden obedecer, hasta cierto punto, a patrones estacionales (pues los datos están sin desestacionalizar). El grueso de estas entradas se debió a los flujos de entrada en los fondos de renta fija, cuya tasa de crecimiento interanual aumentó hasta el 16,6% ese trimestre. Esta evolución continuó reflejando 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 y el anuncio de las Operaciones Monetarias de Compraventa. Al mismo tiempo, si se examina el activo del balance de los fondos de inversión correspondiente al cuarto trimestre, parece que los fondos de renta fija han invertido algo más en bonos emitidos por no residentes en la zona del euro que en bonos emitidos por residentes en la zona, en ligero contraste con la evolución observada en el trimestre anterior.

2.3 TIPOS DE INTERÉS DEL MERCADO MONETARIO

Los tipos de interés del mercado monetario mostraron una volatilidad más elevada entre el 5 de diciembre de 2012 y el 6 de marzo de 2013. La percepción de una menor probabilidad de recorte de los tipos de interés oficiales del BCE, combinada con las expectativas de evolución de la situación de liquidez, provocó un aumento temporal de los tipos de interés del mercado monetario en enero. El eonia registró un descenso marginal en el período analizado, situándose en niveles reducidos y reflejando los tipos de interés oficiales históricamente bajos del BCE, así como el muy abultado exceso de liquidez que perduraba en el mercado monetario a un día.

Gráfico 16 Tipos de interés del mercado monetario

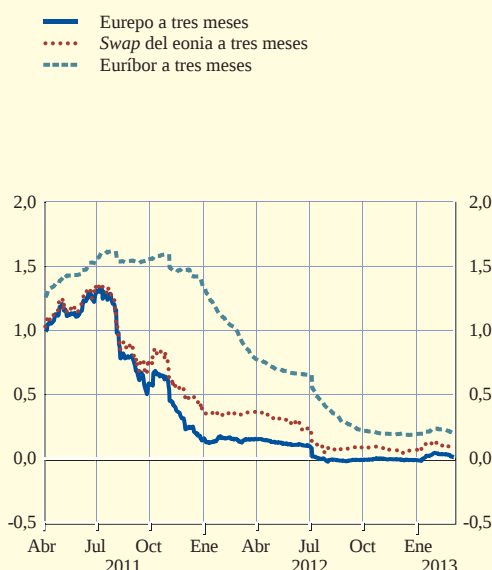
(porcentajes; diferencial en puntos porcentuales; datos diarios)



Fuentes: BCE y Thomson Reuters.

Gráfico 17 Eurepo, euríbor y swap del eonia a tres meses

(porcentajes; datos diarios)



Fuentes: BCE, Bloomberg y Thomson Reuters.

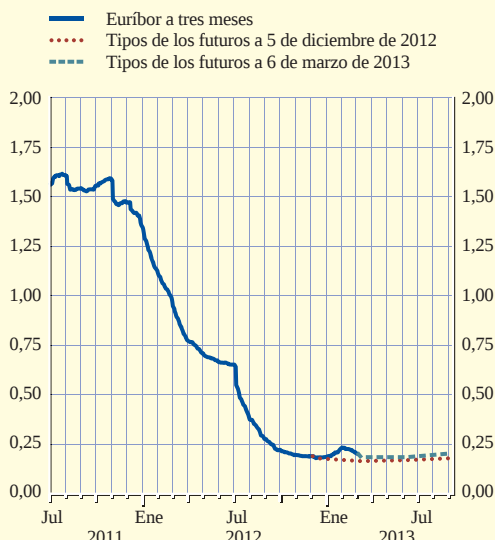
Los tipos de interés del mercado monetario sin garantías mostraron cierta volatilidad en el período comprendido entre el 5 de diciembre de 2012 y el 6 de marzo de 2013. Tras permanecer estables en diciembre, aumentaron en enero, antes de volver a caer en febrero y acabar en niveles comparables a los observados al comienzo del período analizado. El 6 de marzo, los tipos euríbor a un mes, a tres meses, a seis meses y a doce meses se situaron en el 0,12 %, el 0,20 %, el 0,32 % y el 0,54 %, respectivamente. Por tanto, los tipos para los dos vencimientos más cortos se mantuvieron sin cambios y 1 punto básico por encima de los niveles observados el 5 de diciembre, respectivamente, mientras que los tipos para los plazos más largos fueron 2 y 3 puntos básicos más bajos, respectivamente. 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 4 puntos básicos durante ese período y el 6 de marzo se situó en 42 puntos básicos (véase gráfico 16).

Los tipos de interés del mercado monetario con garantías siguieron un patrón similar y permanecieron estables en diciembre, antes de elevarse a principios de año y después descender en febrero (véase gráfico 17). El 6 de marzo, el tipo *swap* del eonia a tres meses se situó en el 0,07 %, sin variación con respecto al nivel observado el 5 de diciembre. Dado que el correspondiente euríbor sin garantías se incrementó 1 punto básico, el diferencial entre estos dos tipos se amplió en la misma cantidad. El *eurepo* a tres meses aumentó 2 puntos básicos en el período de referencia, situándose en el 0,01 % el 6 de marzo.

El 6 de marzo, los tipos de interés implícitos en los precios de los futuros del euríbor a tres meses con vencimiento en marzo, junio y septiembre de 2013 se situaron en el 0,19 %, el 0,19 % y el 0,20 %, respectivamente, lo que representa aumentos de 2 puntos básicos en todos los casos con respecto a los niveles observados el 5 de diciembre, debido, en parte, a la percepción de menor probabilidad de recortes de los tipos de interés oficiales del BCE (véase gráfico 18). Las volatilidades implícitas obtenidas de las opciones

Gráfico 18 Tipos de interés a tres meses y tipos de interés de los futuros en la zona del euro

(porcentajes; datos diarios)

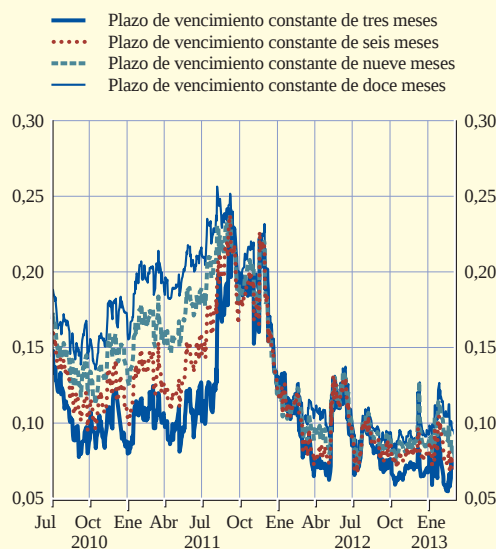


Fuente: Thomson Reuters.

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

Gráfico 19 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.

sobre futuros del euríbor a tres meses con plazo de vencimiento constante de tres, seis, nueve y doce meses se incrementaron en comparación con los niveles observados el 5 de diciembre (véase gráfico 19).

Si se considera el vencimiento a un día, el eonia registró un nuevo descenso marginal y se situó en una media de 7 puntos básicos durante el duodécimo período de mantenimiento de reservas de 2012 y el primer y segundo período de mantenimiento de 2013, alcanzando un nivel del 0,07 % el 6 de marzo. 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 del muy abultado exceso de liquidez en los mercados monetarios a un día (véase gráfico 20).

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 (véase recuadro 2).

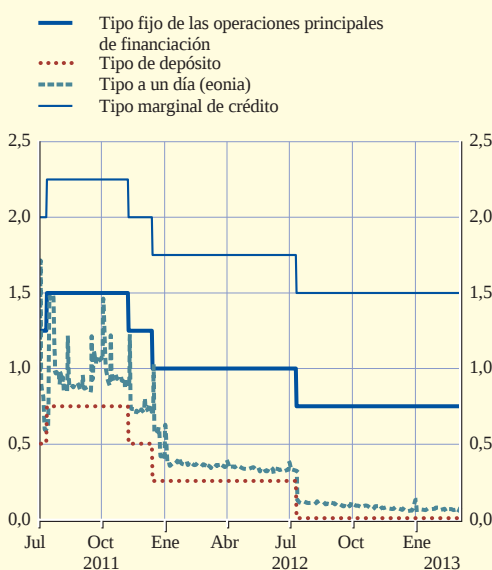
El BCE también ejecutó operaciones semanales de absorción de liquidez a una semana aplicando un procedimiento de subasta a tipo de interés variable y tipos máximos de puja del 0,75 % en el duodécimo período de mantenimiento de 2012 y el primer y segundo período de mantenimiento de 2013. En casi todas 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 6 de marzo ascendían a 205,5 mm de euros),

salvo en la última operación de 2012, ejecutada el 28 de diciembre, en la que el Eurosistema solo retiró 197,6 mm de euros.

El período analizado siguió caracterizándose por unos niveles muy elevados de exceso de liquidez, aunque estos disminuyeron ligeramente debido al reembolso anticipado voluntario de una parte de la liquidez obtenida en las dos OFPML a tres años liquidadas en diciembre de 2011 y en marzo de 2012. Las entidades de contrapartida han optado por reembolsar hasta ahora 224,8 mm de euros de los 1.018,7 mm de euros obtenidos en las dos OFPML. En consecuencia, el exceso de liquidez diario se situó en 554 mm de euros, en promedio, en el duodécimo período de mantenimiento de reservas de 2012 y en el primer y segundo período de mantenimiento de 2013, lo que supone un descenso con respecto a los 683 mm de euros de los tres períodos de mantenimiento de reservas anteriores. El recurso medio diario a la facilidad de depósito alcanzó los 197 mm de euros, mientras que los saldos en cuentas corrientes por encima de las exigencias de reservas se situaron en 357 mm de euros, en promedio, lo que representa disminuciones con respecto a las cifras medias de 264 mm de euros y de 419 mm de euros, respectivamente, de los tres períodos de mantenimiento anteriores.

Gráfico 20 Tipos de interés del BCE y tipo de interés a un día

(porcentajes; datos diarios)



Fuentes: BCE y Thomson Reuters.

Recuadro 2

SITUACIÓN DE LIQUIDEZ Y OPERACIONES DE POLÍTICA MONETARIA EN EL PERÍODO COMPRENDIDO ENTRE EL 14 DE NOVIEMBRE DE 2012 Y EL 12 DE FEBRERO DE 2013

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 diciembre de 2012, el 15 de enero de 2013 y el 12 de febrero de 2013.

Durante el período analizado, las operaciones principales de financiación (OPF) siguieron realizándose 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 también 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.

De acuerdo con la decisión adoptada por el Consejo de Gobierno el 8 de diciembre de 2011 de aplicar medidas para favorecer los préstamos bancarios y la liquidez en el mercado monetario de la zona del euro, a las entidades de crédito que participaron en la OFPML a tres años adjudicada el 21 de diciembre de 2011 se les ofreció la opción de reembolso anticipado al cabo de un año, a partir del 30 de enero de 2013.

Por último, el Consejo de Gobierno decidió mantener sin variación los tipos de interés oficiales del BCE en el período analizado.

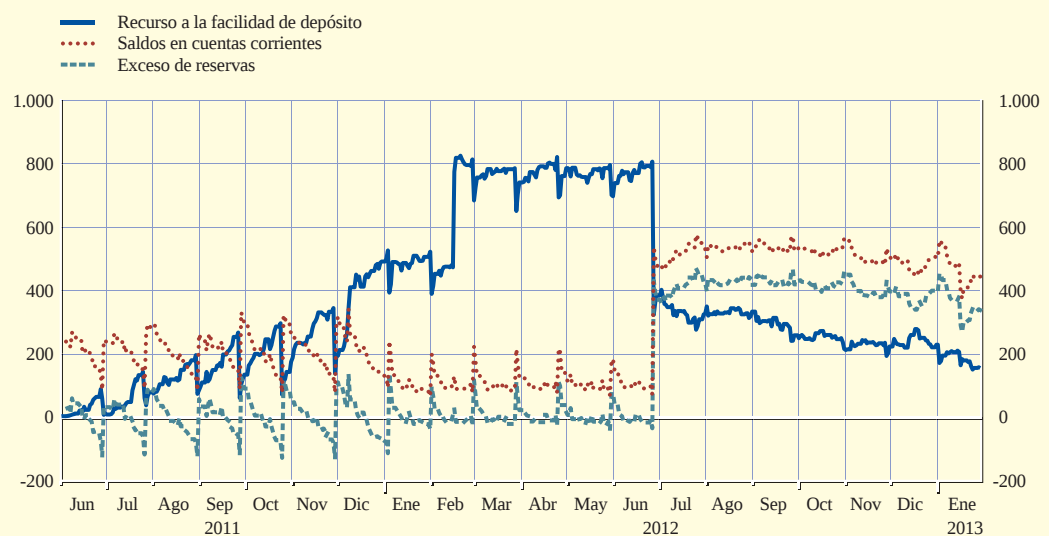
Necesidades de liquidez del sistema bancario

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 575,7 mm de euros, lo que representa un aumento de 54,8 mm de euros con respecto a la media diaria de los tres períodos de mantenimiento anteriores (esto es, el período comprendido entre el 8 de agosto y el 13 de noviembre de 2012). Las exigencias de reservas se situaron en 105,9 mm de euros, en promedio, durante los tres períodos de mantenimiento analizados, ligeramente por debajo de los 106,8 mm de euros de los tres períodos de mantenimiento anteriores. Al mismo tiempo, el valor de los factores autónomos se incrementó en 55,7 mm de euros, alcanzando una cifra media de 469,7 mm de euros. Esto se debió, principalmente, al aumento de los depósitos de las Administraciones Públicas en los bancos centrales, combinado con caídas ocasionales de otros factores autónomos, como los activos en euros frente a entidades de crédito de la zona del euro.

Los saldos en cuenta corriente por encima de las exigencias de reservas ascendieron a 382,5 mm de euros, en promedio, durante el período considerado, lo que representa un descenso de 45,8 mm de euros

Gráfico A Saldos en cuentas corrientes, exceso de reservas y recurso a la facilidad de depósito de las entidades de crédito

(mm de euros; cifras diarias en cada período de mantenimiento)



Fuente: BCE.

en comparación con el período de referencia anterior (véase gráfico A). Como en el período precedente (entre el 8 de agosto y el 13 de noviembre de 2012), estos significativos saldos en cuenta corriente pueden ser atribuibles al recorte del tipo de interés de la facilidad de depósito a cero en julio de 2012, lo que redujo el incentivo de las entidades de crédito para transferir su exceso de liquidez a un día a la facilidad de depósito. Durante los tres períodos de mantenimiento de reservas analizados, el recurso a la facilidad de depósito disminuyó considerablemente (en 76,4 mm de euros), hasta situarse en 219,7 mm de euros (véase también el apartado titulado «Uso de las facilidades permanentes» de este recuadro).

Oferta de liquidez

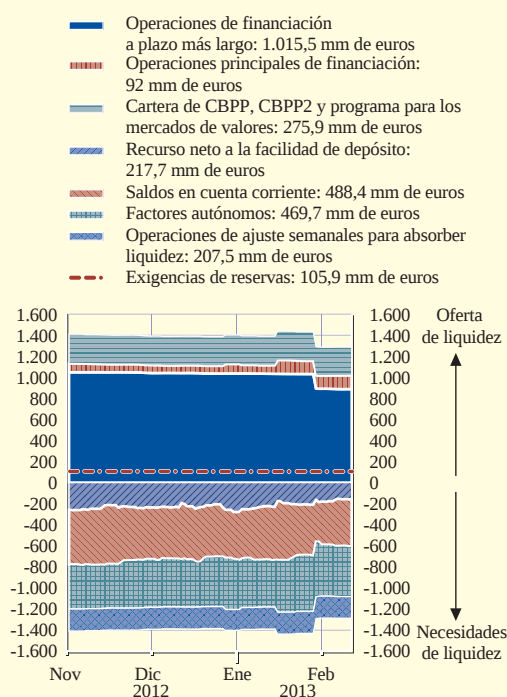
En el período analizado, la liquidez neta total proporcionada a través de operaciones de mercado abierto ascendió, en promedio, a 1.175,9 mm de euros, lo que supone una disminución significativa (de 68,7 mm de euros) con respecto a los tres períodos de mantenimiento anteriores. Las operaciones de subasta¹ aportaron un promedio de 900 mm de euros, 65,3 mm de euros menos que en el período de referencia anterior (véase gráfico B).

La liquidez media diaria proporcionada en las operaciones principales de financiación semanales fue de 76,3 mm de euros durante los períodos de mantenimiento de reservas que finalizaron el 11 de diciembre de 2012 y el 15 de enero de 2013, y aumentó sustancialmente, hasta 127,5 mm de euros, en el período de mantenimiento terminado el 12 de febrero de 2013. Por tanto, la liquidez media diaria inyectada durante los tres períodos de mantenimiento analizados se situó en un total de 92 mm de euros, frente a los 110,4 mm de euros de los tres períodos de mantenimiento de reservas anteriores. Las operaciones de financiación especiales con plazo de un período de mantenimiento inyectaron una liquidez media diaria de 14 mm de euros en los períodos de mantenimiento de reservas analizados, frente a los 17,5 mm de euros del período de referencia anterior. La liquidez media proporcionada en las OFPML a tres meses fue de 30 mm de euros, frente a los 40,1 mm de euros de los tres períodos de mantenimiento previos.

Por último, la liquidez media diaria proporcionada en las dos OFPML a tres años durante el período analizado se situó en 971,5 mm de euros, en comparación con 1.000,3 mm de euros en los tres períodos de mantenimiento anteriores. Esta disminución se debió principalmente al hecho de que las entidades de contrapartida del Eurosistema ejercitaron la opción de reembolso anticipado de la primera

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.

OFPML a tres años, adjudicada el 21 de diciembre de 2011. Las entidades de crédito reembolsaron voluntariamente 149,4 mm de euros antes de la fecha de vencimiento de esta operación, lo que redujo significativamente el nivel de exceso de liquidez en el mercado durante este período.

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 275,9 mm de euros en el período analizado. Los vencimientos que tuvieron lugar en estas carteras ascendieron a 3,4 mm de euros.

La liquidez proporcionada a través del CBPP, que finalizó en junio de 2010, se situó en 48,9 mm de euros el 12 de febrero de 2013, ligeramente por debajo del volumen registrado al final del período de referencia anterior, como consecuencia de los vencimientos habidos. El 12 de febrero de 2013, las adquisiciones liquidadas en el marco del CBPP2 (que concluyó el 31 de octubre de 2012) ascendieron a 16,3 mm de euros, mientras que el importe neto de las liquidadas al amparo del programa para los mercados de valores se redujo en 2 mm de euros hasta situarse en 205,4 mm de euros, debido también a los vencimientos que tuvieron lugar. Para neutralizar el efecto de inyección de liquidez al mercado de este último programa se llevaron a cabo operaciones de ajuste semanales. En casi todas estas operaciones, el BCE absorbió toda la liquidez proporcionada mediante dicho programa, excepto en la última operación de 2012, ejecutada el 28 de diciembre, en la que el Eurosistema retiró solo 197,6 mm de euros.

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 602,2 mm de euros en el período considerado (frente a 724,8 mm de euros en el período de referencia anterior). El recurso a la facilidad marginal de crédito, que continuó siendo muy reducido, ascendió a 2 mm de euros (frente a 1 mm de euros). El recurso medio a la facilidad de depósito disminuyó de 296,1 mm de euros a 219,7 mm de euros. El recurso neto medio² a la facilidad de depósito se situó en 217,7 mm de euros, lo que supone un descenso significativo (de 77,3 mm de euros) con respecto al período de referencia anterior, que se debió sobre todo al menor recurso a la facilidad de depósito.

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.

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 el tipo de interés de la facilidad de depósito

(tipos de interés diarios, en porcentaje)



Fuente: BCE.

Pese al reembolso de los fondos obtenidos en la primera de las dos OFPML a tres años, el exceso de liquidez siguió siendo abundante en el período considerado. Por tanto, el eonia y otros tipos del mercado monetario a muy corto plazo se mantuvieron en niveles bajos. El eonia registró un valor medio del 0,072 % en el período analizado, es decir, 67,8 puntos básicos por debajo del tipo de interés de las operaciones principales de financiación, y se situó en un mínimo histórico del 0,06 % el 21 de diciembre de 2012 (véase gráfico C).

2.4 MERCADOS DE RENTA FIJA

Entre finales de noviembre y principios de marzo, el rendimiento de la deuda pública con calificación AAA de la zona del euro se incrementó unos 6 puntos básicos, y el 6 de marzo se situó en torno al 1,8%. En Estados Unidos, el rendimiento de la deuda pública a largo plazo registró un aumento de aproximadamente 32 puntos básicos en ese mismo período, situándose alrededor del 1,9% el 6 de marzo. La percepción de los mercados sobre los riesgos en la zona del euro continuó mejorando, fundamentalmente como consecuencia de los nuevos avances realizados en la resolución de la crisis de la deuda soberana y de la percepción de que las tensiones en el sector bancario estaban cediendo, como indican, entre otros aspectos, los reembolsos superiores a lo esperado de fondos prestados en las operaciones de financiación a plazo más largo (OFPML) con vencimiento a tres años. Esta evolución general predominó pese a la incertidumbre que surgió en algunos países de la zona del euro, sobre todo hacia el final del período de referencia, y a la debilidad del crecimiento de la zona, que siguió decepcionando las expectativas de los mercados. En Estados Unidos, el clima de los mercados estuvo impulsado principalmente por la evolución de las negociaciones sobre el techo de deuda. Los mercados de renta fija privada también se beneficiaron del clima positivo imperante, en general, en los mercados, como pone de manifiesto la reducción de los diferenciales de los valores de renta fija privada de emisores con calificación BBB y de los bonos de alta rentabilidad. Los indicadores de mercado 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 noviembre y el 6 de marzo, el rendimiento de la deuda pública a largo plazo con calificación AAA de la zona del euro aumentó unos 6 puntos básicos, y el 6 de marzo se situó en torno al 1,8% (véase gráfico 21). En Estados Unidos, el rendimiento de la deuda pública a largo plazo se incrementó de forma ininterrumpida, 32 puntos básicos, hasta situarse alrededor del 1,9% a principios de marzo. En consecuencia, el rendimiento de la deuda pública a diez años con calificación AAA de la zona del euro fue inferior al de Estados Unidos, concretamente 15 puntos básicos. En Japón, el rendimiento de la deuda pública al mismo plazo básicamente no se modificó en el mismo período, situándose en el 0,7% el 6 de marzo.

Gráfico 21 Rendimiento de la deuda pública a largo plazo

(porcentajes; datos diarios)



Fuentes: EuroMTS, BCE, Bloomberg y Thomson Reuters.

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

El clima de los mercados de renta fija de la zona del euro continuó mejorando, principalmente como consecuencia de los avances políticos realizados en la resolución de la crisis de la deuda soberana y de los anuncios de las Operaciones Monetarias de Compraventa (OMC) efectuados anteriormente por el Consejo de Gobierno del BCE. El acuerdo sobre supervisión bancaria común auspiciado por el BCE, el éxito de la operación de recompra de deuda griega en diciembre y la posterior aprobación del desembolso de la ayuda a Grecia también contribuyeron a la mejora del clima de los mercados. En este sentido, el reembolso anticipado superior a lo esperado de fondos prestados en las OFPML con vencimiento a tres años ejecutadas por el BCE a principios de 2012 reforzó la percepción de que las tensiones en el sector bancario estaban cediendo. La reducción de los riesgos de cola ha favorecido la caída de las primas de los activos de mayor riesgo y ha revertido los desplazamientos de fondos hacia activos más seguros y con la máxima calificación crediticia.

Esta evolución positiva sirvió para contrarrestar la información económica heterogénea publicada en la zona del euro en el período analizado. La persistente debilidad del crecimiento de la zona continuó defraudando las expectativas de los mercados. Durante el período considerado, las previsiones de crecimiento de la zona del euro se revisaron a la baja. Los datos del PIB de la zona para el cuarto trimestre de 2012 fueron peores de lo esperado por los participantes en el mercado, y algunos indicadores de opinión de la zona fueron igualmente decepcionantes.

La continua mejora de la situación en los mercados de renta fija de la zona del euro también quedó patente en una fuerte demanda en las subastas ordinarias de los Tesoros español e italiano durante el período analizado, así como en los progresos realizados por Portugal e Irlanda para recuperar pleno acceso a los mercados. No obstante, aunque las condiciones de los mercados han mejorado, persisten las tensiones en los mercados financieros, en un entorno de incertidumbre en algunos países de la zona y de datos negativos publicados recientemente en relación con algunas entidades de crédito de la zona en dificultades.

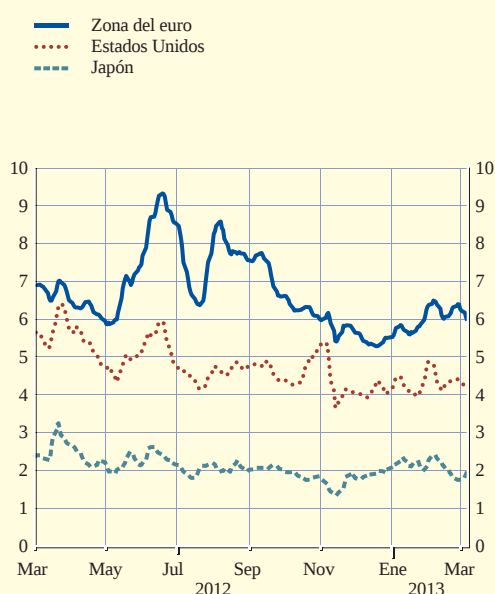
En Estados Unidos, la evolución de los mercados ha estado vinculada a los temores en torno al precipicio fiscal, que inicialmente dio lugar a un proceso de búsqueda de activos más seguros que se revirtió una vez alcanzado un acuerdo. A principios de 2013 se observó un patrón similar en relación con las negociaciones y el posterior acuerdo temporal sobre el techo de deuda. Los datos económicos publicados fueron heterogéneos, en general, recibiendo positivamente las cifras sobre empleo, vivienda y manufacturas, mientras que los datos sobre el crecimiento del PIB dados a conocer para el cuarto trimestre de 2012 fueron peores de lo esperado.

La incertidumbre de los inversores en torno a la evolución a corto plazo de los mercados de renta fija de la zona del euro, medida por la volatilidad implícita obtenida de las opciones, ha aumentado de forma constante desde el nivel mínimo registrado en noviembre de 2012 (véase gráfico 22). En cambio, en Estados Unidos y Japón, la volatilidad implícita prácticamente no ha variado. En conjunto, los niveles de volatilidad implícita observados al final del período analizado fueron relativamente bajos con respecto a los imperantes desde el comienzo de la crisis.

A medida que el clima de los mercados continuó mejorando, y en un contexto de renovados flujos de inversión a los países de la zona del euro que están atravesando dificultades financieras, los seguros de riesgo de crédito (CDS) y los rendimientos de los bonos de la mayoría de los emisores soberanos de la zona descendieron durante el período analizado. Los diferenciales de la deuda soberana a diez años frente a la deuda soberana alemana también se redujeron en la mayor parte de los países de la zona del euro, aunque la dispersión de los rendimientos entre países sigue siendo considerable. Además, en algunos

Gráfico 22 Volatilidad implícita de los mercados de deuda pública

(porcentajes; datos diarios)

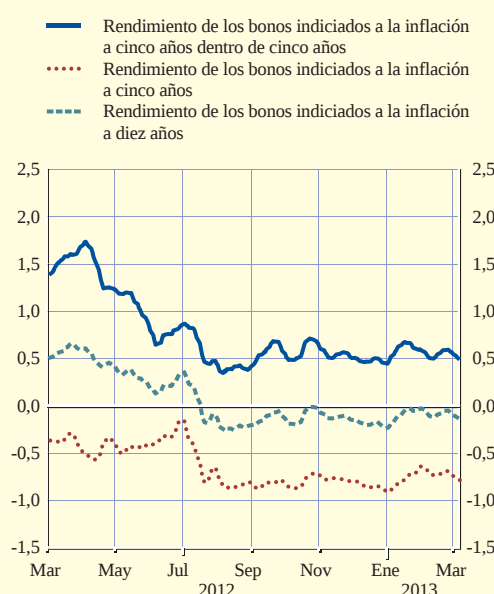


Fuente: Bloomberg.

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 23 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.

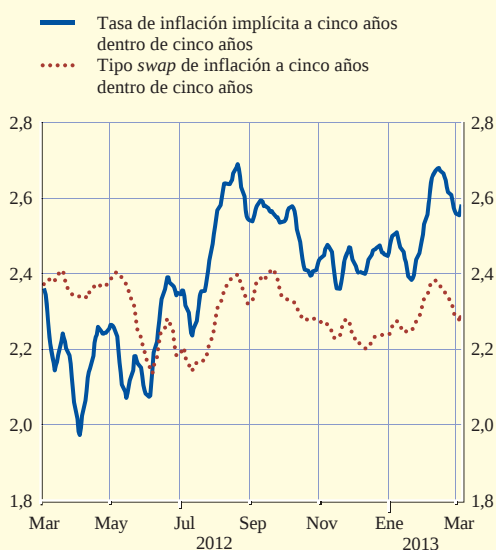
mercados de deuda soberana de la zona la situación es frágil y está rodeada de incertidumbre interna. Los rendimientos de la deuda soberana de Grecia, Portugal e Irlanda cayeron 513, 146 y 69 puntos básicos, respectivamente. La sustancial disminución del rendimiento de la deuda soberana griega tiene su origen principalmente en la operación de recompra de deuda realizada en diciembre, situándose el rendimiento en niveles inferiores a los registrados en el mercado secundario antes de dicha operación. En cambio, el rendimiento de los bonos soberanos de Italia aumentó unos 16 puntos básicos en el período de referencia, y en otros países básicamente no variaron.

Los rendimientos de la deuda pública indicados a la inflación a cinco años y a diez años de la zona del euro prácticamente no se modificaron entre finales de noviembre y el 6 de marzo, situándose en torno al -0,1% y el -0,8%, respectivamente (véase gráfico 23). La sombría percepción de los participantes en el mercado en lo que respecta al crecimiento a medio plazo siguió afectando a los tipos de interés reales, 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 permanecieron básicamente sin cambios y se situaron en el 0,5%.

Habida cuenta de la estabilidad de los rendimientos reales, la inflación implícita evolucionó en línea con las fluctuaciones de los rendimientos de los bonos nominales con calificación AAA. En consecuencia, la tasa de inflación implícita a cinco años dentro de cinco años de la zona del euro se incrementó 20 puntos

Gráfico 24 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)

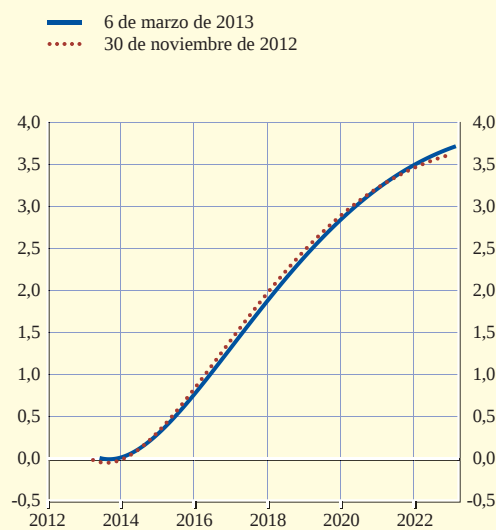


Fuentes: Thomson Reuters y cálculos del BCE.

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.

Gráfico 25 Curvas de tipos forward implícitos 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.

básicos durante el período analizado, hasta situarse en torno al 2,6% el 6 de marzo. Mientras tanto, el tipo swap de inflación con el mismo horizonte temporal experimentó un aumento de 9 puntos básicos y el 6 de marzo se situó en un nivel próximo al 2,3% (véase gráfico 24). A tenor de la información disponible, la situación de liquidez en los mercados de bonos indicia a la inflación de la zona del euro pasó a ser más favorable en el período de referencia, debido a la mejora general observada en los mercados financieros de la zona y a la mayor demanda de bonos indicia a la inflación en algunos países de la zona del euro sometidos a tensiones financieras. Según datos de los mercados financieros, la incertidumbre en torno a las perspectivas de inflación pareció disminuir en el período considerado. En concreto, los costes de la cobertura frente a los riesgos de inflación y de deflación han descendido, de acuerdo con la información obtenida de los *caps* y los *floors* de inflación. Además, las primas de riesgo de inflación incorporadas en los bonos indicia a la inflación siguen siendo bajas en términos históricos. 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 estructura temporal de los tipos de interés forward implícitos a un día de la zona del euro prácticamente no se modificó durante el período analizado, lo que posiblemente indique que los participantes en los mercados no han revisado sus expectativas acerca de futuras subidas de los tipos de interés a un día (véase gráfico 25).

Durante el período de referencia, 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. Estas caídas estuvieron impulsadas principalmente por los emisores financieros, cuyos bonos con calificación BBB y A registraron descensos especialmente pronunciados (de 106 y 24 puntos básicos, respectivamente). En cambio, los diferenciales de los bonos de los emisores no financieros básicamente no variaron, aunque todavía permanecieron por debajo de los exigidos por las sociedades financieras. En conjunto, la evolución reciente de los rendimientos de los valores de renta fija privada apunta a una mejora de las condiciones de financiación en los mercados para las empresas, especialmente del sector financiero.

2.5 MERCADOS DE RENTA VARIABLE

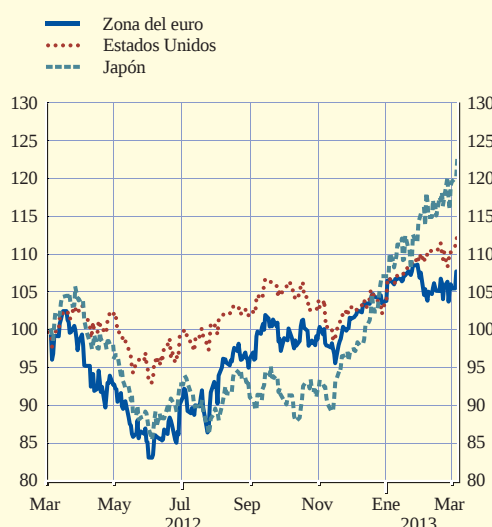
Entre finales de noviembre y el 6 de marzo de 2013, las cotizaciones bursátiles se incrementaron en torno al 6% en la zona del euro y el 9% en Estados Unidos. En un entorno económico de debilidad del crecimiento, la evolución de las cotizaciones en la zona del euro siguió estando determinada básicamente por los avances políticos realizados en la resolución de la crisis de la deuda soberana. En Estados Unidos, las cotizaciones estuvieron impulsadas principalmente por el acuerdo temporal sobre el techo de deuda. La incertidumbre de los mercados bursátiles, medida por la volatilidad implícita, se mantuvo reducida en términos históricos, aunque la incertidumbre observada en algunos países de la zona del euro, sobre todo hacia el final del período de referencia, provocó un ligero aumento de la volatilidad en los mercados de renta variable de la zona.

Entre finales de noviembre de 2012 y el 6 de marzo de 2013, el índice bursátil general subió alrededor del 6% en la zona del euro, mientras que el índice equivalente en Estados Unidos se incrementó un 9% (véase gráfico 26). En la zona del euro, tanto las cotizaciones del sector financiero como las del sector no financiero registraron una evolución similar. En cambio, en Estados Unidos, las cotizaciones bursátiles del sector financiero experimentaron un aumento (el 14%) mayor que las del sector no financiero (el 8%). En comparación, el índice bursátil general de Japón se elevó en torno al 26% en ese mismo período.

El apetito global por el riesgo continuó siendo considerable durante la mayor parte del período analizado. En general, los anuncios de beneficios han superado las expectativas de los mercados, aunque algunas entidades de crédito anunciaron fuertes pérdidas, que pueden atribuirse, en cierta medida, al proceso de saneamiento en curso de los sectores financieros de varios países de la zona del

Gráfico 26 Índices bursátiles

(índice: 1 de marzo de 2012 = 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.

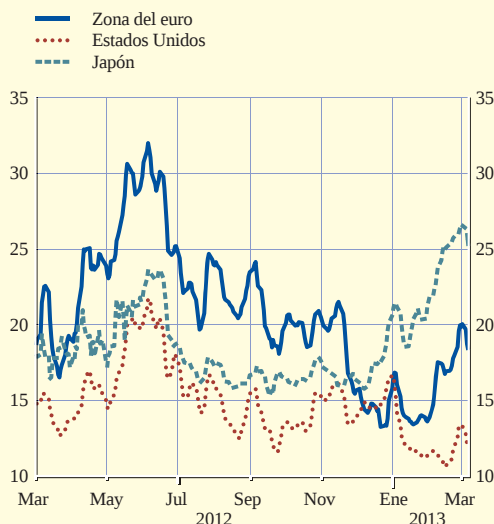
euro. Los datos económicos publicados en la zona decepcionaron las expectativas de los mercados y confirmaron las perspectivas de debilidad del crecimiento. Los datos del PIB de la zona del euro para el cuarto trimestre de 2012 fueron peores de lo esperado por los participantes en el mercado, y algunos indicadores de opinión de la zona también defraudaron las expectativas.

En Estados Unidos, los acuerdos políticos sobre el precipicio fiscal y el techo de deuda influyeron favorablemente en el clima de los mercados, mientras que los datos económicos publicados fueron dispares. El decepcionante crecimiento económico registrado en el cuarto trimestre de 2012 fue percibido como una pausa, más que como un cambio de tendencia, en vista de la publicación de datos positivos sobre los mercados de la vivienda y de trabajo. En Japón, las cotizaciones bursátiles avanzaron considerablemente, en un entorno de expectativas de los mercados de que se producirían cambios en las políticas económica y monetaria tras las elecciones de diciembre.

La incertidumbre en los mercados bursátiles de la zona del euro, medida por la volatilidad implícita, aumentó en el período analizado (hasta el 18 % desde el 16 % del final de noviembre), debido principalmente a la incertidumbre imperante en algunos países de la zona. No obstante, se mantuvo reducida en términos históricos. En Estados Unidos, la volatilidad implícita disminuyó hasta el 11 %, frente al 14 % (véase gráfico 27).

Gráfico 27 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.

Cuadro 6 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	10,7	7,2	18,1	6,9	20,9	6,2	15,3	5,0	4,0	5,7
Variación de los precios											
(datos a fin de período)											
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
IV 2012	6,8	6,0	9,4	8,8	0,8	11,5	4,2	9,7	12,1	-8,1	-4,0
Ene 2013	3,0	1,3	3,9	2,5	0,7	6,7	0,4	2,5	3,8	4,5	-2,3
Feb 2013	-0,8	0,0	3,2	2,9	-3,7	-5,5	3,0	2,1	-0,3	-9,5	-2,4
30 nov 12-6 mar 13	6,1	6,5	10,9	8,8	-1,5	4,5	8,0	10,2	9,4	-1,9	-1,4

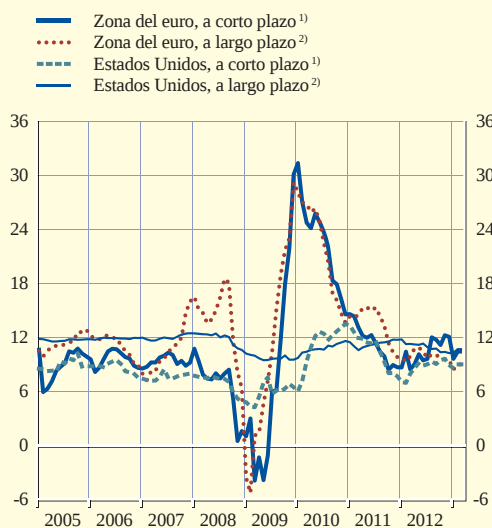
Fuentes: Thomson Reuters y cálculos del BCE.

La mayoría de los subíndices sectoriales de los mercados de renta variable de la zona del euro registraron subidas en los tres meses transcurridos hasta el 6 de marzo, salvo en los sectores de petróleo y gas, telecomunicaciones, y agua, gas y electricidad. Las mayores subidas correspondieron a los servicios de consumo y a la industria, cuyas cotizaciones se elevaron en torno al 10 % (véase cuadro 6). A diferencia de los mercados de renta fija, donde las empresas del sector financiero superaron a las del sector no financiero, los precios de las acciones del sector financiero solo se incrementaron un 4 %, debido principalmente a los decepcionantes anuncios de beneficios. En Estados Unidos, los cambios que experimentaron los subíndices sectoriales estuvieron liderados por el sector financiero y la industria, con aumentos del 14 % y el 12 %, respectivamente, mientras que el sector tecnológico quedó a la zaga con un avance moderado del 3 %.

En cuanto a las empresas del sector financiero y no financiero de la zona del euro que integran el índice Dow Jones EURO STOXX, los datos sobre beneficios empresariales muestran que la tasa de crecimiento negativa de los beneficios reales, calculada para los doce meses anteriores, continuó moderándose en el período analizado, pasando de aproximadamente el -8 % en noviembre a alrededor del -4 % en febrero. La tasa de crecimiento de los beneficios del sector financiero todavía es muy negativa, aunque ha mejorado en los tres últimos meses (hasta el -20 %, desde el -25 % de noviembre). Mientras tanto, la cifra correspondiente al sector no financiero ha sido positiva, aunque baja, por primera vez en un año. Para los próximos doce meses, los participantes en el mercado esperan que los beneficios por acción se recuperen, aunque estas previsiones se sitúan ligeramente por debajo del nivel indicado en noviembre (el 10 % en febrero de 2013, frente al 12 % de noviembre de 2012), mientras que el crecimiento esperado a largo plazo de dichos beneficios se mantiene básicamente sin variación, en torno al 9 % (véase gráfico 28).

Gráfico 28 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).

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

Entre octubre de 2012 y enero de 2013, el coste real de la financiación de las sociedades no financieras de la zona del euro se redujo de nuevo, principalmente como consecuencia del acusado descenso del coste real de la financiación de mercado. En cuanto a los flujos de financiación, el crecimiento interanual de los préstamos bancarios concedidos a las sociedades no financieras volvió a contraerse en el cuarto trimestre de 2012. La tímida evolución de los préstamos continuó reflejando la debilidad de la demanda, las duras condiciones de concesión de los préstamos en algunas partes de la zona del euro y la aceleración observada en el proceso actual de sustitución de los préstamos bancarios por fuentes de financiación alternativas, como los valores distintos de acciones, en el cuarto trimestre de 2012.

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, disminuyó de nuevo, 18 puntos básicos, entre octubre de 2012 y enero de 2013, situándose en torno al 3,1% (véase gráfico 29). Este descenso estuvo impulsado principalmente por una caída considerable del coste de la financiación de mercado. Tanto el coste real de las acciones como el de los valores de renta fija experimentaron un fuerte retroceso, de unos 50 puntos básicos, en el período analizado, hasta el 6,7% y el 0,7%, respectivamente. En cambio, los tipos de interés reales de los préstamos a largo plazo otorgados a las sociedades no financieras no se modificaron entre octubre y enero, permaneciendo en el 1,5%, y los de los préstamos a corto plazo se incrementaron 13 puntos básicos, hasta el 1,1%. Los datos más recientes indican cierto cambio de sentido del coste de la financiación de mercado, observándose un aumento de 16 puntos básicos del coste real de los valores de renta fija, hasta el 0,8%, entre enero y febrero, y de 11 puntos básicos, hasta el 6,8%, del de las acciones. En un horizonte de más largo plazo, en enero de 2013, el coste real total de la financiación de las sociedades no financieras de la zona del euro registró su nivel más bajo desde 1999, al igual que el coste real de los valores de renta fija.

En el período transcurrido entre octubre de 2012 y enero de 2013, los tipos de interés nominales que aplican las IFM a los nuevos préstamos concedidos a las sociedades no financieras disminuyeron, especialmente en el caso de los préstamos de hasta un millón de euros, mientras que para los créditos de más de un millón de euros el descenso quedó limitado a los plazos de vencimiento más largos. Más concretamente, los tipos de interés a corto y a largo plazo aplicados a los créditos de hasta un millón de euros se redujeron 13 y 19 puntos básicos, respectivamente. En cuanto a los créditos de más de un millón de euros, los tipos de interés a largo plazo de estos créditos registraron una caída de 9 puntos

Cuadro 7 Tipos de interés aplicados por las IFM a los nuevos préstamos a sociedades no financieras

(porcentajes; puntos básicos)

							Variaciones en puntos básicos hasta enero de 2013 ¹⁾		
	IV 2011	I 2012	II 2012	III 2012	Dic 2012	Ene 2013	Oct 2011	Oct 2012	Dic 2012
Tipos de interés aplicados por las IFM									
Descubiertos en cuenta de las sociedades no financieras	4,47	4,39	4,19	3,96	3,94	3,97	-49	1	3
Préstamos a las sociedades no financieras hasta un millón de euros									
A tipo flexible y hasta un año de fijación del tipo inicial	4,44	4,20	4,08	3,87	3,79	3,80	-47	-13	1
Más de cinco años de fijación del tipo inicial	4,17	4,21	4,00	3,64	3,40	3,39	-84	-19	-1
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	3,16	2,52	2,56	2,21	2,28	2,20	-85	-2	-8
Más de cinco años de fijación del tipo inicial	3,74	3,46	3,28	3,01	2,90	2,95	-70	-9	5
Pro memoria									
Tipo de interés a tres meses del mercado monetario	1,36	0,78	0,65	0,22	0,19	0,23	-136	3	4
Rendimiento de la deuda pública a dos años	0,41	0,39	0,27	0,07	-0,01	0,31	-50	22	32
Rendimiento de la deuda pública a siete años	2,08	1,90	1,69	1,26	1,07	1,43	-74	15	36

Fuente: BCE.

1) Pueden producirse discrepancias, debido al redondeo.

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 Alemania, Austria, Finlandia, Francia y Países Bajos.

Gráfico 29 Coste real de la financiación externa de las sociedades no financieras de la zona del euro

(porcentajes; datos mensuales)

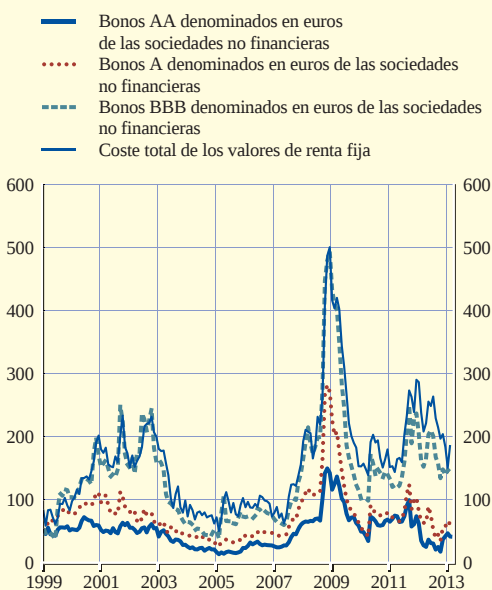


Fuentes: BCE, Thomson Reuters, Merrill Lynch y Consensus Economics Forecasts.

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 30 Diferenciales de los valores de renta fija de las sociedades no financieras

(puntos básicos; medias mensuales)



Fuentes: Thomson Reuters y cálculos del BCE.

Notas: Los diferenciales de los valores de renta fija se calculan en relación con los rendimientos de la deuda pública con calificación crediticia AAA. El cálculo del coste total de los valores de renta fija se basa en un índice Merrill Lynch que recoge el rendimiento medio de los valores de renta fija privada denominados en euros con calificación de grado de inversión y un índice de empresas con baja calificación (alta rentabilidad) en euros. Los dos índices se ponderan por sus saldos vivos.

básicos, mientras que los tipos a corto plazo básicamente no se modificaron (véase cuadro 7). Además, el diferencial de tipos entre los créditos de hasta un millón de euros y los créditos de más de un millón de euros se estrechó ligeramente durante el período de referencia tanto para los vencimientos a corto plazo como a largo plazo, lo que sugiere una leve mejora de la situación de liquidez agregada de las pequeñas y medianas empresas (pymes). Al mismo tiempo, en el período de referencia, los tipos de interés a tres meses del mercado monetario aumentaron ligeramente (3 puntos básicos) y los rendimientos de la deuda pública a dos años y a siete años de la zona del euro se incrementaron 22 y 15 puntos básicos, respectivamente (véase la nota del cuadro 7).

Si se considera en términos agregados, el descenso interanual de los tipos de interés de los préstamos concedidos a las sociedades no financieras de la zona del euro refleja, en general, la transmisión retardada de los recortes de los tipos de interés oficiales del BCE desde noviembre de 2011, junto con los efectos de las medidas no convencionales aplicadas o anunciadas en este período. Aunque esta disminución está estrechamente relacionada con la reducción de los costes de financiación de las entidades de crédito y con la mejora en su acceso a la financiación, la evolución agregada todavía oculta un

grado elevado de heterogeneidad a escala de países, atribuible, en cierta medida, a las persistentes disfunciones del mecanismo de transmisión de los tipos de interés oficiales del BCE en algunas partes de la zona del euro.

Los diferenciales entre el coste total de los valores de renta fija de las sociedades no financieras y el rendimiento de la deuda pública se estrecharon 46 puntos básicos entre octubre de 2012 y enero de 2013, impulsados por la caída del rendimiento de los bonos con calificación inferior a grado de inversión (véase gráfico 30). Esta evolución fue consecuencia de la mejora general de la confianza de los mercados financieros durante dicho período, así como de la creciente búsqueda de rentabilidad y de un apetito por el riesgo que, en general, está aumentando. Al mismo tiempo, los diferenciales de los bonos con calificación AA y A se incrementaron 29 y 32 puntos básicos, respectivamente, y los de los valores de renta fija privada con calificación BBB experimentaron un aumento más moderado, de 13 puntos básicos.

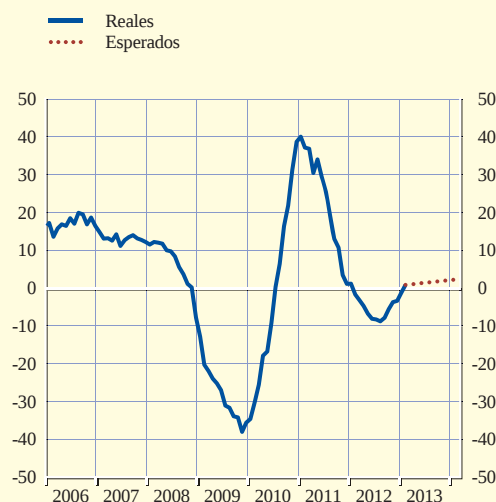
FLUJOS DE FINANCIACIÓN

La rentabilidad de las sociedades no financieras de la zona del euro experimentó una estabilización gradual entre diciembre de 2012 y febrero de 2013. La tasa de crecimiento interanual de los beneficios por acción de las sociedades no financieras cotizadas de la zona del euro aumentó nuevamente desde el -3,4% en diciembre de 2012 hasta el 0,8% en febrero de 2013, lo que confirma la estabilización de la evolución de los beneficios por acción observada desde septiembre de 2012 (véase gráfico 31). De cara al futuro, los participantes en el mercado esperan una clara mejora adicional de estos flujos y que se sitúen en territorio positivo en los próximos meses.

En cuanto a la financiación externa, la tasa de variación interanual de los préstamos de las IFM concedidos a las sociedades no financieras volvió a disminuir en enero, situándose en el -2,5%, desde el -1,8% de octubre de 2012. Por lo que respecta a la demanda, esta evolución reflejó las débiles perspectivas económicas y la escasa confianza empresarial, así como la disponibilidad de fondos internos y de fuentes de financiación

Gráfico 31 Beneficios por acción de las sociedades no financieras cotizadas de la zona del euro

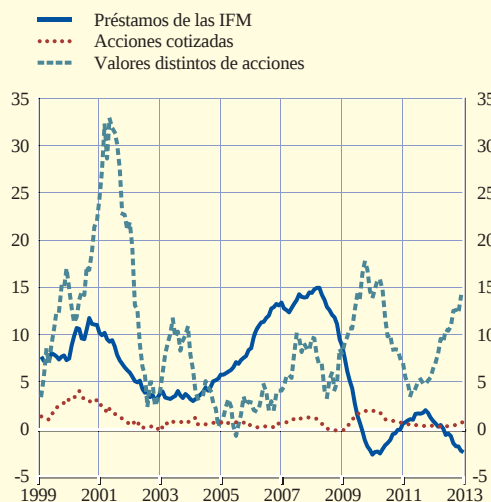
(tasas de variación interanual; datos mensuales)



Fuentes: Thomson Reuters y cálculos del BCE.

Gráfico 32 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.

externa alternativas (como los valores distintos de acciones). Al mismo tiempo, las condiciones del crédito bancario en los países con dificultades financieras continuaron siendo restrictivas, afectando a la oferta de crédito a la economía real. En cierto modo, la nueva aceleración 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, lo que apunta a la sustitución de la financiación bancaria por la financiación de mercado en algunos segmentos de mercado (véase gráfico 32). La tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones emitidos por las sociedades no financieras se incrementó y pasó del 12,5% en septiembre de 2012 al 14% en diciembre, 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 aumentó ligeramente y se mantuvo contenida. En cambio, la emisión de valores distintos de acciones a largo plazo financiados a tipos de interés variable siguió cayendo levemente. Durante ese mismo período, la tasa de crecimiento interanual de la emisión de acciones cotizadas por parte de las sociedades no financieras prácticamente no se modificó¹.

En cuanto a la evolución en el cuarto trimestre de 2012, la tasa de crecimiento interanual de los préstamos bancarios concedidos a las sociedades no financieras descendió nuevamente, hasta el -2,3%, debido a la caída de la tasa de crecimiento interanual de los préstamos a medio plazo y, en mayor medida, a largo plazo (véase cuadro 8). En cambio, la tasa de crecimiento interanual de los préstamos a corto plazo (con plazo de vencimiento de hasta un año) pasó a ser ligeramente positiva.

Los resultados de la encuesta sobre préstamos bancarios en la zona del euro correspondientes al cuarto trimestre de 2012 mostraron un descenso prácticamente sin variación de la demanda neta de préstamos

Cuadro 8 Financiación de las sociedades no financieras

(tasas de variación; fin de trimestre)					
	Tasas de crecimiento interanual				
	2011 IV	2012 I	2012 II	2012 III	2012 IV
Préstamos de IFM	1,2	0,3	-0,6	-1,5	-2,3
Hasta un año	2,0	-0,3	-1,6	-2,0	0,0
De uno a cinco años	-2,5	-3,1	-2,7	-4,1	-5,3
Más de cinco años	2,1	1,6	0,5	-0,4	-2,3
Valores distintos de acciones	5,5	8,0	10,5	12,5	14,0
A corto plazo	16,8	12,9	28,8	3,3	2,7
A largo plazo, de los cuales ¹⁾	4,4	7,5	8,7	13,5	15,1
A tipo fijo	5,1	8,1	9,5	14,3	16,5
A tipo variable	-1,2	-1,8	-1,7	1,2	-1,6
Acciones cotizadas	0,4	0,3	0,3	0,4	0,6
Pro memoria²⁾					
Total financiación	2,1	2,2	1,7	1,3	-
Préstamos a sociedades no financieras	2,1	1,8	1,3	1,0	-
Reservas técnicas de seguro ³⁾	1,4	1,4	1,3	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.

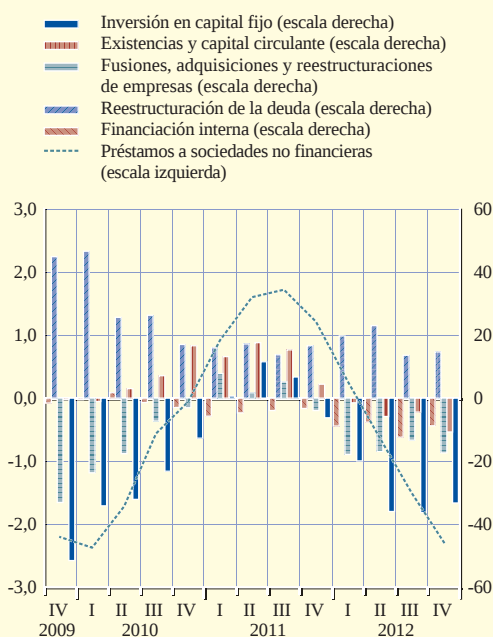
2) Datos procedentes de las cuentas trimestrales europeas por sectores. La financiación total de las sociedades no financieras incluye préstamos, valores distintos de acciones, acciones y otras participaciones, reservas técnicas de seguro, otras cuentas pendientes de pago y derivados financieros.

3) Incluye las reservas de los fondos de pensiones.

1 De las cuentas de la zona del euro, con datos disponibles hasta el tercer trimestre de 2012, puede obtenerse una perspectiva más amplia de las fuentes de financiación y su utilización (incluidas las acciones no cotizadas y el crédito comercial, junto con la financiación bancaria y la financiación de mercado). Véase el recuadro titulado «Integrated euro area accounts for the third quarter of 2012», *Boletín Mensual*, BCE, febrero de 2013.

Gráfico 33 Crecimiento de los préstamos y factores que contribuyen a la demanda de préstamos de las sociedades no financieras

(tasas de variación interanual; porcentajes netos)

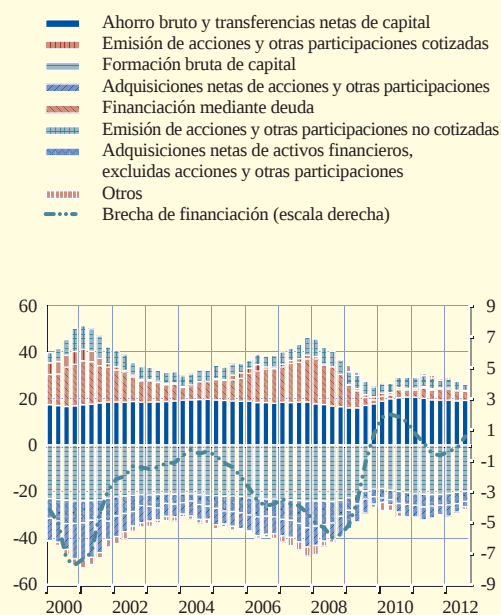


Fuente: BCE.

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 34 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.

por parte de las sociedades no financieras con respecto al tercer trimestre de 2012 (véase gráfico 33). Como en trimestres anteriores, según las entidades de crédito participantes en la encuesta, esta caída estuvo impulsada principalmente por la disminución de la necesidad de financiar la inversión en capital fijo. De igual modo, las menores necesidades de financiación de fusiones y adquisiciones siguieron influyendo en la demanda de préstamos, mientras que las necesidades de financiación de existencias y capital circulante contribuyeron menos, en promedio, al actual retroceso de la demanda. La caída de la demanda neta de préstamos fue algo más pronunciada para las grandes empresas que para las pequeñas y medianas empresas. Al mismo tiempo, el endurecimiento neto de los criterios aplicados para la aprobación de préstamos a las sociedades no financieras se mantuvo básicamente estable en el cuarto trimestre de 2012 y siguió estando determinado, en gran parte, por la percepción de riesgos, especialmente en relación con el deterioro de las expectativas de actividad económica y los riesgos concretos de los distintos sectores. En cambio, el impacto de los costes de financiación de las entidades de crédito y de los problemas de disponibilidad de fondos se mantuvo contenido, reflejando los avances realizados para reforzar el nivel de capital de las entidades, así como la mejora del clima de los mercados financieros en el cuarto trimestre de 2012. De cara al primer trimestre de 2013, las entidades de crédito esperan un ligero aumento del endurecimiento neto de los criterios de concesión de los préstamos a empresas.

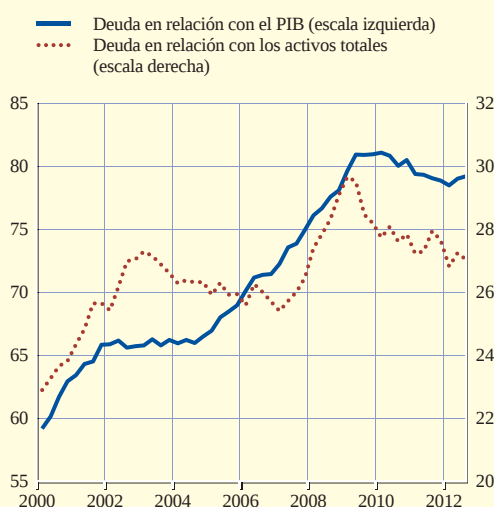
La brecha de financiación (o necesidad de financiación) de las sociedades no financieras, es decir, la diferencia entre sus fondos internos (ahorro bruto) y su formación bruta de capital, en relación con el valor añadido bruto generado por ellas, pasó a ser positiva y alcanzó una capacidad de financiación del 0,6 % en el tercer trimestre de 2012, desde el -0,2 % del trimestre anterior (véase gráfico 34). Esto se debió a la reducción de las adquisiciones netas de acciones y activos financieros por parte de las sociedades no financieras, así como a una ligera reducción de la formación de capital. En general, el ahorro bruto de las sociedades no financieras se mantuvo básicamente en línea con su media histórica desde 2000.

POSICIÓN FINANCIERA

Según datos de las cuentas integradas de la zona del euro, el endeudamiento de las sociedades no financieras se mantuvo prácticamente sin variación en el tercer trimestre de 2012. La deuda en relación con el PIB siguió estabilizada en el 79 %, mientras que la deuda en relación con el excedente bruto de explotación se incrementó ligeramente y se situó en el 405 % en dicho trimestre (frente al 402 % del segundo trimestre; véase gráfico 35). La ratio de deuda sobre activos totales apenas se modificó en el tercer trimestre y permaneció en el 27 %, lo que apunta a una nueva pérdida de impulso del proceso de desapalancamiento del sector de sociedades no financieras que había comenzado en 2009-2010. Este proceso lleva interrumpido desde el segundo trimestre de 2012, debido fundamentalmente al debilitamiento de la actividad económica. Al mismo tiempo, la carga bruta por intereses de las sociedades no financieras experimentó una leve moderación en el tercer trimestre de 2012 y se situó en el 14,1 % en relación con su excedente bruto de explotación (véase gráfico 36).

Gráfico 35 Ratios de deuda del sector de sociedades no financieras

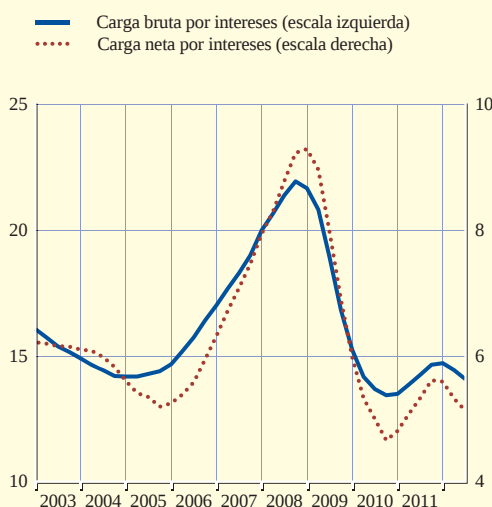
(porcentajes)



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 36 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.

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 cuarto trimestre de 2012 se caracterizaron por una evolución dispar de los tipos de interés bancarios, así como por 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 0,8% en el cuarto trimestre de 2012, antes de volver a descender y situarse en el 0,5% en enero de 2013. 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 los hogares volvió a registrar un leve incremento en el cuarto trimestre, al estancarse la renta y aumentar ligeramente la deuda. Al mismo tiempo, se estima que la carga por intereses de este sector apenas varió.

CONDICIONES DE FINANCIACIÓN

Los costes de financiación del sector hogares de la zona del euro experimentaron una evolución dispar en el cuarto trimestre de 2012, bastante en consonancia con la transmisión retardada de las variaciones en los tipos de mercado, pero reflejando también el persistente deterioro de la transmisión de los tipos de interés oficiales del BCE en algunos países de la zona del euro. A escala de la zona del euro, la reducción de los tipos de interés de los préstamos a hogares no fue generalizada en todas las categorías de préstamo, observándose todavía una heterogeneidad considerable entre los distintos países.

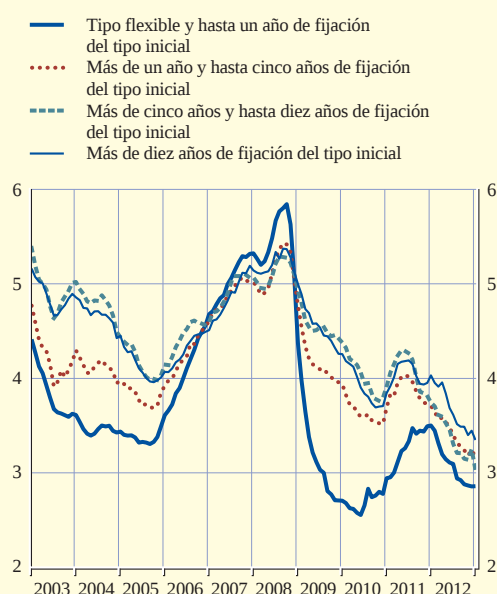
En general, los tipos de interés aplicados por las IFM a los nuevos préstamos para consumo y a los nuevos préstamos para adquisición de vivienda evolucionaron de forma dispar en el cuarto trimestre y en enero. Los diferenciales entre los tipos de interés aplicados a la clientela y los tipos de mercado también registraron movimientos heterogéneos.

Por lo que respecta a los tipos de interés de los nuevos préstamos para adquisición de vivienda, se observó una reducción en el caso de los préstamos a más corto plazo (es decir, préstamos a tipo flexible o hasta un año de fijación del tipo inicial) en el cuarto trimestre y en enero. En cambio, los tipos de interés de todos los préstamos con períodos más largos de fijación del tipo inicial aumentaron en el período transcurrido hasta diciembre, antes de volver a descender en enero (véase gráfico 37). En consecuencia, la proporción de préstamos a tipo flexible o con cortos períodos de fijación del tipo inicial con respecto al volumen total de nuevos préstamos se elevó ligeramente.

En cuanto a los nuevos préstamos para consumo, los tipos de interés disminuyeron durante el cuarto

Gráfico 37 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.

trimestre independientemente del período de fijación del tipo inicial. Sin embargo, aumentaron de nuevo en enero. Los descensos observados en ese trimestre fueron más acusados en el caso de los préstamos a más corto plazo (es decir, préstamos a tipo flexible o hasta un año de fijación del tipo inicial).

Los resultados de la encuesta sobre préstamos bancarios de enero de 2013 sugieren que el endurecimiento neto de los criterios de aprobación y de las garantías requeridas por parte de las entidades de crédito de la zona del euro en el caso de los préstamos para adquisición de vivienda y del crédito al consumo aumentó más de lo esperado en el cuarto trimestre. (Para obtener más información, véase el recuadro titulado «Resultados de la encuesta sobre préstamos bancarios en la zona del euro correspondiente al cuarto trimestre de 2012», en el Boletín Mensual de febrero de 2013). Según los resultados de la encuesta, el empeoramiento de las expectativas en torno a la actividad económica en general y las perspectivas del mercado de la vivienda contribuyeron a esta evolución. Los márgenes de las entidades de crédito sobre los préstamos ordinarios concedidos a los hogares se redujeron, mientras que los de los préstamos de mayor riesgo se incrementaron; además, las condiciones no relacionadas con el precio se endurecieron por lo que respecta a las garantías exigidas y los plazos de vencimiento de los préstamos.

FLUJOS DE FINANCIACIÓN

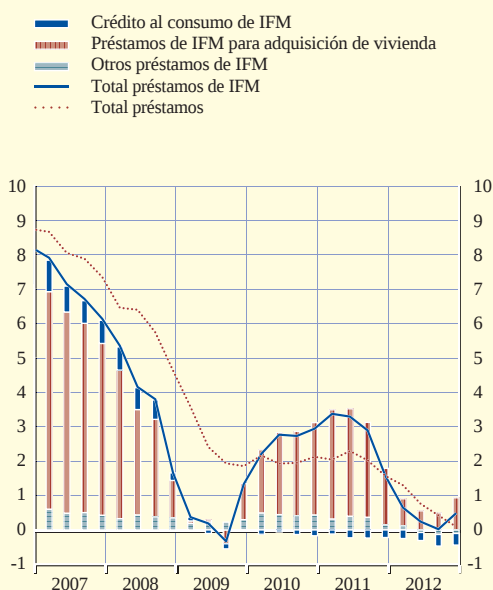
El total de préstamos concedidos a los hogares de la zona del euro disminuyó nuevamente en el tercer trimestre de 2012 (el último trimestre para el que se dispone de datos procedentes de las cuentas de la zona del euro), debido a la floja actividad crediticia de las IFM. En consecuencia, la tasa de crecimiento interanual del total de préstamos otorgados a este sector descendió hasta situarse en el 0,4%, frente al 0,7% del trimestre anterior. Las estimaciones correspondientes al cuarto trimestre de 2012 apuntan a una moderación continuada del crecimiento interanual del total de préstamos a hogares (véase gráfico 38). La tasa de crecimiento interanual del crédito total concedido por las IFM a este sector (sin ajustar de ventas y titulaciones) registró un nuevo retroceso y se situó en el 0,2% en el tercer trimestre, frente al 0,4% del trimestre precedente. Las ventas y titulaciones de préstamos, que con frecuencia hacen que los préstamos a hogares se desplacen entre el sector de IFM y el de OIF, volvieron a caer en el tercer trimestre, por lo que la tasa de crecimiento interanual de los préstamos concedidos por instituciones distintas de IFM a los hogares descendió hasta el 2,7%, desde el 3,7% del trimestre anterior.

Si se consideran los datos de las IFM ya disponibles para el cuarto trimestre de 2012 y enero de 2013 se observa que la tasa de crecimiento interanual de los préstamos a hogares, ajustados de ventas y titulaciones, se situó en el 0,8% en el cuarto trimestre, ligeramente por debajo del 1% del trimestre anterior, lo que señala la atonía de la actividad de originación (para más detalles, véase la sección 2.1). Esta tasa volvió a descender posteriormente y se situó en el 0,5% en enero, enmascarando de nuevo la significativa heterogeneidad entre países.

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 titulaciones, cayó hasta el 1,4% en enero de 2013 (frente al 1,8% de septiembre de 2012), 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. Todas las demás categorías de préstamos a hogares continuaron disminuyendo. La tasa de crecimiento interanual del crédito al consumo retrocedió hasta el -3,1% en enero (frente al -2,8% de septiembre), mientras que la de otros préstamos se estabilizó en el -0,8% en enero (sin variación con respecto a septiembre).

Gráfico 38 Total de préstamos concedidos a los hogares

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

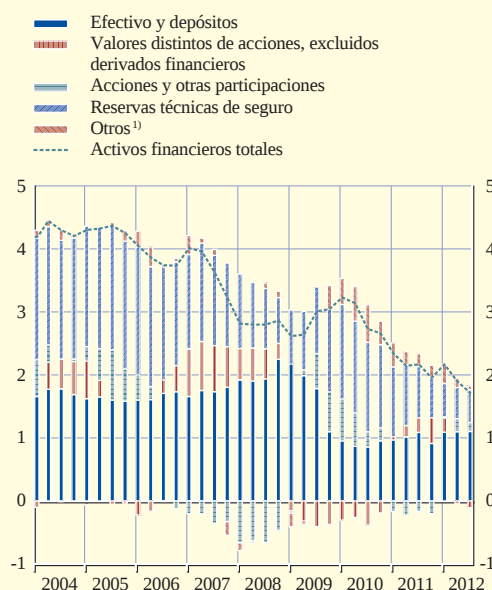


Fuente: BCE.

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 cuarto 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.

Gráfico 39 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.

En cuanto a las causas subyacentes de la debilidad del crecimiento del crédito de las IFM a los hogares (al margen de la necesidad a medio plazo de corregir excesos del pasado en algunos países de la zona del euro), la encuesta sobre préstamos bancarios de enero de 2013 puso de manifiesto una nueva contracción, aunque menos acusada, de la demanda neta de préstamos para adquisición de vivienda y de crédito al consumo en el cuarto trimestre. Según la encuesta, el uso del ahorro de los hogares como fuente de financiación alternativa contribuyó en mayor medida al descenso neto de la demanda de préstamos para adquisición de vivienda, aunque el deterioro de las perspectivas del mercado de la vivienda también continuó afectando a dicha demanda. Mientras tanto, el menor gasto en bienes de consumo duradero y la disminución de la confianza de los consumidores siguieron reduciendo el crédito al consumo. De cara al primer trimestre de 2013, las entidades de crédito esperan que la demanda neta de préstamos para adquisición de vivienda experimente una contracción más significativa y que la demanda neta de crédito al consumo caiga a un ritmo similar al registrado en el cuarto trimestre.

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 1,7% en el tercer trimestre (cifra algo inferior a la del trimestre anterior), continuando así con la tendencia a la baja observada desde mediados de 2010 (véase gráfico 39). Como en el trimestre anterior, este resultado fue atribuible a la significativa reducción de la contribución de la inversión en valores distintos de acciones por parte de este

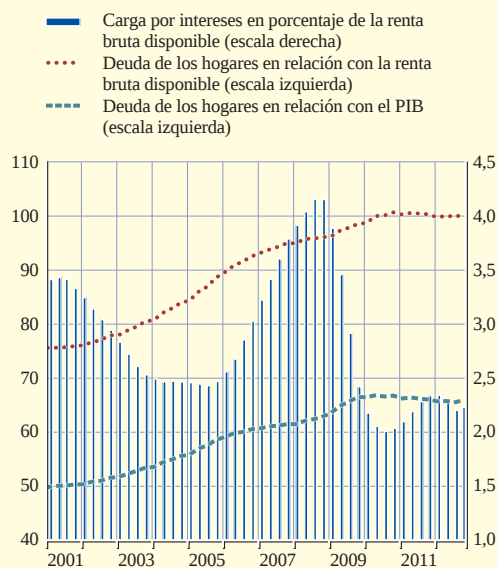
sector. En cambio, la aportación de la inversión en reservas técnicas de seguro aumentó ligeramente, aunque partía de un nivel muy bajo.

POSICIÓN FINANCIERA

Se estima que la deuda en relación con la renta bruta disponible nominal de los hogares se situó en el 100,4% en el cuarto trimestre de 2012 (véase gráfico 40), un ligero aumento con respecto al trimestre anterior, pero en línea con los niveles observados desde mediados de 2010. Este incremento fue consecuencia del leve 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 2,2% de la renta disponible en el cuarto 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 se elevó ligeramente y se situó en el 66% en el trimestre de referencia.

Gráfico 40 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.

3 PRECIOS Y COSTES

Según la estimación preliminar de Eurostat, la inflación interanual medida por el IAPC de la zona del euro fue del 1,8% en febrero de 2013, frente al 2% de enero. El descenso continuado de las tasas de inflación interanual refleja principalmente los componentes de energía y alimentos del índice de precios. De cara al futuro, aunque el patrón mensual de las tasas de inflación pueda ser algo volátil, las presiones inflacionistas subyacentes deberían seguir siendo limitadas, dado el entorno de debilidad de la actividad económica en la zona del euro. Las expectativas de inflación están bien ancladas y son compatibles con la estabilidad de precios a medio plazo.

Las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE para la zona del euro de marzo de 2013 sitúan la inflación interanual medida por el IAPC en un intervalo comprendido entre el 1,2% y el 2% en 2013, y entre el 0,6% y el 2% en 2014. En comparación con las proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema de diciembre de 2012, los intervalos se mantienen casi sin variación. Se considera que los riesgos para las perspectivas de evolución de los precios siguen estando prácticamente equilibrados a medio plazo.

3.1 PRECIOS DE CONSUMO

En 2012, la tasa de inflación interanual medida por el IAPC de la zona del euro fue, en promedio, del 2,5%. El patrón de la inflación de la zona del euro en dicho año siguió básicamente los cambios en la contribución de los precios de la energía. En particular, el repunte de la inflación medida por el IAPC observado a mediados de año fue debido, sobre todo, a un fuerte aumento de los precios del petróleo y, por tanto, de los precios de la energía. Después de descender en el segundo trimestre de 2012, la inflación general medida por el IAPC subió 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, el 2,2% en noviembre y diciembre de 2012, y el 2% en enero de 2013. Según la estimación preliminar de Eurostat, la inflación medida por el IAPC registró un nuevo retroceso en febrero de 2013 y se situó en el 1,8%, como consecuencia, fundamentalmente, del descenso de la tasa de variación de los precios de los alimentos, mientras que la tasa de variación interanual de los demás componentes principales se mantuvo prácticamente inalterada (véase cuadro 9).

Cuadro 9 Evolución de los precios

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

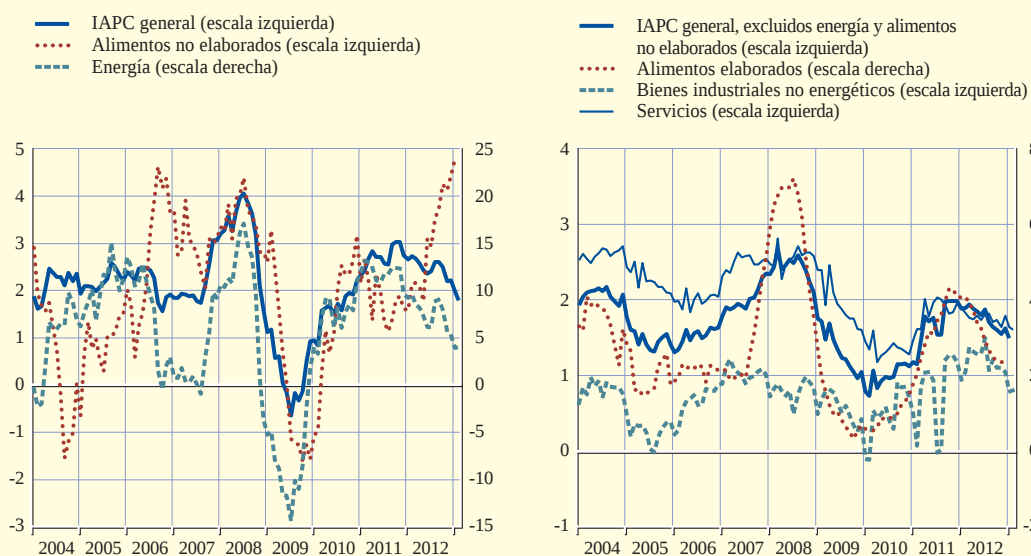
	2011	2012	2012 Sep	2012 Oct	2012 Nov	2012 Dic	2013 Ene	2013 Feb
IAPC y sus componentes ¹⁾								
Índice general	2,7	2,5	2,6	2,5	2,2	2,2	2,0	1,8
Energía	11,9	7,6	9,1	8,0	5,7	5,2	3,9	4,0
Alimentos	2,7	3,1	2,9	3,1	3,0	3,2	3,2	2,7
Alimentos no elaborados	1,8	3,0	3,7	4,3	4,1	4,4	4,8	.
Alimentos elaborados	3,3	3,1	2,5	2,4	2,4	2,4	2,3	.
Bienes industriales no energéticos	0,8	1,2	1,2	1,1	1,1	1,0	0,8	0,8
Servicios	1,8	1,8	1,7	1,7	1,6	1,8	1,6	1,6
Otros indicadores de precios								
Precios industriales	5,9	2,6	2,6	2,6	2,1	2,1	1,9	.
Precios del petróleo (euros por barril)	79,7	86,6	87,9	85,6	84,8	82,8	84,2	86,7
Precios de las materias primas no energéticas	12,2	0,5	4,6	5,7	5,2	2,5	-3,7	-3,6

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 febrero de 2013 corresponde a la estimación preliminar de Eurostat.

Gráfico 41 Desagregación del IAPC por principales componentes

(tasas de variación interanual; datos mensuales)



Fuente: Eurostat.

En cuanto a los componentes principales del IAPC, la dinámica de la tasa de crecimiento de los precios de la energía durante 2012 se vio determinada principalmente por las fluctuaciones de los precios del petróleo. Como consecuencia del impacto combinado de los efectos de base y del descenso de los precios del petróleo, la tasa de variación de los precios de la energía disminuyó hasta situarse en el 6,1 % en junio de 2012, desde tasas superiores al 9 % en los primeros meses del año. 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 de la electricidad, así como a un efecto de base a la baja. La tasa de crecimiento de los precios de la energía retrocedió de nuevo hasta situarse en el 3,9 % en enero, desde el 5,2 % de diciembre, reflejando un acusado efecto de base a la baja que compensó con creces el aumento de la tasa de variación de los precios de la energía en términos mensuales. La caída de la tasa de variación interanual del componente energético siguió a la reducción de las tasas de variación interanual de los precios de todas las partidas, en particular, los combustibles para transporte, con la excepción de la electricidad, que registró un alza. Según la estimación preliminar de Eurostat, el ritmo de avance de los precios de la energía se incrementó ligeramente en febrero, hasta el 4 %.

Como reflejo de la evolución de los precios internacionales de las materias primas alimenticias, así como de las condiciones de oferta locales, la tasa de variación interanual de los precios de los alimentos se mantuvo en torno al 3 % durante 2012. Sin embargo, no hubo evidencia concreta de que las acusadas subidas de los precios de las materias primas durante los meses de verano tuvieran un impacto más duradero. En términos netos, los precios de los alimentos tuvieron un efecto relativamente escaso en el patrón de la inflación medida por el IAPC en 2012, ya que el impacto del movimiento al alza de la tasa

de crecimiento de los precios de los alimentos no elaborados sobre la inflación general se vio compensado por el efecto del movimiento a la baja de la tasa de variación de los precios de los alimentos elaborados sobre el índice agregado. La tasa de crecimiento de los precios de los alimentos no elaborados volvió a aumentar, desde el 4,4% registrado en diciembre hasta el 4,8% de enero —la tasa más alta desde marzo de 2002—, debido al incremento de la tasa de variación interanual de los precios de las frutas, de las legumbres y hortalizas y del pescado, mientras que la de los precios de la carne se mantuvo sin cambios. Esta evolución más reciente sugiere que la subida de los precios de los alimentos para animales, como muestran los datos sobre precios industriales, que ha estado afectando a los precios de la carne en los últimos meses, empieza a desaparecer. La tasa de variación de los precios de los alimentos elaborados se redujo ligeramente, hasta situarse en el 2,3% en enero, después de mantenerse sin cambios en el 2,4% durante los tres meses anteriores. La estimación preliminar de Eurostat del componente de alimentos, que corresponde a la tasa de avance de los precios de los alimentos elaborados y no elaborados tomados en su conjunto, descendió hasta el 2,7% en febrero, frente al 3,2% de enero de 2013.

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 2012. La inflación media medida por el IAPC, excluidos los alimentos y la energía, fue más elevada en 2012 que en 2011, a pesar de que la demanda fue más débil, y el crecimiento de los salarios, menor. 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. Según las estimaciones elaboradas por los expertos del BCE basadas en la estimación preliminar de Eurostat, el IAPC, excluidos los alimentos y la energía, se mantuvo en el 1,4% en febrero, frente al 1,3% de enero.

Desde el segundo trimestre de 2010, la tasa de variación de los precios de los bienes industriales no energéticos se fue incrementando 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 primer trimestre de 2012, esta tasa tocó fondo en el 1,1%, y posteriormente repuntó, hasta situarse en el 1,5% en julio de 2012, antes de volver a caer el mes siguiente. A partir de entonces, se mantuvo algo por encima del 1%. En enero de 2013, esta tasa registró un nuevo descenso y se situó en el 0,8%, debido a la considerable reducción de las tasas de avance interanual de los precios de las prendas de vestir y el calzado, que reflejaron las rebajas de invierno. La tasa de variación de los precios de los bienes industriales no energéticos se mantuvo sin cambios en febrero de 2013, según la estimación preliminar de Eurostat.

La tasa de variación de los precios de los servicios ha permanecido 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. Después de haber aumentado notablemente en los primeros meses de 2011, esta tasa se estabilizó en torno al 1,9% en los tres últimos trimestres de 2011 y en el primer trimestre de 2012. En abril de 2012, cayó hasta el 1,7%, registrando su nivel más bajo desde marzo de 2011, y desde entonces ha oscilado en torno a esa cifra. En enero de 2013 esta tasa disminuyó y se situó en el 1,6%, frente al 1,8% de diciembre de 2012, puesto que el ligero aumento de la tasa de variación de los servicios recreativos y personales se vio contrarrestado con creces por pequeños descensos en los demás subcomponentes. Según la estimación preliminar de Eurostat, la tasa de variación de los precios de los servicios se mantuvo sin cambios en febrero de 2013.

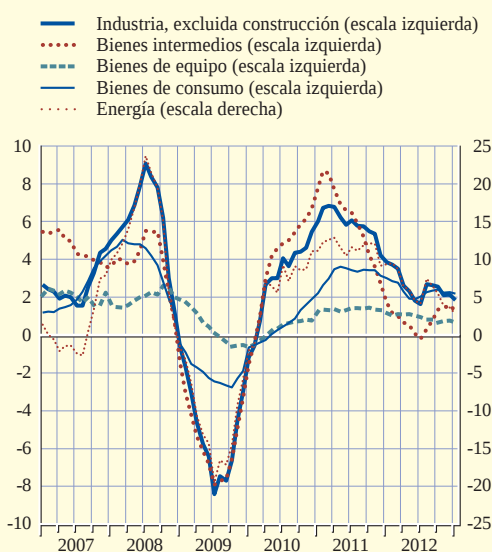
3.2 PRECIOS INDUSTRIALES

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 9 y gráfico 42). Durante 2012, las presiones latentes sobre la cadena de suministro volvieron a ceder. En julio de 2012, el índice de precios industriales (IPRI), excluida la construcción, cayó hasta el 1,7%, la tasa de variación interanual más baja desde que pasó a ser positiva en el segundo trimestre de 2010, antes de elevarse nuevamente hasta el 2,7% en agosto y septiembre. Este incremento fue reflejo sobre todo de un repunte del componente energético relacionado con las subidas del precio del petróleo. Al contraerse otra vez los precios del petróleo en euros, la tasa de variación de los precios industriales empezó a descender de nuevo en octubre de 2012. Los precios industriales crecieron un 1,9% en tasa interanual en enero de 2013, frente al 2,1% de diciembre de 2012. La tasa de variación interanual del índice de precios industriales, excluidas la construcción y la energía, disminuyó hasta el 1,4% en enero de 2013, frente al 1,6% del mes anterior.

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 elevó hasta el 3,9% en enero, frente al 3,8% del mes anterior. Los datos más recientes procedentes de la encuesta PMI siguen mostrando que los costes de los bienes intermedios continúan registrando fuertes incrementos en el caso del comercio al por menor de alimentos, aunque a un ritmo decreciente y compensado en parte por el descenso de los márgenes de beneficios. En las primeras fases de la cadena de precios, la tasa de variación interanual de los precios agrícolas en origen de la UE disminuyó ligeramente, hasta situarse

Gráfico 42 Desagregación de los precios industriales

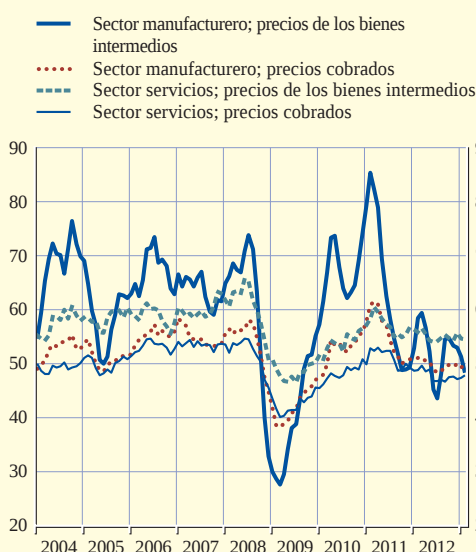
(tasas de variación interanual; datos mensuales)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Gráfico 43 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.

en el 10,1 % en febrero, tras el 11,8 % de enero, lo que apunta a que las subidas observadas en los últimos meses empiezan a remitir. Asimismo, los precios internacionales de las materias primas alimenticias en euros cayeron por sexto mes consecutivo en febrero.

La tasa de variación interanual de los bienes de consumo no alimenticio descendió 0,2 puntos porcentuales hasta el 0,3 % en enero, el nivel más bajo registrado en dos años. Los índices PMI del comercio al por menor, tanto para los precios de los bienes intermedios como para los márgenes de beneficios de los establecimientos de venta de productos no alimenticios, también disminuyeron en febrero, cayendo por debajo de sus respectivas medias de largo plazo. En las primeras fases de la formación de precios, la tasa de variación interanual del componente de bienes intermedios del IPRI se contrajo hasta el 1,3 % en enero, desde el 1,6 % de diciembre.

Los índices generales obtenidos de las encuestas PMI y de la Comisión Europea indican que las expectativas de precios de las empresas se mantuvieron muy por debajo de sus medias históricas en febrero. En cuanto al PMI (véase gráfico 43), el índice de precios de bienes intermedios del sector manufacturero pasó de 51,3 en enero a 48,3 en febrero. Al mismo tiempo, el índice de precios de producción aumentó de 49,3 a 49,9, manteniéndose por debajo del umbral de 50, lo que señala una caída de los precios. Los indicadores de opinión adelantados de la Comisión Europea relativos a las expectativas de los precios de venta para el conjunto de la industria disminuyeron ligeramente en febrero, como consecuencia del descenso de las expectativas de precios de venta en todos los sectores.

En conjunto, los precios industriales y los datos sobre precios basados en las encuestas confirman la existencia de presiones latentes moderadas sobre el componente de bienes industriales no energéticos del IAPC y la reducción de las presiones sobre los precios de los alimentos.

3.3 INDICADORES DE COSTES LABORALES

Como demuestran los indicadores de costes laborales más recientes, las presiones sobre los costes internos generadas por los costes laborales se mantuvieron moderadas en los tres primeros trimestres de 2012 (véanse cuadro 10 y gráfico 44). Los datos sobre salarios mostraron algunos indicios de moderación en comparación con 2011, en un contexto de debilitamiento de la actividad económica y un aumento de la atonía del mercado laboral.

La productividad del trabajo creció a una tasa interanual muy baja, aunque positiva, del 0,1 % en el tercer trimestre de 2012. El crecimiento de la remuneración por asalariado se aceleró hasta el 1,8 % en el mismo

Cuadro 10 Indicadores de costes laborales

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

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

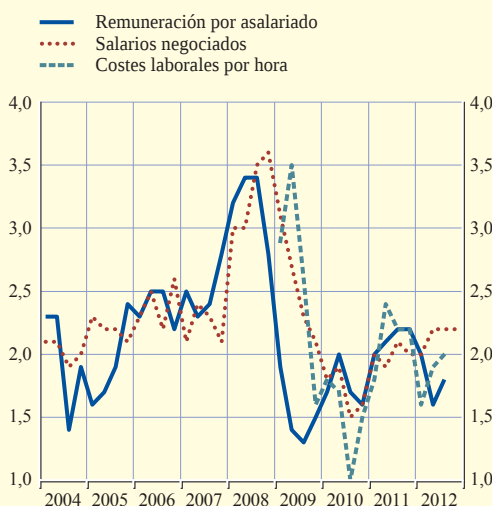
Fuentes: Eurostat, datos nacionales y cálculos del BCE.

período, frente al 1,6% del segundo trimestre, pero se mantuvo por debajo de la tasa del 2,2% observada, en promedio, en 2011. Como reflejo también de un impacto al alza del menor crecimiento de la productividad, el crecimiento de los costes laborales unitarios aumentó hasta situarse en el 1,6% en el tercer trimestre de 2012, en comparación con el 1,3% del segundo trimestre. Se prevé que las reducidas ganancias de productividad —en un contexto de crecimiento económico moderado— sigan ejerciendo presión al alza sobre los costes laborales unitarios a corto plazo.

La tasa de variación interanual de los salarios negociados —el único indicador de costes laborales disponible para 2012— se mantuvo sin cambios en el 2,2% en el cuarto trimestre. El crecimiento interanual medio en 2012 fue del 2,1% en tasa interanual, frente al 2% de 2011. El hecho de que los salarios corrientes, medidos por la remuneración por asalariado, crecieran 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 (por ejemplo, debido a jornadas laborales más cortas).

Gráfico 44 Indicadores de costes laborales

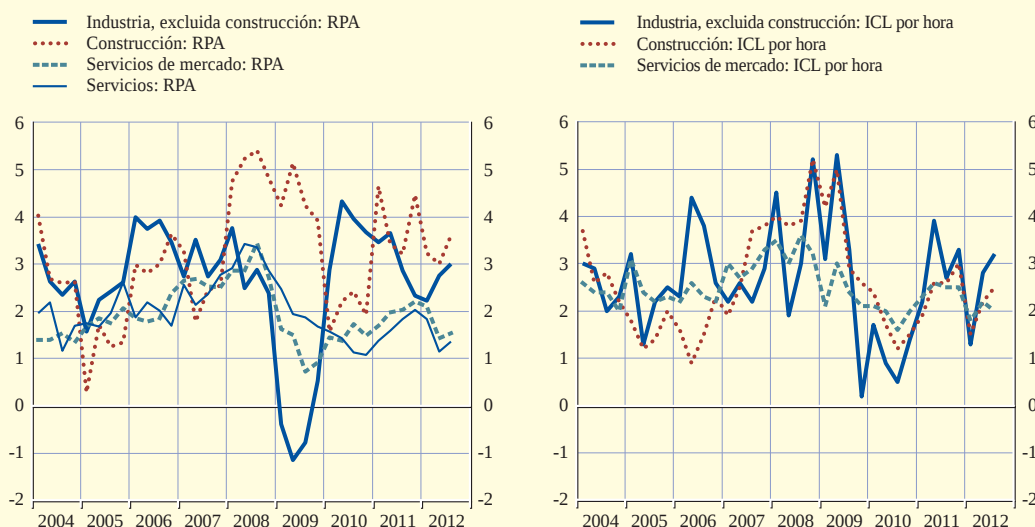
(tasas de variación interanual; datos trimestrales)



Fuentes: Eurostat, datos nacionales y cálculos del BCE.

Gráfico 45 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.

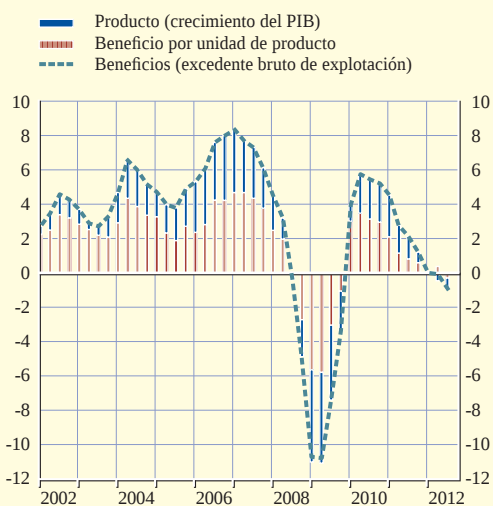
3.4 EVOLUCIÓN DE LOS BENEFICIOS EMPRESARIALES

Como reflejo de la subida de los costes laborales unitarios y las condiciones económicas adversas, los beneficios empresariales (medidos en términos del excedente bruto de explotación) disminuyeron nuevamente, un 0,9 %, en tasa interanual, en el tercer trimestre de 2012. Esta contracción se atribuyó al descenso de la tasa de variación interanual del PIB, así como a una caída de los beneficios por unidad (margen por unidad de producto), que registraron valores negativos por primera vez desde el último trimestre de 2009 (véase gráfico 46). En general, después del repunte observado desde mediados de 2009, el nivel de beneficios se mantuvo prácticamente sin cambios en 2011 y en 2012. En el recuadro 3 se analiza la función que han desempeñado los beneficios en la configuración de las presiones sobre los precios internos de la zona del euro en los últimos años.

Por lo que respecta a los principales sectores económicos, los beneficios empresariales en el sector de servicios de mercado se redujeron un 0,2 %, en tasa interanual, en el tercer trimestre de 2012, después de haber aumentado un 0,8 % en el segundo trimestre de 2012. En el sector industrial (excluida la construcción), los beneficios descendieron un 2,5 %, tras una caída del 2,3 % en los dos trimestres anteriores. En el primer trimestre de 2012, la tasa de variación interanual registró valores negativos por primera vez desde el cuarto trimestre de 2009 (véase gráfico 47). En tasa intertrimestral, el crecimiento de los beneficios empresariales volvió a aumentar en ambos sectores en el tercer trimestre de 2012, después de registrar tasas de crecimiento negativas en los tres trimestres anteriores.

Gráfico 46 Desagregación del crecimiento de los beneficios por producto y beneficio por unidad de producto en la zona del euro

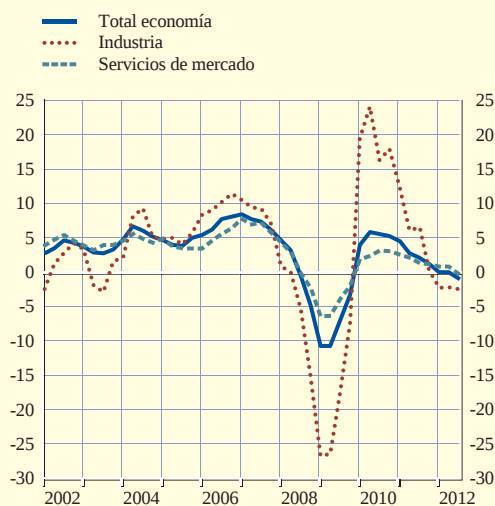
(tasas de variación interanual; datos trimestrales)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Gráfico 47 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.
Observación más reciente: tercer trimestre de 2012.

Recuadro 3

EL PAPEL DE LOS BENEFICIOS EN PRESIONES INFLACIONISTAS INTERNAS EN LA ZONA DEL EURO

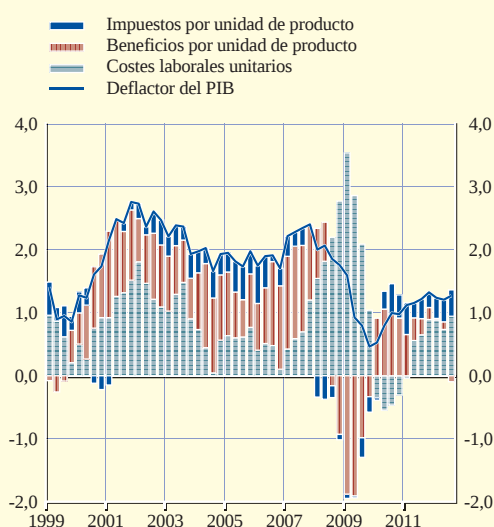
Uno de los indicadores utilizados para valorar las presiones inflacionistas internas es el deflactor del PIB, que refleja el «precio» del PIB por unidad de producto. Las variaciones del deflactor del PIB están determinadas por la evolución de los costes laborales, de los beneficios y de los impuestos indirectos netos, medidos por unidad de producto. Aunque la atención suele centrarse principalmente en la evolución de los costes laborales unitarios, el ajuste de los beneficios por unidad de producto también tiene gran relevancia para las presiones inflacionistas internas. En este contexto, en este recuadro se analiza el papel que han desempeñado los beneficios por unidad de producto en las presiones inflacionistas internas en la zona del euro a lo largo del pasado decenio y, en particular, durante la recesión de 2008-2009 y posteriormente.

La contribución de los beneficios por unidad de producto a las presiones inflacionistas internas

Los beneficios por unidad de producto, medidos por el excedente bruto de explotación y la renta mixta, han representado un tercio de la contribución al aumento registrado por el deflactor del PIB de la zona del euro en el período transcurrido desde 1999, en comparación con una contribución de algo más del 50 % de los costes laborales unitarios y de aproximadamente el 12 % de los impuestos por unidad de producto. El gráfico A pone de manifiesto que la contribución de los beneficios por unidad de producto ha tendido a moderar la evolución de los costes laborales unitarios. El papel amortiguador de estos beneficios es claramente ostensible durante una recesión, como sucedió en

Gráfico A Deflactor del PIB de la zona del euro

(tasas de variación interanual; contribuciones en puntos porcentuales; datos trimestrales)

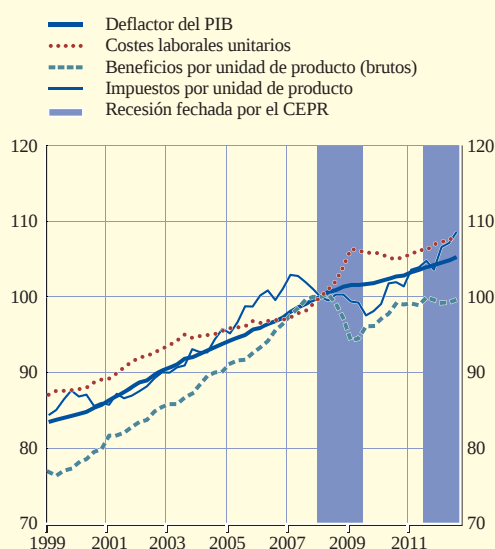


Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Nota: Los impuestos se refieren a impuestos netos de subvenciones sobre producción, y los beneficios, al excedente bruto de explotación y la renta mixta.

Gráfico B Deflactor del PIB y sus componentes

(índice: I 2008 = 100)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Nota: Los impuestos se refieren a impuestos netos de subvenciones sobre producción, y los beneficios, al excedente bruto de explotación y la renta mixta. Para más información sobre las recesiones fechadas por el CEPR, véase <http://www.cepr.org/data/dating/>.

el período 2008-2009, en el que ayudaron a contener las presiones inflacionistas cuando el retroceso de la productividad impulsó al alza los costes laborales unitarios.

Los beneficios por unidad de producto experimentaron una reducción significativa durante la recesión de 2008-2009, aunque se recuperaron de forma notable posteriormente. No obstante, no retornaron a niveles próximos a los registrados antes de la recesión hasta el tercer trimestre de 2011 (véase gráfico B). Esto significa que la recuperación de los beneficios por unidad de producto fue más moderada que la de los costes laborales unitarios y los impuestos por unidad de producto en ese mismo período. Desde una perspectiva a más largo plazo, la magnitud del aumento ha sido prácticamente similar para todos sus componentes, ya que los beneficios por unidad de producto se incrementaron de manera más acusada durante los años de bonanza anteriores a la recesión.

Los beneficios brutos frente a los beneficios netos por unidad de producto

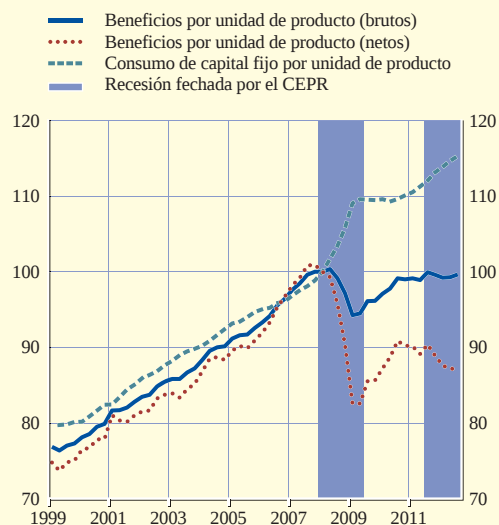
La medida del excedente bruto de explotación y de la renta mixta a escala del total de la economía incluye muchos elementos que pueden no asociarse directamente con los beneficios en un sentido más estricto. Entre estos elementos se encuentran los pagos netos por intereses, las rentas y los dividendos, aunque también las provisiones por depreciación y reposición del capital fijo.

El consumo de capital fijo, que en promedio representó alrededor del 45 % del excedente bruto de explotación en el decenio anterior a la recesión de 2008-2009, continuó aumentando durante los años de recesión, lo que se tradujo en una aceleración del consumo de capital fijo por unidad de producto (véase gráfico C). Si se tiene en cuenta esta evolución, el ajuste a la baja de los beneficios netos por unidad de producto (es decir, excluido el consumo de capital) durante la recesión de 2008-2009 fue, por consiguiente, incluso más significativo que el de los beneficios brutos por unidad de producto. Posteriormente, los beneficios netos por unidad de producto solo recuperaron una pequeña parte de las pérdidas registradas y empezaron a disminuir de nuevo en la fase recesiva que comenzó en 2011, desviándose considerablemente y, por tanto, de forma bastante persistente, de cualquier referencia anterior a la recesión.

En general, la flexibilidad a la baja de los beneficios por unidad de producto en la zona del euro fue considerable durante la recesión de 2008-2009, conteniendo las presiones inflacionistas generadas a raíz del aumento de los costes laborales unitarios, lo que es particularmente evidente si se considera la medida del excedente bruto de explotación, excluido el consumo de capital.

Gráfico C Beneficios por unidad de producto y sus componentes

(índice: I 2008 = 100)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Nota: Los impuestos se refieren a impuestos netos de subvenciones sobre producción, y los beneficios, al excedente bruto de explotación y la renta mixta. Para más información sobre las recesiones fechadas por el CEPR, véase <http://www.cepr.org/data/dating/>.

3.5 PERSPECTIVAS DE INFLACIÓN

De cara al futuro, aunque el patrón mensual de las tasas de inflación pueda ser algo volátil, las presiones inflacionistas subyacentes deberían seguir siendo limitadas dado el entorno de debilidad de la actividad económica en la zona del euro. Las expectativas de inflación están bien ancladas y son compatibles con la estabilidad de precios a medio plazo.

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 de 2012, las tasas de inflación de la energía han comenzado a reducirse 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 interanual de los precios de la energía sea más pronunciada en 2013, debido a efectos de base a la baja y suponiendo que los precios del petróleo incorporados actualmente a los precios de los futuros desciendan de forma gradual.

Se espera que la tasa de crecimiento de los precios de los alimentos no elaborados se modere en 2013, reflejando la reversión del repunte observado en los últimos meses, que estuvo relacionado principalmente con las adversas condiciones meteorológicas. Es posible que la tasa de variación de los precios de los alimentos elaborados disminuya también en los próximos meses, reflejando la transmisión, con cierto retraso, del descenso de los precios de las materias primas alimenticias observado desde otoño de 2012, y una moderación de los precios internacionales y europeos de las materias primas alimenticias incorporados a los precios de los futuros.

Los indicadores adelantados disponibles de la tasa de variación de los precios 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 el ritmo de avance de los precios 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 las 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 es posible que aumenten gradualmente las presiones sobre los costes internos en los próximos meses, reflejando en parte una reversión de las medidas temporales de reducción de salarios adoptadas en 2012. Más importante aún, se prevé que el repunte gradual de la actividad impulse el crecimiento de los salarios en la zona del euro en su conjunto, con divergencias sustanciales entre los países. Se espera que el crecimiento de los beneficios empresariales se modere aún más en 2013, tras un fuerte descenso en 2012, y que absorba —pero solo de forma bastante limitada— el incremento relativamente fuerte de los costes laborales unitarios observado en 2012. A medio plazo, se prevé que el menor crecimiento de los costes laborales unitarios y la mejora gradual de las condiciones económicas favorezcan una recuperación de los márgenes de beneficios.

Las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE para la zona del euro de marzo de 2013 sitúan la inflación interanual medida por el IAPC en un intervalo comprendido entre el

1,2 % y el 2 % en 2013, y entre el 0,6 % y el 2 % en 2014. En comparación con las proyecciones macro-económicas de los expertos del Eurosistema de diciembre de 2012, estos intervalos se mantienen casi sin variación.

Se considera que los riesgos para las perspectivas de evolución de los precios siguen estando prácticamente equilibrados a medio plazo. Los riesgos al alza están relacionados con aumentos mayores de lo previsto de los precios administrados y de los impuestos indirectos, así como con la subida de los precios del petróleo, mientras que los riesgos a la baja tienen su origen en un debilitamiento de la actividad económica.

4 PRODUCTO, DEMANDA Y MERCADO DE TRABAJO

El comportamiento del PIB en el cuarto trimestre de 2012 fue débil, observándose, según la segunda estimación de Eurostat, una contracción del 0,6%, en tasa intertrimestral. Este retroceso se debió principalmente a una caída de la demanda interna, pero también es atribuible a la fragilidad de las exportaciones. Por lo que se refiere a 2013, los datos e indicadores recientes sugieren que la actividad económica debería empezar a estabilizarse en el primer semestre del año. En la segunda mitad del año debería comenzar una recuperación gradual, en la que el crecimiento de las exportaciones se beneficiaría del fortalecimiento de la demanda mundial, y la demanda interna se vería apoyada por el tono acomodaticio de la política monetaria. Además, la mejora de los mercados financieros registrada a partir de julio del año pasado y la aplicación continua de reformas estructurales deberían empezar a influir en la economía. Al mismo tiempo, los necesarios ajustes de los balances en los sectores público y privado y las restrictivas condiciones crediticias asociadas continuarán afectando a la actividad económica.

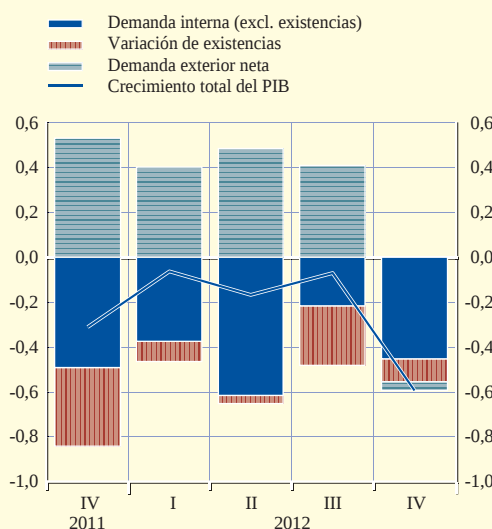
Esta valoración queda reflejada también en las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE de marzo de 2013, que prevén que el crecimiento interanual del PIB real se sitúe, en promedio, en un intervalo comprendido entre el -0,9% y el -0,1% en 2013 y entre el 0% y el 2% en 2014. En comparación con las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema de diciembre de 2012, los intervalos se han revisado ligeramente a la baja. Los riesgos en torno a las perspectivas económicas de la zona del euro siguen siendo bajistas.

4.1 PIB REAL Y COMPONENTES DE LA DEMANDA

El PIB real se contrajo un 0,6% en el cuarto trimestre de 2012, tras experimentar un retroceso intertrimestral del 0,1% en el trimestre anterior (véase gráfico 48). El débil comportamiento observado en el cuarto trimestre fue reflejo de la evolución negativa de la demanda interna y, aunque en menor medida, de la variación de existencias, mientras que la aportación de la demanda exterior neta fue neutral, ya que las importaciones y las exportaciones disminuyeron a tasas similares. La caída del producto observada en el cuarto trimestre estuvo básicamente en línea con la evolución de los indicadores de corto plazo, sobre todo de los indicadores de opinión. Se estima que el producto se contrajo un 0,6% en 2012 en su conjunto. Además, el frágil resultado del cuarto trimestre implica un efecto de arrastre negativo sobre el crecimiento interanual en 2013 cercano al 0,5%. Más concretamente, el efecto de arrastre muestra lo que se modificaría el PIB en 2013 si todas las tasas de crecimiento intertrimestral de ese año se situaran en cero.

Gráfico 48 Crecimiento del PIB real y contribuciones

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



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

En los últimos trimestres, el producto de la zona del euro se ha visto influido principalmente por la contención de la demanda interna. La debilidad de la confianza empresarial y de los consumidores, las medidas de consolidación fiscal y las necesidades actuales de desapalancamiento en algunos países,

junto con los altos precios del petróleo y la elevada incertidumbre, han ejercido presiones a la baja sobre el consumo privado y sobre la inversión. Además, el gasto en consumo se ha visto influido especialmente por el impacto de la caída del empleo sobre la renta agregada. La contribución de la demanda exterior neta al crecimiento del PIB ha sido, en general, positiva, debido principalmente al tímido crecimiento de las importaciones.

Los indicadores de opinión adelantados sugieren una estabilización gradual de la actividad en el primer semestre de 2013. En la segunda mitad del año debería comenzar una recuperación gradual, en la que el crecimiento de las exportaciones se beneficiaría del fortalecimiento de la demanda mundial, y la demanda interna se vería apoyada por el tono acomodaticio de la política monetaria.

CONSUMO PRIVADO

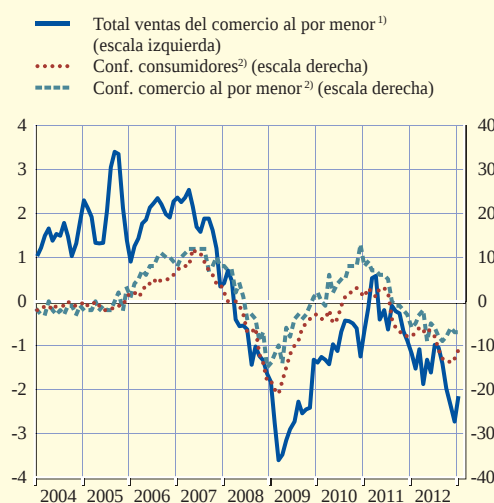
El consumo privado se contrajo un 0,4% en el cuarto trimestre de 2012, continuando la negativa dinámica observada en los cuatro trimestres anteriores. El resultado para el cuarto trimestre refleja una fuerte caída del consumo de bienes al por menor y un descenso de las compras de automóviles. En cambio, parece que el consumo de servicios se elevó en el cuarto trimestre. La información reciente procedente de los indicadores de corto plazo y de las encuestas sugiere que es probable que el gasto en consumo de la zona del euro mantenga su debilidad en los próximos meses.

La persistente falta de dinamismo del gasto en consumo durante los dos últimos años se ha debido, en gran medida, a 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. El crecimiento negativo del empleo ha seguido reduciendo la renta real agregada de los hogares. Los últimos datos muestran que la renta real disponible, que ha registrado tasas de variación interanual negativas durante un período prolongado, volvió a descender en el tercer trimestre de 2012. Al mismo tiempo, la tasa de ahorro de los hogares ha caído hasta situarse en mínimos históricos, dado que, probablemente, los consumidores trataron de mitigar el impacto de la reducción de su renta real sobre sus niveles actuales de consumo.

Por lo que respecta a la dinámica a corto plazo en el primer trimestre de 2013, los indicadores tanto cuantitativos como cualitativos sugieren, en general, que el gasto en consumo mantuvo su debilidad. En enero, las ventas del comercio al por menor aumentaron un 1,2%, en tasa intermensual, y se situaron un 0,7% por encima del nivel medio registrado en el cuarto trimestre de 2012. Además, el índice de directores de compras (PMI) del comercio al por menor se situó en 45,2, en promedio, en enero y febrero, sin cambios con respecto al cuarto trimestre de 2012 y por encima de 50, el umbral teórico de expansión. A comienzos de 2013, el indicador de confianza del comercio al por menor de la Comisión Europea estaba en un nivel similar al registrado en el cuarto trimestre de 2012, manteniéndose por debajo de su media de largo plazo. Además, en enero las matriculaciones de automóviles

Gráfico 49 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.

se contrajeron un 9,6%, en tasa intermensual, tras la subida del 4% del mes anterior. Este último descenso de las matriculaciones de automóviles, que fue relativamente importante 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 de la zona del euro (que, en cambio, favorecieron las compras de automóviles a finales de 2012). Es probable que la adquisición de automóviles y de otros bienes de precio elevado mantenga su debilidad en los próximos meses. El indicador de grandes compras esperadas de la Comisión Europea disminuyó en febrero de 2013, situándose 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 se incrementó ligeramente en febrero (véase gráfico 49). No obstante, las últimas mejoras solo compensaron parcialmente la reducción registrada durante la última parte de 2012 y, como resultado, el índice sigue situándose muy por debajo de su media de largo plazo.

INVERSIÓN

La caída de la formación bruta de capital fijo observada desde el segundo trimestre de 2012 se aceleró de nuevo en el último trimestre de 2012. La actividad inversora en 2012 en su conjunto se vio afectada negativamente por la debilidad cíclica, la elevada incertidumbre, la restrictiva oferta de crédito y los actuales procesos de ajuste a todos los sectores. La inversión se redujo un 1,1%, en tasa intertrimestral, en el cuarto trimestre de 2012, tras contraerse un 0,8% en el tercer trimestre.

El detalle completo de la formación de capital para el cuarto trimestre aún no se encuentra disponible; sin embargo, los datos de algunos países de la zona del euro apuntan a una contracción prolongada de la inversión, excluida la construcción, que representa la mitad de la inversión total. Los indicadores de corto plazo de la zona del euro sugieren también que la citada inversión experimentó una reducción acorde con la atonía de la evolución económica general, la debilidad de la confianza empresarial y la elevada incertidumbre reinante. La producción de bienes de equipo se contrajo de forma acusada en el cuarto trimestre y la tasa de utilización de la capacidad productiva registró un nuevo descenso. Si bien el PMI de las manufacturas registró un aumento, en términos intertrimestrales, se mantuvo muy por debajo de su media de largo plazo. También es probable que la inversión tanto residencial como no residencial haya retrocedido en el último trimestre de 2012, como sugiere la debilidad de los indicadores de producción de la construcción y la falta de confianza del sector, resultado, en parte, del ajuste sostenido llevado a cabo en algunos mercados de la vivienda de la zona del euro. Finalmente, es posible que la inversión pública en la zona del euro haya disminuido en el cuarto trimestre, como consecuencia de los esfuerzos de consolidación fiscal en marcha en algunos países de la zona del euro.

Por lo que se refiere al primer trimestre de 2013, los pocos indicadores adelantados de que se dispone apuntan, en general, a una nueva contracción de la formación de capital, excluida la construcción, en la zona del euro, aunque menos importante que la observada a finales de 2012. La utilización de la capacidad productiva aumentó ligeramente en el primer trimestre. En enero y febrero, el PMI de las manufacturas y su componente de nuevos pedidos mejoraron con respecto al último trimestre de 2012, pero parece que sus bajos niveles actuales son coherentes con la debilidad de la actividad inversora, como también han señalado otros indicadores de opinión, como la encuesta de la Comisión Europea sobre las carteras de pedidos. Además, las condiciones de concesión de créditos en la zona del euro siguen siendo restrictivas. Sobre la base de datos procedentes de encuestas, se prevé que la inversión en construcción también descienda ligeramente en el primer trimestre.

De cara al futuro, es de prever que la caída de la inversión, excluida la construcción, persista en los próximos meses, en línea con la atonía de la actividad económica general y con la elevada incertidumbre reinante. Se espera que la inversión en construcción mantenga su falta de dinamismo a lo largo de 2013.

CONSUMO PÚBLICO

El consumo público siguió disminuyendo ligeramente en el cuarto trimestre de 2012, tras registrar tasas de crecimiento negativas en el segundo y tercer trimestre. La debilidad del consumo público refleja los esfuerzos de consolidación fiscal en varios países de la zona del euro.

Si se consideran las tendencias subyacentes de los componentes individuales, la remuneración de los empleados públicos, que representa casi la mitad del consumo público total, contribuyó negativamente al crecimiento del consumo público en los últimos trimestres, como consecuencia, principalmente, de la moderación de los salarios públicos y de los recortes en el empleo público en algunos países de la zona del euro. El gasto en consumo público intermedio (que comprende algo menos de un cuarto del total) ha disminuido como resultado de los actuales esfuerzos de consolidación fiscal, mientras que el crecimiento de las transferencias sociales en especie, que también representan casi un cuarto del consumo público, se ha mantenido prácticamente sin cambios. Esto último se debe al hecho de que la evolución de las transferencias sociales en especie suele ser bastante estable, pues incluyen partidas tales como el gasto sanitario.

De cara al futuro, se prevé que la contribución del consumo público a la demanda interna sea limitada en los próximos trimestres, como resultado de la necesidad de llevar a cabo nuevos esfuerzos de consolidación fiscal en varios países de la zona del euro.

EXISTENCIAS

Como consecuencia de la rápida reducción del ritmo de reposición de existencias desde el verano de 2011 y del marcado deterioro de las perspectivas económicas, sumados al endurecimiento de las condiciones de financiación en algunos países de la zona del euro, la contribución de las existencias al crecimiento del PIB en el segundo trimestre de 2011 fue sustancialmente negativa, y se cifró en $-0,7$ puntos porcentuales (véase recuadro 4). Tras una pausa en el primer semestre de 2012 (cuando el ritmo de desacumulación apenas experimentó cambios), la reducción de existencias volvió acelerarse en el segundo semestre del año, reflejando tanto la ralentización de la actividad como la incertidumbre, y se tradujo en contribuciones negativas al crecimiento, de $-0,3$ puntos porcentuales y $-0,1$ puntos porcentuales, en el tercer y cuarto trimestre, respectivamente.

La sostenida y significativa desacumulación de existencias observada a finales de 2012, en un contexto en el que las existencias eran bastante limitadas a lo largo de la cadena de producción, ha reducido el margen para que se produzca una desacumulación más pronunciada en los próximos trimestres. Así pues, es probable que las contribuciones de las existencias al crecimiento se aproximen a cero (o sean ligeramente positivas) en el corto plazo, con algunas aportaciones positivas más adelante, a medida que la variación de existencias vuelva adoptar su patrón normal. Ello sería coherente con la evidencia reciente correspondiente a enero y febrero de 2013 procedente del PMI y de las encuestas de opinión de la Comisión Europea, que indican que las empresas consideran que las existencias en las manufacturas (productos terminados) y en el comercio al por menor son bastante reducidas si se comparan con sus medias históricas.

Recuadro 4

EVOLUCIÓN DE LA ACUMULACIÓN DE EXISTENCIAS DESDE 2008

Las existencias constituyen un factor importante en las fluctuaciones cíclicas de la economía y desempeñaron un papel fundamental en la profunda recesión que siguió a la quiebra de Lehman Brothers en

2008, pero también en la recuperación posterior, y de nuevo durante la última contracción de la actividad económica. En este recuadro se analiza el papel jugado por las existencias durante los períodos mencionados y se consideran las implicaciones para la situación y las perspectivas económicas a comienzos de 2013.

Existencias y ciclo económico

Los ajustes de existencias son una manera de suavizar la producción en momentos en los que la demanda es volátil, especialmente cuando existen costes de ajuste. Así pues, se espera que las existencias aumenten cuando la demanda se contrae, y viceversa. No obstante, la evidencia empírica macroeconómica sugiere que la variación de existencias es procíclica y que acentúa tanto las recesiones económicas como las recuperaciones posteriores. Efectivamente, al comienzo de una recesión, se suele producir una acumulación involuntaria de existencias al caer la demanda a un ritmo más rápido de al que puede ajustarse la producción. Sin embargo, esta acumulación involuntaria va inmediatamente seguida de una desacumulación deliberada, al tratar las empresas de reducir sus niveles de existencias y recortar, en consecuencia, la producción, lo que deprime aún más la economía. Una vez que el ritmo de desacumulación se ralentiza, las existencias contribuyen positivamente al crecimiento del PIB, apoyando, por ende, la recuperación general de la economía.

Conceptualmente, es importante resaltar que no es la variación de existencias la que afecta al crecimiento del PIB, sino si dicha variación es mayor o menor. Dicho de otra manera, la contribución de las existencias al crecimiento del PIB depende de si se produce un repunte o una desaceleración en el ritmo de desacumulación o de reposición de existencias. Por ello, una contribución positiva de las existencias al crecimiento puede derivarse de una reposición más rápida, pero también de una desacumulación más lenta. La desacumulación más lenta suele ocurrir durante la recuperación, justo después del mínimo cíclico, cuando la senda de desacumulación tiende a ser más rápida.

Desde un punto de vista práctico, el análisis de las existencias a nivel macroeconómico es complejo. Hay importantes problemas con los datos, porque la variación de existencias es difícil de seguir y de calcular, y los datos cuantitativos sobre esta variable suelen estar sujetos a revisiones. El análisis de las existencias en la zona del euro se lleva a cabo principalmente a partir de los datos de las cuentas nacionales trimestrales, dado que no se dispone de estadísticas mensuales¹. Los datos de contabilidad nacional se complementan convenientemente con las encuestas de opinión publicadas por la Comisión Europea y otras fuentes².

El ciclo de existencias en la recesión del período 2008-2009 y la recuperación posterior

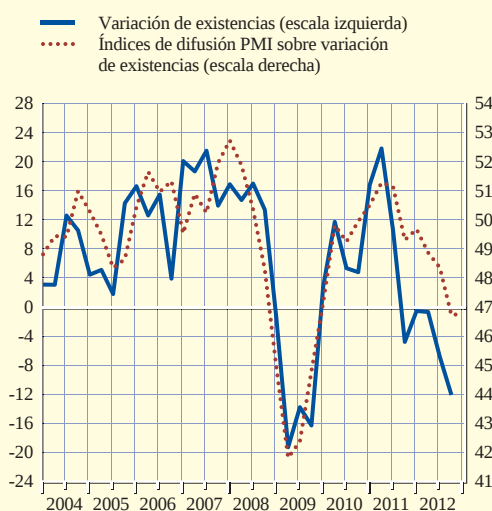
Después de la quiebra de Lehman Brothers en 2008, en un entorno de condiciones de financiación muy restrictivas, se inició un proceso de acusada desacumulación como consecuencia del empeoramiento de las perspectivas de la demanda. Como se aprecia en el gráfico A, en el segundo trimestre de 2009

1 La ventaja de los datos de contabilidad nacional radica en que, en principio, la cobertura es total. Sin embargo, hay que ser cautos a la hora de interpretar la variación de existencias a partir de las cuentas nacionales, ya que esta variable es el componente menos fiable de la desagregación del PIB por el lado del gasto. Debido a la frecuente carencia de fuentes de datos trimestrales sobre existencias, su variación suele desempeñar un papel destacado en el proceso de ajuste de las cuentas nacionales y, por tanto, contiene un importante componente residual. Además, los datos sobre la evolución de esta variable suelen revisarse sustancialmente. Véase el recuadro titulado «La fiabilidad de las estimaciones del crecimiento del PIB de la zona del euro y de sus componentes», *Boletín Mensual*, BCE, junio de 2006.

2 Para más información, véase el recuadro titulado «Acumulación de existencias: consideraciones teóricas y evolución reciente», *Boletín Mensual*, BCE, mayo de 2012.

Gráfico A Variación de existencias en la zona del euro según los datos de contabilidad nacional y PMI

(índices de difusión; mm de euros)

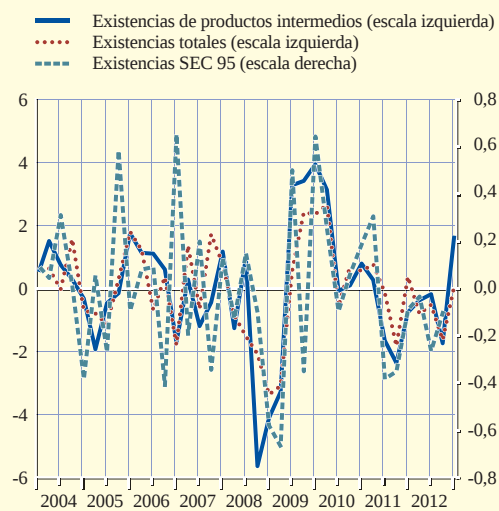


Fuentes: Markit, Eurostat y cálculos del BCE.

Notas: Datos de contabilidad nacional: variación de existencias, en términos de valor. PMI: media de existencias del comercio minorista y existencias de productos intermedios y de productos terminados en las manufacturas.

Gráfico B Contribución de las existencias al crecimiento del PIB en la zona del euro según los datos de la contabilidad nacional y el PMI

(variaciones de los índices de difusión; puntos porcentuales del PIB)



Fuentes: Markit, Eurostat y cálculos del BCE.

Notas: Datos de contabilidad nacional: contribuciones en volúmenes encadenados. PMI: variación de los índices (en puntos porcentuales).

se observó en la zona del euro una reducción de los niveles de existencias por un importe de 19 mm de euros, es decir, el 0,8 % del PIB, un brusco vuelco con respecto al ritmo de acumulación de existencias observado en el primer trimestre de 2008 (0,7 % del PIB, o un incremento de 17 mm de euros). La evidencia anecdótica existente en aquel momento sugería que se había producido una búsqueda general de efectivo, y que el ahorro de efectivo había sido un factor clave determinante de la desacumulación. Asimismo, la desacumulación voluntaria de productos intermedios por parte de las empresas manufactureras y de las empresas tanto minoristas como mayoristas contribuyó inicialmente a la acumulación involuntaria de productos terminados por parte de los productores, que no fueron capaces de recortar la producción con la suficiente celeridad como para evitar que las existencias de productos terminados en relación con las ventas superaran los niveles deseados³. Este hecho es acorde con el patrón típico, por el que un «*shock* de existencias» conduce primero a una variación de la composición de las existencias y, más tarde, a un cambio en el nivel de las existencias totales, cuando unas reducciones de producción cada vez mayores permiten un ritmo de desacumulación cada vez más rápido⁴. Finalmente, las existencias representaron más de un cuarto de la caída total del PIB, que fue del 4,7 % entre el tercer trimestre de 2008 y el segundo trimestre de 2009, una contribución significativamente más elevada que la del consumo privado (véase el cuadro).

Desde mediados de 2009, las mejores expectativas de demanda, las condiciones de financiación más favorable y, tal vez, las existencias excesivamente reducidas dieron lugar a una rápida moderación

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

4 La desacumulación de existencias que se produjo tras la quiebra de Lehman Brothers también fue un fenómeno de carácter mundial. Se registró en Estados Unidos, Reino Unido, China y Japón, pero también, y de forma espectacular, en determinados países como Corea del Sur y Rusia (país en el que el ajuste de las existencias fue el mayor del cuarto trimestre de 2008). Esta desacumulación contribuyó a la contracción tan marcada que experimentó el comercio internacional en el cuarto trimestre de 2008 y en el primer trimestre de 2009.

Cuadro Tasa de crecimiento del PIB y contribuciones de los componentes de la demanda

(tasas de variación; puntos porcentuales)

	III 2008 - II 2009	II 2009 - II 2011	II 2011 - IV 2012
PIB	-4,7	3,9	-1,1
Contribución de la demanda interna	-2,9	1,1	-2,1
De la cual:			
Consumo privado	-0,5	0,6	-0,9
Consumo público	0,4	0,2	-0,1
Inversión en capital fijo	-2,8	0,4	-1,1
Contribución de la demanda exterior neta	-0,6	1,2	2,2
Contribución de la variación de existencias	-1,4	1,5	-1,2

Fuente: Eurostat.

del ritmo de desacumulación, que finalmente se transformó en reposición a principios de 2010, según los datos de contabilidad nacional (véase gráfico A). Solamente la desaceleración del ritmo de desacumulación hizo crecer significativamente el PIB en el tercer trimestre de 2009, contribuyendo a una recuperación más temprana y rápida de lo que en general se había previsto. Además, desde el tercer trimestre de 2009 hasta el segundo trimestre de 2011, una prolongada secuencia de contribuciones trimestrales mayoritariamente positivas de la variación de existencias al crecimiento del PIB ascendió a un total acumulado de 1,5 puntos porcentuales, o alrededor de dos quintos del crecimiento del PIB durante ese período (como queda documentado en el cuadro).

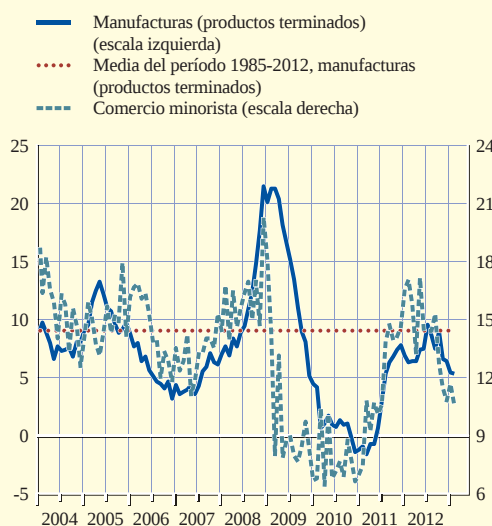
Ajuste de las existencias en 2011 y 2012

La reposición de existencias que se refleja en las cuentas nacionales desde el primer trimestre de 2011 alcanzó su máximo en el segundo trimestre de 2011, con el 0,9% del PIB (en términos de valor). Esta reposición tan intensa probablemente se debió más a la recuperación de la actividad en aquel momento, que fue mayor de lo esperado, que a un intento deliberado de las empresas de relajar las restrictivas políticas de existencias que se habían seguido tras la quiebra de Lehman Brothers. Ciertamente, las encuestas y la evidencia anecdótica apuntaban a que las existencias se habían gestionado de manera muy estricta a lo largo de la cadena de producción desde 2010 hasta mediados de 2011, ya que las empresas habían mantenido una actitud prudente en relación con el efectivo.

No obstante, cuando los sustanciales flujos de aumentos netos de existencias observados a mediados de 2011 coincidieron con un marcado deterioro de las perspectivas de negocio, las empresas volvieron a valorar con rapidez, en unos pocos meses, sus niveles de existencias. Según los datos de las encuestas de opinión de la Comisión Europea (véase gráfico C), la valoración de los niveles de existencias estaban próximos a su media histórica,

Gráfico C Nivel de existencias en las manufacturas (productos terminados) y en el comercio minorista

(saldos de las encuestas de opinión; datos mensuales)



Fuente: Comisión Europea.

Nota: Valoración de los niveles de existencias «en comparación con los niveles normales» realizada por los participantes en las encuestas.

tras haberse situado en mínimos históricos durante más de un año. Asimismo, al igual que a finales de 2008, al cierre de 2011 las encuestas a los directores de compras (PMI) apuntaban a una mayor des-
acumulación (o menor acumulación) de existencias en los productos intermedios y en el comercio
minorista que en las existencias de productos terminados de las manufacturas.

Según los datos de contabilidad nacional, esta nueva situación condujo a una rápida desaceleración del
ritmo de acumulación de existencias, e incluso a una ligera des-
acumulación en el cuarto trimestre de 2011⁵, lo que implicó una fuerte contribución negativa al crecimiento, de 0,7 puntos porcentuales,
en el segundo trimestre de 2011, mientras que el PIB cayó solo 0,2 puntos porcentuales en el mismo
período. Después de que se estabilizara el ritmo de des-
acumulación durante el primer semestre de 2012, se aceleró ligeramente de nuevo en la segunda mitad de 2012. En el segundo semestre de 2011,
el PIB disminuyó 0,7 puntos porcentuales y la contribución de las existencias al crecimiento del PIB
fue negativa (-0,4 puntos porcentuales).

Situación y perspectivas a comienzos de 2013

En un entorno en que, en líneas generales, las existencias son bastante reducidas a lo largo de la
cadena de producción, parece poco probable que continúe el ritmo actual de des-
acumulación. Así
pues, en el futuro próximo las contribuciones de las existencias al crecimiento podrían ser más posi-
tivas, aunque esto dependerá de otros factores, como la reducción de la incertidumbre. De acuerdo
con las encuestas PMI más recientes, puede que la des-
acumulación de existencias esté ya moderán-
dose. Del mismo modo, las encuestas de opinión de la Comisión Europea sugieren que actualmente
se considera que las existencias se encuentran significativamente por debajo de su media histórica
tanto en las manufacturas (productos terminados) como en el comercio minorista.

5 El hecho de que la ralentización del ritmo de des-
acumulación mostrado por la encuesta PMI desde el segundo semestre de 2011 sea más
lenta que la indicada en los datos de contabilidad nacional refleja el cálculo imperfecto de las existencias en ambas fuentes de datos; además,
las revisiones de las cifras de contabilidad nacional podrían reducir finalmente la diferencia que puede observarse actualmente.

COMERCIO EXTERIOR

En un contexto de atonía de la actividad económica en la zona del euro y a escala mundial, el comercio
de la zona se contrajo en el cuarto trimestre de 2012. Las importaciones y las exportaciones de bienes y
servicios se redujeron un 0,9 %, en tasa intertrimestral (véase gráfico 50), lo que se tradujo en una con-
tribución nula de la demanda exterior neta al crecimiento del PIB real de la zona del euro. Las exporta-
ciones de la zona del euro se vieron respaldadas por la solidez de la demanda de las economías de la
OPEP, ricas en materias primas, y, en menor medida, de Asia. Por otra parte, se mantuvo la debilidad de
las exportaciones a los Estados Unidos.

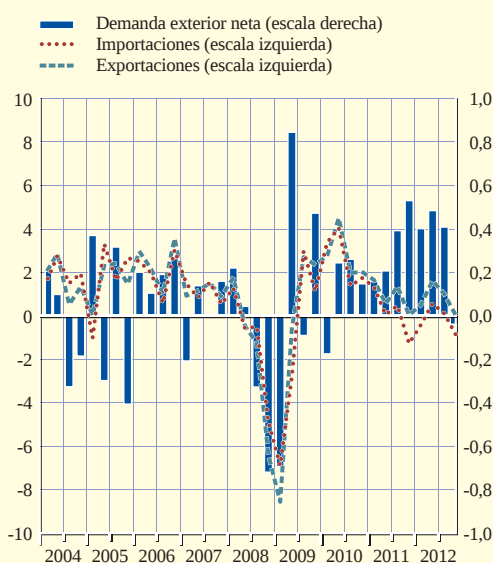
Desde una perspectiva de largo plazo, desde mediados de 2010 el comercio exterior ha contribuido de
forma sostenida y significativa al crecimiento del PIB real de la zona del euro, ya que las exportaciones
han superado a las importaciones. Este hecho refleja, principalmente, el diferencial de crecimiento ne-
gativo entre la zona del euro y sus principales socios comerciales, así como la depreciación efectiva real
del tipo de cambio del euro durante la mayor parte de este período. Esta tendencia se ha observado de
forma generalizada en las principales categorías de productos y ha sido especialmente evidente en las
categorías de bienes de equipo y de consumo.

Las perspectivas a corto plazo para el comercio de la zona del euro siguen estando sujetas a una elevada
incertidumbre, lo que queda reflejado en los indicadores de opinión disponibles. Según la Comisión

Europea, los niveles de las carteras de pedidos exteriores aumentaron levemente en febrero, pero se mantuvieron por debajo de su media de largo plazo. Al mismo tiempo, el índice PMI de nuevos pedidos exteriores ha mostrado señales más claras de mejora en los últimos meses, y, en febrero, se ha situado por encima de 50, el umbral de expansión, por primera vez desde junio de 2011. En general, estos indicadores continúan apuntando a unas perspectivas a corto plazo poco favorables para las exportaciones de la zona del euro. Sin embargo, se espera que la recuperación gradual de la economía mundial respalde las exportaciones en los próximos meses. Las perspectivas a corto plazo de las importaciones siguen viéndose frenadas por la debilidad del dinamismo subyacente del crecimiento en la zona del euro, a pesar de los positivos efectos sobre los precios de la reciente apreciación del euro, que debería traducirse en una pequeña contribución positiva de la demanda exterior neta al crecimiento del PIB a principios de 2013.

Gráfico 50 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.

4.2 PRODUCTO POR RAMAS DE PRODUCCIÓN

Si se analiza el lado de las cuentas nacionales correspondiente a la producción, el valor añadido total ha seguido cayendo desde el cuarto trimestre de 2011 y se ha contraído un 0,5 % en el cuarto trimestre de 2012, tras experimentar descensos del 0,1 %, aproximadamente, en los tres trimestres anteriores. La contracción del valor añadido en el cuarto trimestre del año pasado fue generalizada en todos los sectores.

Desde una perspectiva de largo plazo, la evolución ha sido notablemente diferente entre los distintos sectores desde los niveles máximos alcanzados en 2007-2008. En el cuarto trimestre de 2012, el valor añadido de la industria (excluida la construcción) seguía estando un 8 % por debajo del máximo registrado a finales de 2007, mientras que el valor añadido de la construcción se situaba un 20 % por debajo de su cota máxima. Por el contrario, el valor añadido de los servicios estaba ligeramente por encima del nivel máximo alcanzado a principios de 2008.

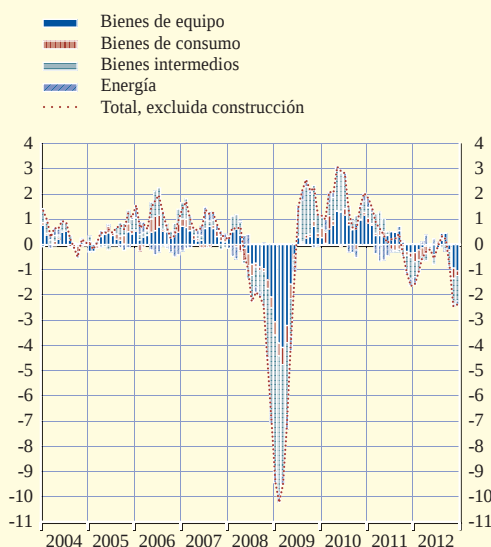
Los indicadores de corto plazo apuntan a un nuevo retroceso del valor añadido en el primer trimestre de 2013, pero menos acusado que el observado en el cuarto trimestre de 2012.

INDUSTRIA EXCLUIDA LA CONSTRUCCIÓN

El valor añadido de la industria, excluida la construcción, se redujo un 0,3 %, en tasa intertrimestral, en el cuarto trimestre de 2012, tras una ligera subida del 0,1 % en el trimestre anterior. La producción también disminuyó de forma pronunciada en el cuarto trimestre, después de registrar un pequeño aumento en el trimestre precedente (véase gráfico 51). El deterioro de la producción fue el mayor observado desde la recesión de 2008-2009. La producción en las principales ramas de actividad cayó en el cuarto trimestre del año pasado.

Gráfico 51 Crecimiento de la producción industrial y contribuciones

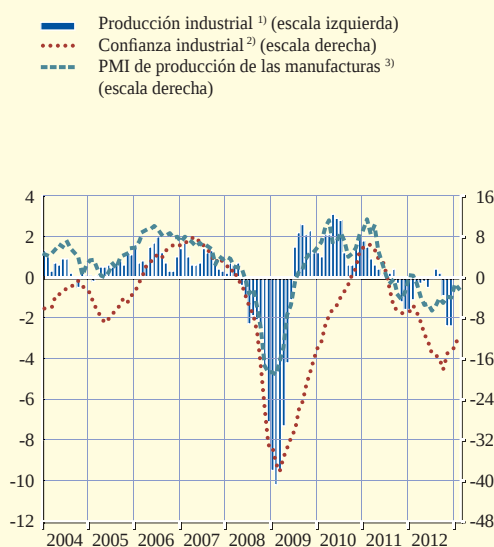
(tasa de crecimiento y contribuciones en puntos porcentuales; datos mensuales desestacionalizados)



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 52 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.

De cara al futuro, los indicadores de corto plazo sugieren el mantenimiento de la debilidad en la industria en el primer trimestre de 2013. Aunque el indicador de confianza industrial de la Comisión Europea mejoró en los dos primeros meses de este año, en comparación con el trimestre anterior este indicador permaneció en un nivel reducido (véase gráfico 52). El índice PMI de producción de las manufacturas también aumentó al inicio del año, frente al cuarto trimestre del año pasado, pero en los dos primeros meses de 2013 se mantuvo por debajo de 50, el umbral teórico de expansión. La encuesta de la Comisión Europea correspondiente a febrero sobre la valoración que hacen las empresas de sus carteras de pedidos y de sus expectativas sobre dichas carteras en los tres meses siguientes registró una mejora, al igual que la encuesta Markit sobre las carteras de pedidos.

CONSTRUCCIÓN

En el cuarto trimestre de 2012, el valor añadido de la construcción registró un crecimiento negativo por séptimo trimestre consecutivo. Durante este período, el valor añadido ha caído casi un 6%. Los indicadores de corto plazo apuntan al mantenimiento de una evolución débil 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 1,6% en diciembre, lo que supone un comienzo desfavorable para el primer trimestre de 2013, debido a un efecto de arrastre negativo. A principios de 2013, el índice PMI de producción de la construcción y el indicador de confianza empresarial de la Comisión Europea mejoraron, partiendo de niveles bajos, pero siguieron señalando una contracción de la actividad. Se observaron también mejoras similares en indicadores adelantados, tales como las encuestas de nuevos pedidos y la valoración de las carteras de pedidos por parte de las empresas.

SERVICIOS

El valor añadido del sector servicios experimentó un ligero descenso, en tasa intertrimestral, en el último trimestre de 2012, tras haber mostrado un crecimiento nulo en los cuatro trimestres anteriores. Entre el tercer trimestre de 2009 y el cuarto trimestre de 2012 (es decir, el período posterior al final de la recesión de 2008) el crecimiento intertrimestral de los servicios fue, en promedio, considerablemente más bajo que el de la industria, excluida la construcción (con una media del 0,2 % y el 0,8 %, en tasa intertrimestral, respectivamente). Los últimos datos sugieren que el reciente descenso fue relativamente más pronunciado en los servicios de mercado, donde el valor añadido se contrajo un 0,3 %, en términos intertrimestrales, en el último trimestre de 2012, mientras que el valor añadido en los servicios predominantemente de no mercado (que incluyen la administración pública, la educación, la sanidad y los servicios sociales) mostró una pequeña subida en términos intertrimestrales.

De cara al futuro, las encuestas señalan una atonía continua de la actividad en el sector servicios en el primer trimestre de 2013, aunque se espera que la tasa de descenso se ralentice en cierta medida. Mientras que el índice PMI de actividad de los servicios se mantuvo por debajo de 50, el umbral teórico de expansión, en los dos primeros meses de 2013, su nivel ha mejorado desde el último trimestre de 2012. El indicador de confianza de los servicios también sugiere una relativa mejora de la actividad en este sector en el primer trimestre de 2013.

4.3 MERCADO DE TRABAJO

La situación de los mercados de trabajo de la zona del euro ha seguido deteriorándose en los últimos trimestres, en un entorno de debilidad de la actividad económica y de los ajustes laborales en marcha en varios países de la zona del euro. Los indicadores adelantados, como los basados en encuestas, no señalan ninguna mejora en los próximos meses.

Cuadro II Crecimiento del empleo

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

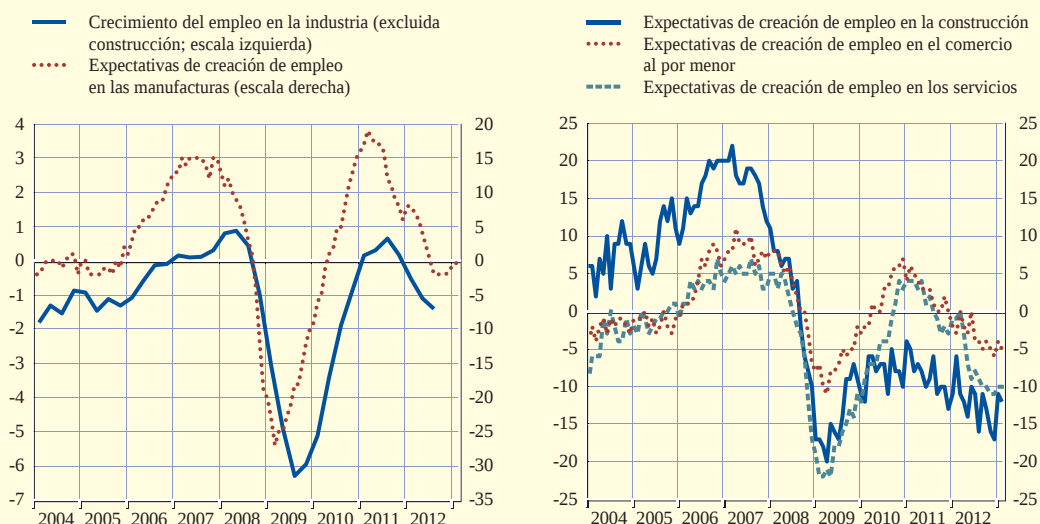
	Personas					Horas				
	Tasas interanuales		Tasas intertrimestrales			Tasas interanuales		Tasas intertrimestrales		
	2010	2011	2012 I	2012 II	2012 III	2010	2011	2012 I	2012 II	2012 III
Total de la economía	-0,5	0,3	-0,3	0,0	-0,2	0,0	0,2	-0,3	-0,6	-0,2
Del cual:										
Agricultura y pesca	-1,1	-2,2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

Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

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

Gráfico 53 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.

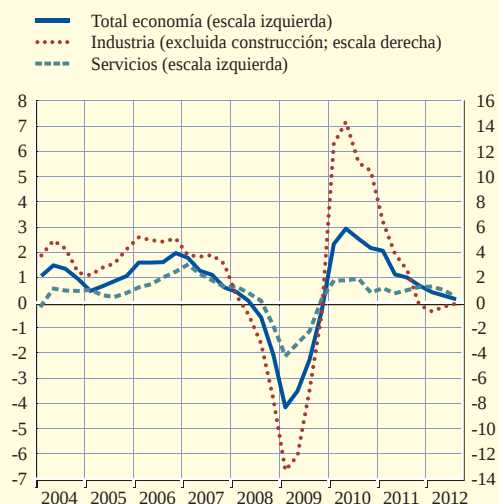
El total de horas trabajadas disminuyó un 0,2 % en el tercer trimestre 2012, continuando el declive observado en los tres trimestres anteriores (véase cuadro 11). A nivel sectorial, las horas trabajadas registraron un fuerte descenso en la construcción y en la industria (excluida la construcción), mientras que se observó un ligero aumento en los servicios.

El empleo registrado se redujo en el tercer trimestre de 2012, tras haberse mantenido estable en el segundo trimestre. Las pérdidas de empleo se concentraron en la construcción y en las actividades inmobiliarias, así como en las actividades financieras y de seguros, y el empleo solo creció en las actividades artísticas y de entretenimiento.

Las encuestas sugieren que es probable que la creación de empleo se haya deteriorado adicionalmente en el cuarto trimestre de 2012 y a comienzos de 2013, principalmente como consecuencia de la falta de dinamismo de la actividad económica en la zona del euro. Concretamente, el PMI compuesto relativo a las expectativas de empleo (que comprende tanto las manufacturas como los servicios) se mantuvo por debajo del umbral de expansión en el cuarto trimestre 2012, así como en los tres primeros meses de 2013. Las encuestas de opinión de la Comisión Europea presentan un panorama similar (véase gráfico 53).

Gráfico 54 Productividad del trabajo por persona ocupada

(tasas de variación interanual)



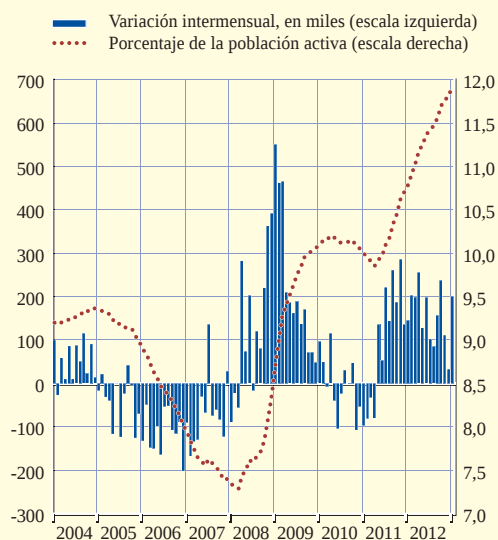
Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

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 0,1% en el tercer trimestre de 2012 (véase gráfico 54). El crecimiento de la productividad por hora trabajada también cayó, aunque a un ritmo más moderado y partiendo de un nivel más elevado. Se prevé que el crecimiento de la productividad mantenga su debilidad en el cuarto trimestre de 2012 y a principios de 2013, debido a la atonía de la actividad económica.

La tasa de desempleo aumentó 0,1 puntos porcentuales, hasta el 11,9% en enero de 2013, alcanzando los niveles más altos registrados desde que se inició la serie. La tasa de paro ha registrado un incremento de 2 puntos porcentuales desde abril de 2011, momento en que comenzó a subir (véase gráfico 55). La falta de creación de empleo, junto con los pobres resultados de las encuestas, sugiere un nuevo avance del paro en el corto plazo.

Gráfico 55 Desempleo

(datos mensuales desestacionalizados)



Fuente: Eurostat.

4.4 PERSPECTIVAS DE LA ACTIVIDAD ECONÓMICA

Por lo que se refiere a 2013, los datos e indicadores recientes sugieren que la actividad económica debería empezar a estabilizarse en el primer semestre del año. En la segunda mitad del año debería comenzar una recuperación gradual, en la que el crecimiento de las exportaciones se beneficiaría del fortalecimiento de la demanda mundial, y la demanda interna se vería apoyada por el tono acomodaticio de la política monetaria. Además, la mejora de los mercados financieros registrada a partir de julio del año pasado y la aplicación continua de reformas estructurales deberían empezar a influir en la economía. Al mismo tiempo, los necesarios ajustes de los balances en los sectores público y privado y las restrictivas condiciones crediticias asociadas continuarán afectando a la actividad económica.

Esta valoración queda reflejada también en las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE de marzo de 2013, que prevén que el crecimiento interanual del PIB real se sitúe, en promedio, en un intervalo comprendido entre el -0,9% y el -0,1% en 2013, y entre el 0% y el 2% en 2014. En comparación con las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema de diciembre de 2012, los intervalos se han revisado ligeramente a la baja. La revisión correspondiente a 2013 refleja en gran medida un efecto de arrastre más negativo derivado del resultado del PIB real en el cuarto trimestre de 2012, mientras que la senda de recuperación prevista se mantiene prácticamente inalterada (véase también recuadro 5).

Los riesgos en torno a las perspectivas económicas de la zona del euro siguen siendo bajistas. Estos riesgos están relacionados con la posibilidad de una demanda interna y unas exportaciones más débiles de lo esperado y con la aplicación lenta o insuficiente de las reformas estructurales en la zona del euro. Estos factores tienen el potencial de frenar la mejora de la confianza y, por tanto, retrasar la recuperación.

Recuadro 5

PROYECCIONES MACROECONÓMICAS ELABORADAS POR LOS EXPERTOS DEL BCE PARA LA ZONA DEL EURO

A partir de los datos disponibles hasta el 22 de febrero de 2013, los expertos del BCE han elaborado una serie de proyecciones sobre la evolución macroeconómica de la zona del euro¹. De acuerdo con estas proyecciones, el crecimiento medio anual del PIB real se situará en un intervalo comprendido entre el -0,9 % y el -0,1 % en 2013, y entre el 0,0 % y el 2,0 % en 2014. La inflación se situará entre el 1,2 % y el 2,0 % en 2013, y entre el 0,6 % y el 2,0 % en 2014.

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 energéticas y no energéticas se basan en las expectativas de los mercados hasta el 14 de febrero de 2013.

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 0,3 % en 2013 y del 0,5 % 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 3,2 % en 2013 y del 3,6 % en 2014. Como reflejo de la trayectoria de los tipos de interés de mercado a plazo 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 de interés medios aplicados por las entidades a los préstamos concedidos al sector privado no financiero de la zona del euro toquen fondo en el primer semestre de 2013 y que posteriormente suban gradualmente. Se prevé que las condiciones de oferta de crédito sigan afectando negativamente, por lo general, a la actividad económica de la zona del euro en 2013 y que sean más 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 114,1 dólares estadounidenses en 2013 y 106,8 en 2014. Se estima que los precios de las materias primas no energéticas en dólares estadounidenses² se incrementarán en un 1,2 % en 2013 y en un 2,3 % en 2014.

Se parte del supuesto de que, durante el horizonte 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, 14 de febrero de 2013, lo que implica que el tipo de cambio entre el euro y el dólar estadounidense se situará en 1,35 en 2013 y en 2014, lo que supone un incremento desde el nivel de 1,29 dólares estadounidenses de 2012. El tipo de cambio efectivo del euro se apreciará en un 4,2 % en 2013 y en un 0,1 % en 2014.

- 1 Las proyecciones macroeconómicas de los expertos del BCE complementan las proyecciones macroeconómicas del Eurosistema, que elaboran conjuntamente los expertos del BCE y los de los bancos centrales nacionales de la zona del euro con periodicidad semestral. Las técnicas utilizadas son coherentes con las de las proyecciones del Eurosistema, descritas en la publicación titulada «A guide to Eurosystem staff macroeconomic projection exercises» (BCE, junio de 2001), que puede consultarse en el sitio web del BCE. 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 el sitio web del BCE.
- 2 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 relativos a otras materias primas reflejan los precios de los futuros hasta el primer trimestre de 2014 y, a partir de entonces, una evolución acorde con la actividad económica mundial.

Los supuestos relativos a la política fiscal se basan en las medidas que ya hayan sido aprobadas por los Parlamentos nacionales o que hayan sido concretadas con suficiente detalle por los Gobiernos y cuya aprobación sea probable tras su tramitación legislativa. Aunque en 2013 se han aplicado, o se espera que se apliquen, importantes medidas de consolidación, entre las que se cuentan tanto subidas de impuestos como rebajas del gasto, los supuestos para 2014 solo incluyen hasta ahora medidas de consolidación fiscal muy limitadas.

Proyecciones relativas al entorno internacional

El crecimiento del PIB real mundial (excluida la zona del euro) repuntará gradualmente durante el horizonte temporal de las proyecciones desde el 3,7% registrado en 2012 hasta el 3,8% en 2013, y en mayor medida en 2014, hasta el 4,4%. Las expectativas de este repunte gradual se basan en los resultados de las encuestas del índice de gestores de compras (PMI) (excluida la zona del euro), que en los últimos meses han aumentado hacia sus niveles medios a largo plazo, lo que apunta a una mejora del clima empresarial. Por otra parte, las condiciones de los mercados financieros mundiales han seguido mejorando, como muestran el aumento de los precios de los mercados bursátiles, la menor volatilidad de los mercados financieros y la reducción de los diferenciales de los principales mercados financieros. Sin embargo, las perspectivas a medio plazo para las principales economías avanzadas siguen siendo moderadas. A pesar de los progresos logrados en el reequilibrio de la deuda del sector privado, el nivel de endeudamiento de los hogares sigue siendo elevado en las economías avanzadas, mientras que la necesidad de medidas fiscales más estrictas obstaculizaría las perspectivas de crecimiento para los próximos años. Al mismo tiempo, se prevé que el crecimiento en las economías emergentes siga siendo sólido. De acuerdo, en líneas generales, con las perspectivas de crecimiento mundial, se espera que la demanda externa de la zona del euro aumente en un 3,5% en 2013 y en un 6,3% en 2014, tras el 3,2% registrado en 2012.

Proyecciones relativas al crecimiento del PIB real

El PIB real de la zona del euro descendió en un 0,6% en el cuarto trimestre de 2012, tras un descenso del 0,1% en el tercer trimestre y del 0,2% en el segundo trimestre. La demanda interna de la zona del euro registró un descenso significativo en el cuarto trimestre del año, debido a la caída del consumo privado y de la inversión. Las exportaciones también se redujeron, como reflejo de la debilidad de la evolución del comercio observada a finales del año pasado.

Respecto al futuro, se espera que el crecimiento del PIB real se estabilice en el primer semestre del próximo año y que se recupere gradualmente a partir del segundo semestre de 2013. En 2013, es probable que un repunte gradual de las exportaciones —apoyado por una evolución más favorable de la demanda externa, compensado solo en parte por pérdidas de la competitividad debidas a la apreciación del euro— represente un estímulo positivo para el crecimiento. También se prevé que la recuperación se vea respaldada por un impacto favorable de la orientación acomodaticia de la política monetaria de la demanda privada interna, así como por el efecto positivo en la renta real disponible de un descenso de la inflación, que a su vez está determinado en parte por la apreciación del euro y en parte por el supuesto de bajada de los precios de las materias primas. No obstante, se espera que persista la debilidad de la demanda interna, relacionada con el mantenimiento generalizado de los bajos niveles de confianza, así como con las necesidades de desapalancamiento y de consolidación fiscal que siguen existiendo en algunos países, y que la demanda interna se recupere gradualmente durante el horizonte temporal contemplado por las proyecciones. En conjunto, se espera que la recuperación prevista siga siendo moderada, en términos de patrones históricos, y que ello se traduzca en una brecha de producción negativa durante la totalidad del período considerado en las proyecciones. Se estima que la tasa de crecimiento anual del PIB real se situará entre el -0,9% y el -0,1% en 2013 y entre el 0,0% y el 2,0% en 2014.

Cuadro A Proyecciones macroeconómicas para la zona del euro

(tasas medias de variación anuales) ¹⁾

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

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.

Considerando los componentes de la demanda con mayor detalle, se proyecta que el crecimiento de las exportaciones a países no pertenecientes a la zona del euro cobre impulso durante 2013 y que se mantenga posteriormente. Estas perspectivas se basan en el fortalecimiento gradual de la demanda externa de la zona del euro, aunque se estima que podrían verse moderadas en parte por pérdidas de competitividad debidas a la apreciación del euro. Respecto a la inversión empresarial, tras un posible descenso en el último trimestre de 2012, se prevé que vuelva a debilitarse ligeramente en el primer semestre de 2013, debido a los niveles aún relativamente débiles de la confianza, la reducida utilización de la capacidad productiva, la fragilidad de las perspectivas de la demanda y las adversas condiciones de oferta de crédito en algunos países. Tras haber registrado niveles históricamente bajos, la inversión empresarial, como porcentaje del PIB, repuntará a partir del segundo semestre de 2013, apoyada por el fortalecimiento gradual de la demanda interna y externa y por el muy bajo nivel de los tipos de interés. La inversión residencial descenderá en mayor medida durante los próximos trimestres como resultado de la debilidad del crecimiento de la renta disponible, de la todavía frágil y tímida recuperación de la confianza de los consumidores y de los ajustes adicionales necesarios en el mercado de la vivienda de algunos países. Se prevé que estos efectos adversos neutralicen con creces el efecto del 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 durante el horizonte temporal de las proyecciones, como consecuencia de las medidas de consolidación fiscal esperadas en varios países de la zona del euro.

El consumo privado se redujo en el cuarto trimestre de 2012, posiblemente como reflejo del acusado descenso de la renta real disponible, solo compensado parcialmente por una disminución de la tasa de ahorro, debido a que los hogares trataron de moderar su consumo. Se espera que el consumo privado siga descendiendo en el primer semestre de 2013 y que se recupere ligeramente en el segundo semestre del año, como reflejo, principalmente, del patrón de crecimiento de la renta real disponible. En 2014, se proyecta que el consumo privado cobre impulso debido a un repunte de las rentas del trabajo a medida que mejoren las condiciones de los mercados laborales y disminuya el impacto adverso de las medidas de consolidación fiscal. No obstante, se espera que un aumento de la tasa de ahorro —consecuencia de la persistencia de las elevadas tasas de desempleo y de la necesidad de reducir el endeudamiento de los hogares— frene la recuperación del consumo privado en 2014. El consumo público descenderá en 2013, debido a los esfuerzos de consolidación fiscal, y aumentará moderadamente en 2014.

Las importaciones provenientes de fuera de la zona repuntarán desde su reciente situación de debilidad durante 2013 y el período posterior, como reflejo de la recuperación gradual de la demanda total. Teniendo en cuenta la mayor fortaleza del crecimiento de las exportaciones en relación con el de las

importaciones, se espera que la demanda exterior neta contribuya positivamente al crecimiento del PIB durante el horizonte temporal de las proyecciones, aunque en menor medida que en 2012. Se prevé que el actual superávit de la balanza por cuenta corriente se incremente durante el horizonte temporal de las proyecciones debido a un aumento del superávit comercial.

Proyecciones sobre precios y costes

Se espera que la tasa de inflación interanual medida por el IAPC, que, según la estimación preliminar de Eurostat, se situó en febrero de 2013 en el 1,8%, se reduzca adicionalmente durante 2013, como consecuencia del acusado descenso proyectado de las tasas anuales de la inflación de

los precios de la energía y, en menor medida, de la bajada de la inflación de los precios de los alimentos, desde los elevados niveles registrados en 2012. El descenso proyectado de la inflación de los precios energéticos refleja en parte efectos de base a la baja relacionados con la desaparición esperada del efecto de los pasados incrementos de los precios del petróleo, así como con el supuesto de su descenso gradual durante el horizonte temporal de las proyecciones. Similarmente, el descenso proyectado de la inflación de los precios de los alimentos refleja efectos de base a la baja, a medida que el impacto de los recientes incrementos desaparezca, y el supuesto de que los precios internacionales y europeos de las materias primas alimentarias se modere ligeramente durante el horizonte de las proyecciones. La inflación medida por el IAPC, excluidos los alimentos y la energía, descenderá marginalmente en 2013, como consecuencia de la apreciación del euro y de la moderada evolución de la economía. De acuerdo con las proyecciones, esta medida de la inflación aumentará ligeramente en 2014, como reflejo de la modesta recuperación de la actividad. La inflación media anual medida por el IAPC descenderá desde el 2,5 % registrado en 2012 hasta un intervalo comprendido entre el 1,2 % y el 2,0 % en 2013, y continuará hasta situarse entre el 0,6 % y el 2,0 % en 2014.

Con mayor detalle, las presiones externas sobre los precios se han relajado ligeramente en los últimos meses debido a la apreciación del euro. Según las proyecciones, la tasa de crecimiento anual del deflactor de las importaciones descenderá en 2013 y se estabilizará ligeramente en 2014, de acuerdo con el supuesto de que el efecto a la baja de la apreciación del euro desaparecerá. Por lo que se refiere a las presiones internas sobre los precios, se prevé que la tasa de crecimiento anual de la remuneración por asalariado se mantenga en niveles moderados en 2013 y 2014 debido a la debilidad de la situación de los mercados laborales. Teniendo en cuenta el descenso proyectado de la inflación medida por los precios de consumo, se prevé que la remuneración real por asalariado se incremente gradualmente durante el horizonte de las proyecciones, tras los descensos registrados en 2011 y 2012. El crecimiento de los costes laborales unitarios se mantendrá relativamente elevado en 2013, debido a que el crecimiento de la productividad será sustancialmente menor que el de los salarios. Atendiendo al repunte del crecimiento de la productividad esperado en 2014, como reflejo de una recuperación de la actividad más rápida que la del empleo, se espera un descenso del crecimiento de los costes laborales unitarios. El indicador del margen de beneficio, calculado como la ratio entre el deflactor del PIB a precios básicos y el coste laboral unitario, registrará un ligero descenso adicional en 2013, tras la acusada caída observada en 2012, compensando el aumento relativamente fuerte de los costes laborales unitarios. Posteriormente, la desaceleración de los costes laborales unitarios y la mejora gradual de las condiciones económicas respaldarán una recuperación de los márgenes. Los incrementos de los precios administrados y de los impuestos indirectos que están incluidos en los planes de consolidación

Cuadro B Comparación con las proyecciones de diciembre de 2012

(tasas medias de variación anuales)

	2013	2014
PIB real, diciembre 2012	-0,9 – 0,3	0,2 – 2,2
PIB real, marzo 2013	-0,9 – -0,1	0,0 – 2,0
IAPC, diciembre 2012	1,1 – 2,1	0,6 – 2,2
IAPC, marzo 2013	1,2 – 2,0	0,6 – 2,0

fiscal aportarán una contribución importante a la inflación medida por el IAPC tanto en 2013 como en 2014, incluso si esta consolidación es ligeramente menor que en 2012.

Comparación con las proyecciones de diciembre de 2012

En comparación con las proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema publicadas en el Boletín Mensual de diciembre de 2012, el límite superior del intervalo de crecimiento del PIB real de la zona del euro previsto para 2013 se ha revisado a la baja. Esta revisión se explica principalmente por la debilidad de la evolución del PIB en el cuarto trimestre de 2012, que implica un efecto de arrastre automáticamente más negativo en la tasa media de crecimiento anual para 2013. Sin embargo, en términos generales, el perfil del crecimiento trimestral para 2013 no se ha revisado. El intervalo proyectado para el crecimiento medio anual del PIB real en 2014 se ha ajustado ligeramente a la baja. Por lo que se refiere a la inflación medida por el IAPC, el intervalo proyectado para 2013 es ligeramente más estrecho. Para 2014, el límite superior del intervalo es ligeramente inferior al de la proyecciones de diciembre de 2012, debido principalmente a la apreciación del tipo de cambio del euro.

Cuadro C 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	
		2013	2014	2013	2014
OCDE	Noviembre 2012	-0,1	1,3	1,6	1,2
Comisión Europea	Febrero 2013	-0,3	1,4	1,8	1,5
FMI	Enero 2013	-0,2	1,0	1,6	1,4
Encuesta a expertos en previsión económica	Febrero 2013	0,0	1,1	1,8	1,8
Consensus Economics Forecasts	Febrero 2013	-0,2	1,0	1,8	1,7
Barómetro de la zona del euro	Febrero 2013	-0,1	1,2	1,9	1,8
Proyecciones elaboradas por los expertos del BCE	Marzo 2013	-0,9 – -0,1	0,0 – 2,0	1,2 – 2,0	0,6 – 2,0

Fuentes: Previsiones económicas de invierno de 2013 de la Comisión Europea, actualización de las Perspectivas de la Economía Mundial del FMI, de enero de 2013, para el crecimiento del PIB real y Perspectivas de la Economía Mundial, de octubre 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.

Comparación con las previsiones de otras instituciones

Diversas instituciones, tanto organizaciones internacionales como organismos privados, han publicado previsiones para la zona del euro (véase el cuadro C). No obstante, estas previsiones no son estrictamente comparables entre sí ni con las proyecciones macroeconómicas de los expertos del BCE, ya que las fechas de cierre de los últimos datos utilizados por cada una de ellas no coinciden. Por otra parte, 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.

Según las previsiones actualmente disponibles elaboradas por otras organizaciones y organismos, el crecimiento del PIB real de la zona del euro se situará en intervalos comprendidos entre el -0,3% y el 0,0% en 2013, lo que se aproxima al límite superior del intervalo proyectado por los expertos del BCE. Las proyecciones disponibles para 2014 se sitúan en un intervalo comprendido entre el 1,0% y el 1,4%, que se encuadra dentro del proyectado por los expertos del BCE. Por lo que se refiere a la inflación, las previsiones disponibles sugieren que la inflación anual media medida por el IAPC se situará en un intervalo comprendido entre el 1,6% y el 1,9% en 2013, y entre el 1,2% and 1,8% en 2014, lo que se encuentra dentro de los intervalos proyectados por los expertos del BCE.

5 EVOLUCIÓN DE LAS FINANZAS PÚBLICAS

Según las previsiones económicas europeas de invierno de 2013 de la Comisión Europea, publicadas por primera vez de forma completa, se espera que continúen los esfuerzos de consolidación fiscal. Se prevé que el déficit de las Administraciones Públicas haya disminuido hasta el 3,5 % del PIB en 2012 y que siga reduciéndose en 2013 y 2014. Al mismo tiempo, se espera que la ratio de deuda aumente, aunque a un ritmo decreciente, hasta alcanzar el 95,2 % del PIB en 2014. Sigue siendo preciso realizar nuevos ajustes en las finanzas públicas, con el fin de reducir los riesgos para la sostenibilidad presupuestaria y afianzar la confianza en el funcionamiento de la UEM. Los países sujetos a un procedimiento de déficit excesivo (PDE) deben corregir sus déficits excesivos de acuerdo con las disposiciones del Pacto de Estabilidad y Crecimiento.

EVOLUCIÓN DE LAS FINANZAS PÚBLICAS EN 2012 Y 2013

Según las previsiones económicas europeas de invierno de 2013 de la Comisión Europea, publicadas por primera vez de forma completa, se espera que continúen los avances en la reducción de los desequilibrios presupuestarios, aunque a un ritmo ligeramente más lento de lo que se proyectó en las previsiones de otoño de 2012. Se prevé que el déficit presupuestario de las Administraciones Públicas pase del 4,2 % del PIB en 2011 al 3,5 % del PIB en 2012 (véanse cuadro 12 y gráfico 56). Esta reducción del déficit se debe a una subida de 0,9 puntos porcentuales registrada en la ratio de ingresos, hasta el 46,3 % del PIB en 2012 (debida, especialmente, a un aumento de la renta, la riqueza y los impuestos indirectos), mientras que la ratio de gasto aumentó marginalmente (véase gráfico 57). Se prevé que la ratio de deuda de las Administraciones Públicas de la zona del euro se haya incrementado en 5 puntos porcentuales, hasta el 93,1 % del PIB, como consecuencia, principalmente, de un ajuste déficit-deuda positivo (que refleja el apoyo financiero a los países de la zona del euro acogidos a un programa de asistencia y la ayuda pública al sector financiero) y de una ampliación del diferencial entre el tipo de interés de la deuda y la tasa de crecimiento (el denominado «efecto bola de nieve»), atribuibles al adverso entorno macroeconómico, mientras que se pronostica que la contribución del déficit primario al crecimiento de la deuda sea relativamente limitada. Si se compara con las previsiones de otoño de 2012, el aumento de la ratio de deuda en 2012 es más pronunciado, reflejando, principalmente, un déficit primario más elevado.

De cara al futuro, se prevé que el déficit público caiga hasta el 2,8 % del PIB en 2013 y ligeramente más, hasta el 2,7 % del PIB, en 2014 (véase cuadro 12). Se espera que los esfuerzos continuados de consolidación fiscal se vean favorecidos por unos ingresos más elevados (hasta 2013) y por recortes graduales del gasto discrecional (por ejemplo, sueldos y salarios, inversión pública y consumo intermedio). En cuanto a las

Cuadro 12 Evolución de las finanzas públicas de la zona del euro

(en porcentaje del PIB, Administraciones Públicas)

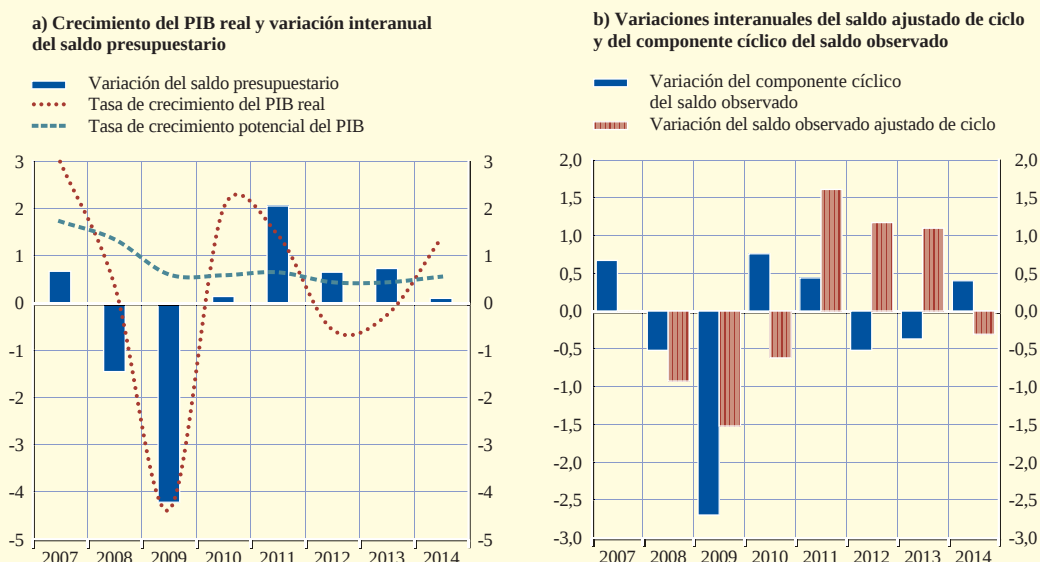
	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
a. Ingresos totales	45,0	44,9	44,8	45,4	46,3	46,8	46,5
b. Gastos totales	47,1	51,2	51,0	49,5	49,8	49,5	49,2
De los cuales:							
c. Gasto por intereses	3,0	2,9	2,8	3,0	3,1	3,1	3,1
d. Gasto primario (b - c)	44,1	48,4	48,1	46,5	46,7	46,5	46,2
Saldo presupuestario (a - b)	-2,1	-6,3	-6,2	-4,2	-3,5	-2,8	-2,7
Saldo presupuestario primario (a - d)	0,9	-3,5	-3,4	-1,1	-0,4	0,4	0,5
Saldo presupuestario ajustado de ciclo	-3,0	-4,5	-5,1	-3,5	-2,4	-1,3	-1,6
Deuda bruta	70,2	80,0	85,6	88,1	93,1	95,1	95,2
Pro memoria: PIB real (tasa de variación interanual)	0,4	-4,4	2,0	1,4	-0,6	-0,3	1,4

Fuentes: Previsiones económicas de invierno de 2013 de la Comisión Europea y cálculos del BCE.

Nota: Pueden producirse discrepancias, debido al redondeo.

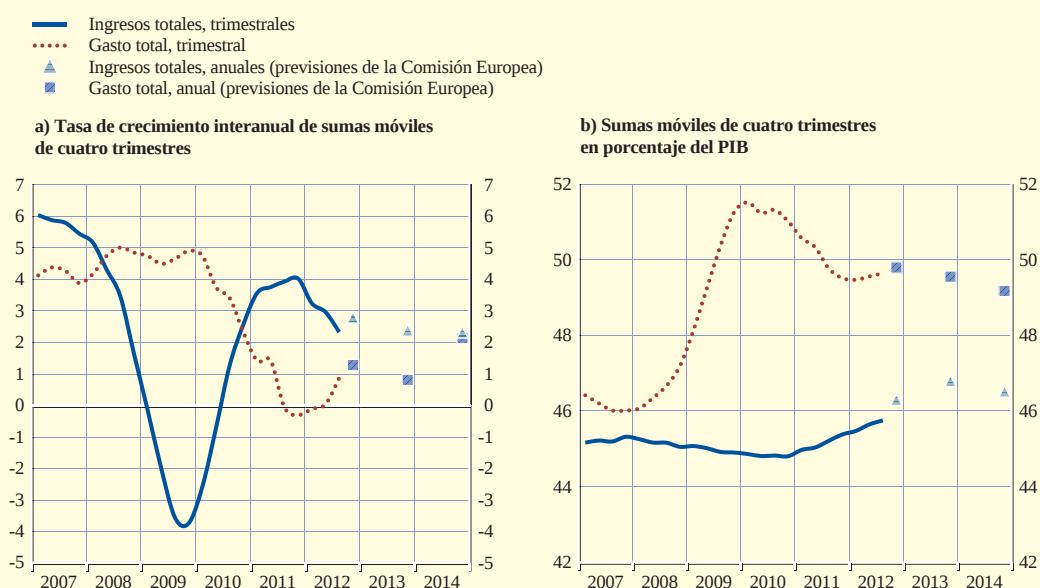
Gráfico 56 Determinantes de la evolución presupuestaria de la zona del euro

(en porcentaje del PIB; tasas de variación)



Fuentes: Previsiones económicas europeas de invierno de 2013 de la Comisión Europea y cálculos del BCE. Los datos se refieren al sector de Administraciones Públicas.

Gráfico 57 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, Eurostat y previsiones económicas de invierno de 2013 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 tercer trimestre de 2012 y las proyecciones anuales para 2012, 2013 y 2014 procedentes de las previsiones económicas europeas de invierno de 2013 de la Comisión Europea.

perspectivas de la deuda, se vaticina que la deuda de las Administraciones Públicas en relación con el PIB se incremente durante el horizonte de la proyección, aunque a menor ritmo. El alza prevista de la ratio de deuda se debe, principalmente, al impacto positivo y continuado, aunque en descenso, del diferencial entre el tipo de interés y la tasa de crecimiento, que refleja sobre todo una lenta recuperación del crecimiento del PIB a lo largo del horizonte de la proyección, y a una menor contribución del ajuste déficit-deuda (que supone la reducción de la asistencia financiera a otros países de la zona del euro), que los superávits primarios solo compensan parcialmente. Si se compara con las previsiones de otoño de 2012 de la Comisión, se estima que la ratio de deuda de las Administraciones Públicas de la zona del euro aumente en 2013 y en 2014 (en 0,6 puntos porcentuales y 0,9 puntos porcentuales, respectivamente).

EVOLUCIÓN DE LAS FINANZAS PÚBLICAS Y PLANES EN ALGUNOS PAÍSES

En los distintos países de la zona del euro se han realizado esfuerzos considerables para reducir los déficits, con el fin de corregir los déficits excesivos en los plazos previstos, a pesar de las importantes diferencias que existen entre ellos. Según las previsiones económicas de invierno de 2013 de la Comisión, Italia habrá corregido su déficit excesivo en el plazo de 2012 establecido en el PDE, mientras que es probable que Chipre, y posiblemente también Bélgica, no alcancen sus objetivos en 2012. Además, las previsiones de la Comisión indican que algunos países de la zona cuyos PDE establecen plazos para 2013 y años posteriores no corregirán sus déficit excesivos en las fechas acordadas si no llevan a cabo esfuerzos adicionales de consolidación estructural.

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 a un programa de la UE y el FMI, y en Chipre.

En Alemania, según datos preliminares de contabilidad nacional, el saldo presupuestario de las Administraciones Públicas arrojó un superávit de 2,2 mm de euros (0,1 % del PIB) en 2012, atribuible, principalmente, a la reducción del déficit público, excluida la Seguridad Social, y a un ligero incremento del superávit del sistema de Seguridad Social. Como consecuencia de esta mejora del saldo presupuestario de las Administraciones Públicas, es probable que Alemania haya alcanzado su objetivo presupuestario estructural a medio plazo en 2012. Para 2013, el presupuesto de la Administración Central no prevé ninguna nueva medida fiscal importante.

En Francia, el Parlamento aprobó el 20 de diciembre de 2012 la Ley de Presupuestos correspondiente a 2013, que contiene medidas de consolidación fiscal que dependen principalmente de subidas impositivas equivalentes aproximadamente al 1,2 % del PIB. Sin embargo, el impuesto propuesto para los hogares con las rentas más altas (con un tipo impositivo del 75 %) ha sido cuestionado mientras tanto por el Consejo Constitucional. Según las previsiones de invierno de 2013 de la Comisión, se prevé que el déficit público alcance el 3,7 % del PIB en 2013, lo que quiere decir que el déficit excesivo no se corregirá en el plazo de 2013 establecido en el PDE, a no ser que se adopten medidas adicionales.

En cuanto a Italia, el 1 de marzo de 2013 el instituto nacional de estadística (ISTAT) publicó una primera estimación del déficit de las Administraciones Públicas, que lo cifraba en el 3 % del PIB en 2012. Si Eurostat lo confirma, supondría la derogación del procedimiento de déficit excesivo de Italia, que se había iniciado en 2009. Al mismo tiempo, según el ISTAT, la ratio de deuda alcanzó el 127 % del PIB en 2012. Estas estimaciones fueron confirmadas, en líneas generales, en las previsiones de invierno de 2013 de la Comisión.

En España, el Gobierno ha anunciado que el déficit de las Administraciones Públicas en 2012 —excluido el impacto del apoyo al sector bancario— fue del 6,7 % del PIB, frente al 9 % del PIB de 2011. Esta cifra fue superior al objetivo establecido en la última recomendación formulada en el marco del PDE

(6,3% del PIB), pero ligeramente inferior a las expectativas de la mayoría de los observadores externos. Las transferencias de capital que se registrarán como consecuencia de las inyecciones de capital del Gobierno destinadas a apoyar a los bancos en el contexto del programa de asistencia al sector financiero de España ascienden al 3,3 % del PIB, situando el déficit general de las Administraciones Públicas en 2012 en el 10 % del PIB. La recaudación tributaria gestionada por la Administración Central en 2012 (en términos de caja) fue acorde con las previsiones incluidas en los presupuestos públicos para 2013.

En los Países Bajos, las previsiones de invierno de 2013 de la Comisión pronostican un descenso del déficit de las Administraciones Públicas, desde el 4,1 % del PIB en 2012 hasta el 3,6 % del PIB en 2013. Las cifras previstas son ligeramente más altas que las publicadas recientemente por la Oficina de los Países bajos para el Análisis de las Políticas Económicas. Ambas proyecciones incluyen la nacionalización del banco SNS REAAL, anunciada el 1 de febrero de 2013, que aumentará el déficit en 0,6 puntos porcentuales, situándolo muy por encima del objetivo del PDE para 2013.

En Bélgica, se prevé que el déficit de las Administraciones Públicas supere el objetivo del PDE para 2012 si Eurostat decide que la recapitalización bancaria de Dexia que se llevó a cabo en diciembre de 2012 afectará negativamente al déficit correspondiente a 2012 (en un 0,8 % del PIB). Las previsiones de invierno de 2013 de la Comisión pronostican un déficit público del 3 % del PIB en 2012 (así como en 2013), que no incluye el efecto transitorio de la recapitalización bancaria.

En Grecia, el saldo primario de las Administraciones Públicas para 2012 en términos de caja —excluido el efecto del apoyo al sector financiero— registró un superávit de 434 millones de euros (0,2 % del PIB), mientras que el déficit total ascendió a 12,5 mm de euros (6,4 % del PIB), frente a 20,5 mm de euros (9,9 % del PIB) en 2011. La mejora respecto a ese año se debió al impacto de las medidas de consolidación adoptadas en el contexto del segundo programa de ajuste de la UE y el FMI, que compensó con creces los efectos negativos derivados del empeoramiento de la situación macroeconómica. El déficit de caja de las Administraciones Públicas también se situó muy por debajo de los objetivos presupuestarios para 2012, ya que la caída de los ingresos se contrarrestó ampliamente al no ejecutarse totalmente los gastos operativos y de inversión. Esta infraejecución se debió a las restrictivas condiciones de liquidez atribuibles al aplazamiento del segundo desembolso hasta mediados de diciembre de 2012 y a la acumulación de atrasos en los pagos, sobre todo en el sector sanitario. Al mismo tiempo, los datos de contabilidad nacional para el tercer trimestre de 2012 publicados por Eurostat apuntan a un deterioro de la situación de las finanzas públicas con respecto a 2011, con un déficit primario acumulado próximo al 4,7 % del PIB, en comparación con el déficit del 2,8 % del PIB correspondiente al mismo período de 2011. No obstante, este deterioro se debe exclusivamente al apoyo —clasificado como transferencia de capital— prestado por el Gobierno al sector bancario para la resolución del banco ATE; si no hubiera sido por este efecto, se habría constatado una mejora en la situación de las finanzas públicas de Grecia. Además, los avances en la mejora de la eficiencia de la Administración tributaria han seguido siendo muy lentos y varios indicadores fiscales clave correspondientes a finales de diciembre de 2012 no cumplieron los objetivos por un amplio margen. En cuanto a la política tributaria, como parte de la acción o hito para el desembolso del subtramo de enero, el Parlamento griego aprobó enmiendas a la actual legislación introduciendo las principales políticas que sustentarán las reformas del impuesto sobre la renta. Se espera que las reformas den lugar a un nuevo y completo código en esta materia, que tendrá que aprobar el Parlamento antes de finales de mayo de 2013. El avance en las reformas de la administración pública ha sido lento y se han producido retrasos muy significativos en la preparación de los planes de dotación de personal para los ministerios relevantes, que es un componente clave de la estrategia para mejorar la gestión de los recursos humanos en el sector público. Por último, en el contexto del hito para el desembolso del subtramo de febrero, el 18 de febrero el Parlamento aprobó

la actualización de la Estrategia Fiscal a Medio Plazo para 2013-2016, que toma en consideración el impacto de la iniciativa de recompra de deuda e introduce un techo de gasto de tres años para los ministerios relevantes y el sector sanitario. Los techos de gasto serán vinculantes para los próximos dos años.

En Portugal, si se excluye el impacto de la recapitalización bancaria, las autoridades esperan que el déficit se sitúe ligeramente por debajo del 5 % del PIB en 2012, en línea con el objetivo establecido en el programa de ajuste de la UE y el FMI. Esta estimación incluye los ingresos procedentes de la venta de una concesión aeroportuaria para la que aún no se ha decidido el tratamiento contable. En caso de que las autoridades estadísticas clasifiquen la venta como una operación no financiera sin impacto en el déficit, este se situaría en torno al 5,55 % del PIB.

En Irlanda, continúa la consolidación fiscal según lo previsto. Se espera que el déficit público de 2012 esté muy por debajo del objetivo establecido, favorecido por los abultados ingresos de diciembre. Los primeros datos de caja disponibles para 2013 confirman la fuerte tendencia recaudatoria, sugiriendo que Irlanda también sigue el buen camino para cumplir los objetivos durante el último año del programa de ajuste de la UE y el FMI. Además, la posición de financiación ha mejorado con la venta de activos del sector financiero (valores contingentes convertibles y Irish Life) y la reciente liquidación de IBRC.

En Chipre, los datos de caja indican un déficit cercano al 5 % del PIB en 2012. Según las previsiones de invierno de 2013 de la Comisión, se prevé que el déficit de las Administraciones Públicas se sitúe en el 5,5 % del PIB en 2012, lo que sugiere que no se cumplió el plazo fijado en el PDE. El Parlamento aprobó recientemente un importante paquete de ajuste presupuestario para el período 2013-2015, que incluye recortes en los salarios públicos y en las prestaciones sociales, así como subidas del IVA y de los impuestos especiales. Mientras tanto progresan las negociaciones con la Comisión Europea, el BCE y el FMI sobre el memorándum de entendimiento.

RETOS PARA LA POLÍTICA FISCAL

Los países de la zona del euro han realizado considerables esfuerzos para abordar sus necesidades de ajuste fiscal en los últimos años. Sin embargo, sigue siendo preciso llevar a cabo nuevos ajustes en las finanzas públicas, con el fin de reducir los riesgos para la sostenibilidad presupuestaria y restablecer la confianza en el funcionamiento de la UEM. La Comisión Europea publicó recientemente su Informe de Sostenibilidad Fiscal 2012, que ofrece una evaluación general de los retos para la sostenibilidad fiscal a partir de una amplia gama de indicadores. Esta publicación señala que el riesgo a corto plazo de tensiones fiscales parece haberse mitigado desde el último informe publicado en 2009, mientras que los retos a largo plazo para la sostenibilidad fiscal siguen siendo importantes en los países de la zona del euro, debido, entre otros factores, al impacto presupuestario del aumento de los gastos derivados del envejecimiento y a los considerables esfuerzos estructurales necesarios para reducir los niveles aún crecientes de deuda pública hacia el valor de referencia del 60 % del PIB. Si no se abordan de manera decisiva, cabe esperar que estos elevados niveles de deuda pública vayan en detrimento de las perspectivas de crecimiento de los países, como se ha analizado exhaustivamente en la literatura correspondiente (véase también el recuadro 6).

Para ayudar a restablecer la confianza en la sostenibilidad fiscal es, por tanto, esencial que las estrategias de consolidación fiscal en los países de la zona del euro garanticen una corrección oportuna de los déficits excesivos en línea con todos los compromisos adquiridos en el marco del Pacto de Estabilidad y Crecimiento reforzado. No existe ninguna alternativa viable a un ajuste fiscal riguroso. Así pues, en aquellos países con importantes brechas de consolidación es preciso adoptar con urgencia medidas

adicionales de consolidación estructural que permitan reducir el déficit presupuestario nominal por debajo del 3% del PIB de una manera sostenible. Al mismo tiempo, la composición y la calidad de la consolidación son relevantes de cara a su éxito general y a sus repercusiones macroeconómicas. Concretamente, las medidas presupuestarias deberían centrarse principalmente en recortar el consumo público improductivo (incluidas las reformas de las prestaciones). Las medidas impositivas deberían tener como objetivo los impuestos no distorsionantes para limitar sus repercusiones negativas sobre la inversión privada y el empleo. Si bien el Pacto de Estabilidad y Crecimiento brinda cierto margen a los países sujetos a acontecimientos económicos inesperados y adversos, cualquier decisión excepcional de conceder una ampliación de los plazos para corregir los déficits excesivos debería basarse en una evaluación prudente y acorde con el objetivo primordial de lograr la sostenibilidad de las finanzas públicas.

Recientemente se ha avanzado mucho en el reforzamiento del marco de gobernanza presupuestaria de la UE. En particular, el pacto fiscal como parte de un tratado intergubernamental entró en vigor el 1 de enero de 2013, tras haber sido ratificado por 12 países de la zona del euro. Por lo tanto, los elementos clave del pacto fiscal, como la regla de equilibrio presupuestario a nivel nacional con un mecanismo automático de corrección, tendrán que transponerse a la legislación nacional antes del 1 de enero de 2014. Además, los países de la zona del euro han hecho progresos en la aplicación de la disposición de la Directiva sobre los marcos presupuestarios nacionales, como parte del denominado «six-pack», aunque es preciso avanzar más antes de alcanzar la fecha límite para su aplicación plena a finales de 2013¹. Por otra parte, el 20 de febrero de 2013 las tres partes negociadoras (es decir, la Comisión Europea, la presidencia de la UE y el Parlamento Europeo) llegaron finalmente a un acuerdo sobre los reglamentos que componen el «two-pack», que se basan en una propuesta de la Comisión Europea publicada en noviembre de 2011. Uno de los reglamentos del «two-pack» prevé, entre otras cosas, un calendario para los borradores de presupuesto, según el cual la Comisión Europea puede solicitar un borrador de presupuesto revisado en caso de que los planes presupuestarios no sean acordes con los requerimientos del Pacto de Estabilidad y Crecimiento, así como requisitos reforzados de seguimiento para los países con déficit excesivo. Por lo que se refiere al reto de definir una hoja de ruta encaminada a lograr una unión económica y monetaria más profunda, en el Consejo Europeo celebrado los días 13 y 14 de diciembre de 2012 se realizaron ciertos avances, sobre todo con respecto al establecimiento de una unión bancaria. De cara a un futuro más lejano, es importante progresar con la hoja de ruta y permitir una mayor distribución de la soberanía, sobre todo en materia fiscal.

1 Véase también el artículo sobre «La importancia y la eficacia de los marcos fiscales nacionales en la UE», *Boletín Mensual*, BCE, febrero de 2013.

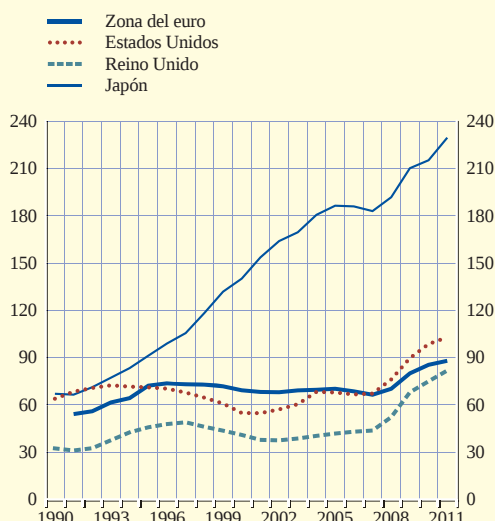
Recuadro 6

LOS EFECTOS DE UNA DEUDA PÚBLICA ELEVADA EN EL CRECIMIENTO

El endeudamiento de las Administraciones Públicas en las economías avanzadas se ha incrementado hasta alcanzar niveles raramente observados en tiempos de paz (véase gráfico A). Al mismo tiempo, ha aumentado la preocupación respecto al crecimiento a largo plazo de estas economías (véase gráfico B). Los ratios de deuda pública en relación con el PIB se han disparado tras la crisis económica y financiera, y es probable que se mantengan en cotas elevadas en el medio plazo. Además, en vista de los considerables pasivos implícitos relacionados con el coste del envejecimiento de la población, se observa en los mercados una creciente preocupación acerca de la sostenibilidad de las finanzas públicas a largo plazo en las economías avanzadas. Un factor agravante que han puesto de

Gráfico A Deuda pública bruta

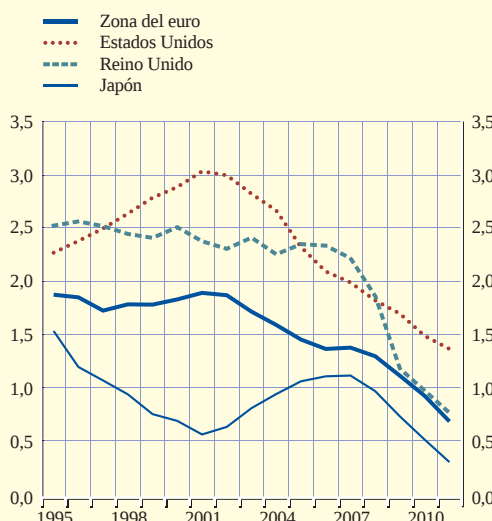
(en porcentaje del PIB)



Fuente: Perspectivas de la Economía Mundial, FMI, octubre de 2012.

Gráfico B Tasa media de crecimiento del producto potencial a cinco años

(tasas de variación interanual)



Fuente: Perspectivas de la Economía Mundial, FMI, octubre de 2012.

manifiesto estudios empíricos recientes es el efecto adverso que una deuda pública elevada puede tener en el crecimiento a largo plazo, especialmente cuando la ratio de deuda supera determinados umbrales. En este recuadro se examina la literatura cada vez más abundante que analiza el impacto de la deuda pública sobre el crecimiento.

La literatura teórica en torno a la cuestión de si la deuda pública tiene un impacto negativo sobre el nivel o la tasa de crecimiento del PIB per cápita está dividida¹. En los primeros trabajos² se sostenía que la deuda nacional sería una carga para las generaciones futuras, que se materializaría en forma de una disminución del flujo de rentas derivada de un menor *stock* de capital privado (ya que el aumento del endeudamiento público provoca un efecto de expulsión de la inversión privada). Según la hipótesis del «sobreendeudamiento»³, la deuda afecta negativamente al crecimiento económico, es decir, a partir de cierto nivel, el sobreendeudamiento empezará a ejercer presiones negativas sobre la disposición de los inversores a aportar capital. Algunos modelos de crecimiento endógeno muestran que la deuda pública puede tener un impacto positivo en el crecimiento, dependiendo del tipo de bienes públicos financiados con deuda, o hasta determinados límites cuando la deuda se utiliza para financiar capital productivo público⁴.

- 1 Los modelos de crecimiento exógeno solo permiten efectos sobre el nivel del PIB ante cambios en las variables de política fiscal. Sin embargo, los modelos de crecimiento endógeno sí permiten efectos sobre la tasa de crecimiento, al menos a lo largo de la senda de transición al estado estacionario
- 2 Véase F. Modigliani, «Long-Run Implications of Alternative Fiscal Policies and the Burden of the National Debt», *Economic Journal*, n.º 71 (284), 1961, pp. 730-755.
- 3 El término «sobreendeudamiento» fue acuñado por Krugman (1988) en relación con la deuda externa y se amplió a la deuda pública en modelos de crecimiento endógeno. Véase P. Krugman, «Financing vs. Forgiving a Debt Overhang», *NBER Working Paper*, n.º 2486, 1988.
- 4 Véanse J. Aizenman, K. Kletzer y B. Pinto, «Economic Growth with Constraints on Tax Revenues and Public Debt: Implications for Fiscal Policy and Cross-Country Differences», *NBER Working Paper*, n.º 12750, 2007; D. A. Aschauer, «Do States Optimize? Public Capital and Economic Growth», *Annals of Regional Science*, n.º 34, 2000, pp. 343-363; y C. Kamps, «Is there a lack of public capital in the European Union?», *EIB Papers*, 10/1, 2005, pp. 72-93.

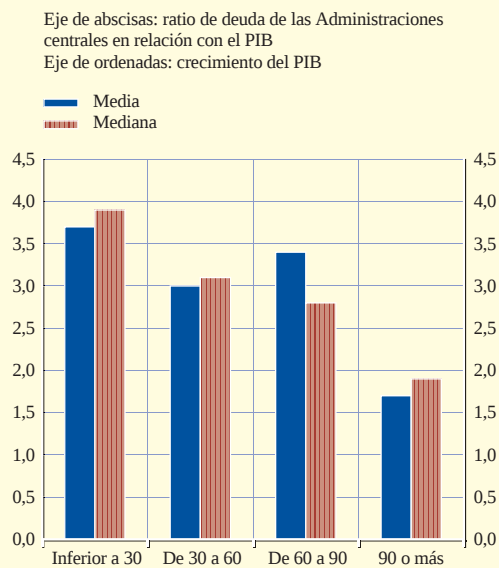
Hasta hace poco escaseaban los trabajos empíricos sobre la relación entre deuda y crecimiento, pero, desde que comenzó la crisis, este tema ha recibido una atención creciente. Varios estudios⁵ constatan una relación negativa entre la deuda pública y el crecimiento (per cápita) del PIB real, especialmente a partir de un determinado umbral (véase también el gráfico C, en el que se muestran estadísticos descriptivos relativos a las tasas de crecimiento del PIB real para distintos umbrales de deuda pública durante un período de tiempo muy largo (1790-2009), como se presentan en Reinhart y Rogoff, 2010).

Entre estos trabajos, el estudio realizado en doce países de la zona del euro⁶ encuentra evidencia de un efecto no lineal de la ratio inicial de deuda pública sobre el crecimiento posterior del PIB per cápita en el período 1970-2008. Por encima de un umbral de alrededor del 90%-100% del PIB, la deuda pública tiene, en promedio, un impacto negativo sobre el crecimiento a largo plazo. Para un período más reciente (1990-2010), otro trabajo⁷ sobre este tema con los mismos países de la zona del euro proporciona evidencia de que unas ratios de deuda pública de hasta aproximadamente el valor de referencia fijado en el Tratado de Maastricht no parecen tener un impacto perjudicial a corto plazo sobre el crecimiento del PIB real, mientras que se constata que, cuando las ratios de deuda son elevadas (superiores al 95 % del PIB) —en consonancia con resultados anteriores—, la deuda adicional tiene, en promedio, un efecto negativo estadísticamente significativo en el crecimiento a corto plazo.

Desde una perspectiva de política general, esta evidencia refuerza la importancia de reducir la deuda pública para restablecer la sostenibilidad de las finanzas públicas y, al mismo tiempo, respaldar las perspectivas de crecimiento económico a más largo plazo. La evidencia también apunta como adecuado el grado de prudencia incorporado en el valor de referencia de la deuda del 60 % del PIB establecido en Maastricht. Los países de la UE deberían tratar de reducir sus ratios de deuda hasta situarlos en ese nivel o incluso por debajo, con el fin de disponer de suficiente margen de seguridad en caso de que se produzcan nuevas crisis. En el entorno económico actual es esencial aplicar estrategias ambiciosas de reducción de la deuda. Si, por el contrario, los Gobiernos optan por posponer el ajuste fiscal, las perspectivas de crecimiento se verán socavadas y se impondrá una carga adicional a la sostenibilidad de las finanzas públicas.

Gráfico C Crecimiento del PIB real y deuda de las Administraciones centrales de algunas economías avanzadas, 1790-2009

(en porcentaje del PIB; tasas de variación interanual)



Fuente: Reinhart y Rogoff (2010).

5 Véanse C. M. Reinhart y K. S. Rogoff, «Growth in a Time of Debt», *NBER Working Paper*, n.º 15639, 2010; M. Kumar y J. Woo, «Public Debt and Growth», *IMF Working Paper*, n.º 10/174, 2010; y S. G. Cecchetti, M. S. Mohanty y F. Zampolli, «The Real Effects of Debt», *BIS Working Papers*, n.º 352, 2011.

6 C. Checherita y P. Rother, «The impact of high and growing government debt on economic growth: an empirical investigation in the euro area», *Working Paper Series*, n.º 1237, BCE, Fráncfort, agosto de 2010, publicado en *European Economic Review*, n.º 56, 2012, pp. 1392-1405.

7 A. Baum, C. Checherita-Westphal y P. Rother, «Debt and growth: new evidence for the euro area», *Working Paper Series*, n.º 1450, BCE, Fráncfort, julio de 2012, publicado en *Journal of International Money and Finance*, n.º 32, 2013, pp. 809-821.