

EVOLUCIÓN ECONÓMICA Y MONETARIA

I ENTORNO EXTERIOR DE LA ZONA DEL EURO

I.1 EVOLUCIÓN DE LA ECONOMÍA MUNDIAL

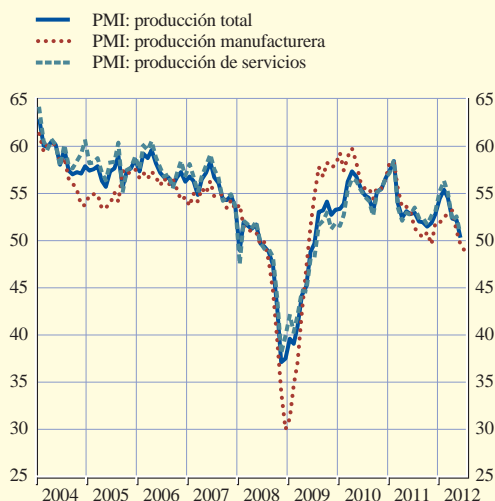
La recuperación de la economía mundial prosigue su curso, aunque a un ritmo desigual y gradual, y sigue estando sujeta a considerable fragilidad. Tras moderarse en el segundo trimestre de 2012, el débil dinamismo del crecimiento mundial parece haber continuado en el tercer trimestre del año, especialmente en Europa. La inflación mundial ha seguido moderándose en los últimos meses, principalmente como consecuencia del retroceso de los precios de las materias primas en el primer semestre del año.

El crecimiento de la economía mundial continúa siendo gradual, dispar según las regiones, y sigue estando sujeto a considerable fragilidad. La reciente publicación de las cifras de crecimiento del PIB real en el segundo trimestre, correspondientes a algunas de las principales economías, ha corroborado el flujo de indicadores económicos que sugerían una moderación del ritmo de crecimiento de la economía mundial. Según los últimos datos procedentes de las encuestas, la debilidad de la dinámica del crecimiento ha continuado hasta el comienzo del tercer trimestre de 2012, especialmente en Europa. En julio, el índice PMI global de producción del sector manufacturero registró un ligero descenso hasta 48,9, desde los 49,6 puntos de junio (véase gráfico 1). Europa siguió siendo la principal fuente de debilidad, pero el descenso del índice PMI también estuvo asociado a una caída del índice PMI global, excluida la zona del euro. En general, los persistentes impedimentos estructurales continúan frenando el ritmo de crecimiento en la mayoría de las economías avanzadas. En las economías emergentes, la actividad ha seguido aumentando a un ritmo más rápido que en las economías avanzadas, aunque el dinamismo del crecimiento también ha perdido impulso como consecuencia del anterior endurecimiento de las políticas y del debilitamiento de la demanda externa.

La inflación mundial ha seguido moderándose en los últimos meses. En los países de la OCDE, la inflación medida por los precios de consumo descendió hasta el 2% en el año transcurrido hasta junio, en comparación con el 2,1% observado en mayo y con el máximo del 3,3% registrado en septiembre del año pasado

Gráfico 1 PMI: producción mundial

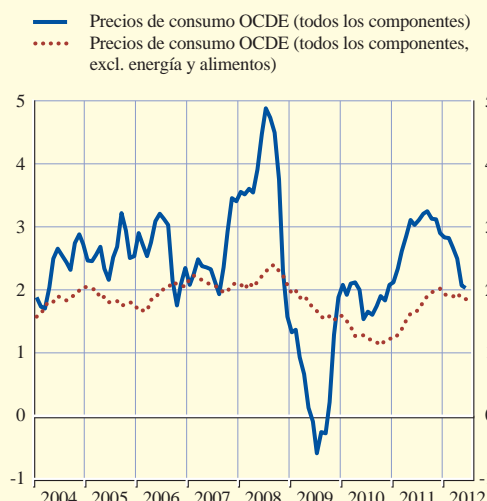
(índice de difusión; datos mensuales desestacionalizados)



Fuente: Markit.

Gráfico 2 Evolución internacional de los precios

(datos mensuales; tasas de variación interanual)



Fuente: OCDE.

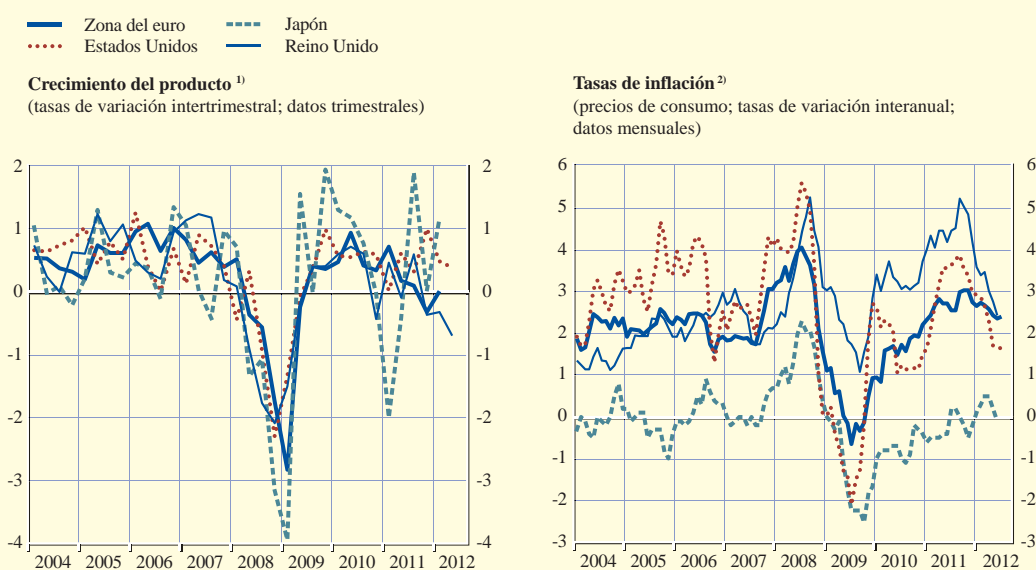
(véase gráfico 2). Excluidos la energía y los alimentos, la tasa de inflación interanual se redujo hasta el 1,8% en junio, desde el 1,9% de mayo. En varias economías emergentes, las tasas de inflación interanual han seguido descendiendo en junio.

ESTADOS UNIDOS

En Estados Unidos, el crecimiento económico experimentó una desaceleración en el segundo trimestre de 2012. La estimación de avance de la oficina de análisis económico (Bureau of Economic Analysis) indica que el PIB real creció a una tasa anualizada del 1,5% (0,4% en tasa intertrimestral) en el segundo trimestre de 2012, frente al 2% del trimestre anterior. La desaceleración se debió, principalmente, a un menor crecimiento del consumo —que se vio lastrado por un descenso del componente de bienes de consumo duradero— pero también a otra reducción del gasto público y a una contribución negativa de la demanda exterior neta (aunque tanto las exportaciones como las importaciones registraron una aceleración). Por otro lado, la contribución de las existencias se tornó positiva. Tanto la inversión no residencial como la residencial aumentaron sustancialmente en el segundo trimestre (aunque a un ritmo más lento que en el primer trimestre). La renta real disponible personal aumentó un 3,2% en el segundo trimestre, elevando la tasa de ahorro personal hasta el 4%, desde el 3,6% del primer trimestre. Los datos publicados incluyen revisiones de las cifras históricas hasta 2009, que indican que, en el período 2008-2011, el crecimiento del PIB real fue, en promedio, menor (un 0,3% en tasa anualizada, frente al 0,4% publicado anteriormente). La tasa de variación del PIB real se revisó al alza 0,4 puntos porcentuales para 2009, a la baja 0,6 puntos porcentuales para 2010 y al alza 0,1 puntos porcentuales para 2011, lo que indica que la recesión de 2009 fue menos pronunciada, mientras que la recuperación de 2010 fue más débil.

En junio, la inflación interanual medida por el IPC se mantuvo sin variación en el 1,7%. La moderación de la inflación medida por el IPC sigue reflejando el descenso de los precios de la energía, que bajaron un

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



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

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

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

3,9% tanto en mayo como en junio, en comparación con los mismos meses del año anterior. También en tasa interanual, los incrementos de los precios de los alimentos siguieron moderándose hasta junio, situándose en el 2,7%, tras el máximo del 4,7% alcanzado en octubre de 2011. Excluidos estos componentes, la inflación subyacente se redujo hasta el 2,2%, tras mantenerse en el 2,3% durante los tres meses anteriores. El descenso de la inflación subyacente se explica por los menores incrementos de los precios de las prendas de vestir, los automóviles y la vivienda. Para el conjunto del segundo trimestre de 2012, la inflación interanual medida por el IPC se situó, en promedio, en el 1,9%, frente al 2,8% del primer trimestre.

El 1 de agosto de 2012, el Comité de Operaciones de Mercado Abierto de la Reserva Federal indicó que la actividad económica había experimentado una ligera desaceleración en el primer semestre de 2012 y reconoció que el crecimiento del empleo había sido lento en los últimos meses. El Comité decidió mantener entre el 0% y el 0,25% la banda fijada como objetivo para el tipo de interés de los fondos federales y anticipó que la situación económica probablemente justifique que dicho tipo se mantenga en niveles excepcionalmente bajos como mínimo hasta finales de 2014.

JAPÓN

En Japón, la economía muestra señales de que el ritmo de expansión de la actividad económica se ha moderado en cierta medida últimamente, tras el sólido crecimiento del PIB registrado en el primer trimestre de 2012. En los últimos meses, los datos de las encuestas de opinión han venido indicando un deterioro del clima económico en el sector manufacturero, que se ha reflejado en las cifras de producción industrial correspondientes a junio, que muestran una caída de la actividad por tercer mes consecutivo. Esta contracción de la actividad en el sector manufacturero guarda relación, en parte, con la debilidad de las exportaciones, que se redujeron, en términos reales, por segundo mes consecutivo en junio, en un contexto de fortaleza del yen y de desaceleración de la demanda externa de bienes japoneses. Como resultado del discreto crecimiento de las exportaciones y del aumento sostenido de las importaciones de energía desde el cierre de la central nuclear tras el desastre de marzo del pasado año, Japón registró el mayor déficit comercial semestral de la historia de la posguerra en el primer semestre de 2012. No obstante, el clima en el sector no manufacturero sigue dando señales de resistencia, ya que la demanda interna es firme en un contexto de solidez del consumo privado y de continuidad de las medidas de reconstrucción promovidas por el sector público.

La inflación interanual medida por el IPC descendió en junio hasta el -0,2% (desde el 0,2% del mes anterior), debido principalmente a la caída de los precios de la energía y de los bienes de consumo duradero. Excluidos los alimentos frescos, la inflación interanual medida por el IPC se redujo hasta el -0,2% en junio, frente al -0,1% de mayo, mientras que, si se excluyen la energía y los alimentos, la tasa interanual se mantiene sin variación en el -0,6%. En su reunión más reciente sobre política monetaria, celebrada el 12 de julio, el Banco de Japón decidió mantener el objetivo fijado para el tipo de interés de los préstamos a un día sin garantía dentro de un intervalo del 0% al 0,1%. Además, incrementó sus compras al contado de letras de descuento del Tesoro en unos 5 billones de yenes, al tiempo que redujo, por el mismo importe, sus operaciones de provisión de fondos a tipo de interés fijo.

REINO UNIDO

La estimación provisional del crecimiento del PIB real del Reino Unido indica que la actividad se redujo un 0,7%, en tasa intertrimestral, en el segundo trimestre de 2012, lastrada, principalmente, por una caída en los sectores de construcción y producción. Aunque la reducción también es atribuible a factores transitorios, la contracción de la producción por tercer trimestre consecutivo indica cierta debilidad del crecimiento subyacente de la actividad en Reino Unido. Los datos de alta frecuencia más recientes ofrecen señales ambivalentes, pero confirman, en general, la debilidad de la economía. Los indicadores

de opinión del sector manufacturero experimentaron un considerable deterioro en julio y se mantienen en un nivel coherente con una contracción de la actividad. En el sector servicios, aunque ha disminuido la confianza, los indicadores de opinión continúan apuntando a una expansión de la actividad. La confianza de los consumidores ha seguido siendo escasa, aunque la situación del mercado de trabajo ha mostrado algunas señales de mejora. De cara al futuro, es probable que la recuperación económica solo cobre impulso de manera muy gradual con importantes riesgos a la baja, ya que se prevé que el crecimiento de la demanda interna siga estando limitado por las restrictivas condiciones de concesión de crédito, el ajuste de los balances de los hogares y las sustanciales restricciones presupuestarias.

La inflación interanual medida por el IPC se redujo hasta el 2,4% en junio, desde el 2,8% de mayo, mientras que, si se excluyen la energía y los alimentos no elaborados, la tasa se redujo del 2,4% al 2,2%. La caída de la inflación se debió, principalmente, al descenso de los precios de las materias primas y de los artículos de vestir. De cara al futuro, la existencia de capacidad productiva sin utilizar y la lenta recuperación de la actividad económica deberían contribuir a moderar aún más las presiones inflacionistas. En su reunión de 5 de julio, el Comité de Política Monetaria del Bank of England mantuvo el tipo de interés oficial en el 0,5% y, al mismo tiempo, incrementó el volumen de su programa de compras de activos en 50 mm de libras esterlinas, hasta un total de 375 mm de libras esterlinas.

CHINA

En China, los datos publicados recientemente confirman la desaceleración de la actividad económica. En el segundo trimestre de 2012, el crecimiento del PIB real se ralentizó con respecto a hace un año, hasta el 7,6%, desde el 8,1% del primer trimestre. En tasa intertrimestral, el crecimiento experimentó una ligera aceleración hasta el 1,8%, desde el 1,6%, estimulado por el consumo y la inversión. La contribución de la demanda exterior neta siguió siendo ligeramente negativa. El índice PMI del sector manufacturero del HSBC aumentó de 48,2 en junio a 49,3 en julio, el nivel más alto registrado desde febrero. Por primera vez desde octubre de 2011, el número de ciudades que declararon incrementos de los precios de la vivienda en junio, en comparación con mayo, fue mayor que las que declararon descensos, lo que sugiere que los precios de la vivienda podrían haber tocado fondo. El espacio de suelo vendido también parece estar casi estabilizándose. En junio, las exportaciones aumentaron mucho más que las importaciones en comparación con las cifras de hace un año (11,3% frente a 6,3%), lo que dio lugar a un saldo comercial significativamente mayor. Sin embargo, el saldo comercial móvil de doce meses se mantuvo dentro del intervalo observado desde comienzos de 2010. La inflación interanual, medida por el IPC, siguió descendiendo en junio hasta el 2,2%. El 25 de julio, la Autoridad Monetaria de Hong Kong anunció que, a partir del 1 de agosto, las entidades de crédito de Hong Kong podrían comenzar a ofrecer una gama completa de servicios en renminbis a los no residentes, incluido el cambio ilimitado de renminbis por dólares de Hong Kong y viceversa. Esta decisión forma parte de una serie de medidas encaminadas a hacer de Hong Kong uno de los principales centros extraterritoriales de negociación del renminbi.

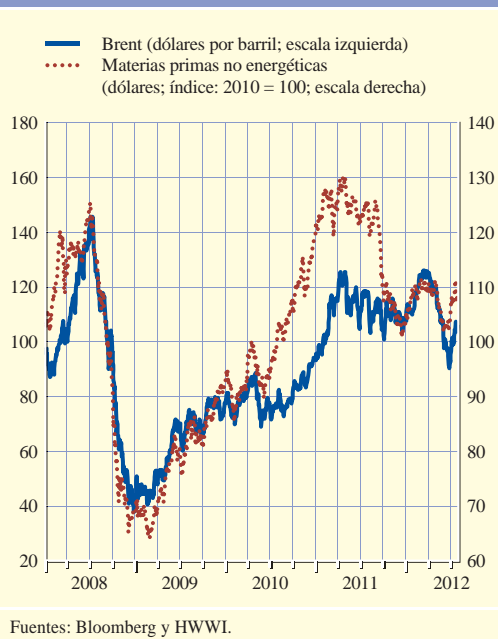
1.2 MERCADOS DE MATERIAS PRIMAS

Los precios del petróleo aumentaron en julio, invirtiendo así la tendencia a la baja que se había iniciado a mediados de marzo. El 1 de agosto, el precio del barril de Brent se situaba en 106 dólares estadounidenses, lo que representa una subida del 17% con respecto al mínimo registrado el 26 de junio, pero todavía un 16% por debajo del máximo alcanzado el 14 de marzo de 2012 (véanse gráfico 4 y también el recuadro 1). De cara al futuro, los participantes en los mercados prevén precios del crudo más bajos en el medio plazo, y los futuros con entrega en diciembre de 2013 se negocian actualmente a 100 dólares estadounidenses el barril.

La subida de los precios del petróleo parece haber sido consecuencia del resurgir de las tensiones con respecto a Irán. Según el informe Oil Market Report, de la Agencia Internacional de la Energía, a pesar de que la producción de Arabia Saudita alcanzó casi un nivel récord en junio, la oferta de la OPEP se redujo como consecuencia de las caídas en Angola e Irán. También se redujo la oferta de los países productores no pertenecientes a la OPEP, como resultado de las huelgas laborales, el mal tiempo y el mantenimiento planificado. Además, a pesar del debilitamiento de la actividad económica mundial, se prevé que la demanda de petróleo se recupere en el tercer trimestre de 2012, debido a los componentes estacionales, lo que también podría haber contribuido a impulsar al alza los precios.

Los precios de las materias primas no energéticas aumentaron en junio en términos agregados, impulsados principalmente por las materias primas agrícolas, como consecuencia de las sequías experimentadas en Estados Unidos. Por el contrario, los precios de los metales descendieron ligeramente en julio. En cifras agregadas, el índice de precios de las materias primas no energéticas (denominado en dólares estadounidenses) se situaba, hacia finales de julio de 2012, un 3 % por encima del nivel de comienzos del año.

Gráfico 4 Evolución de los precios de las materias primas



Recuadro I

EVOLUCIÓN RECIENTE DE LOS PRECIOS DEL PETRÓLEO

Los precios del barril de Brent descendieron desde el nivel de más de 125 dólares estadounidenses observado a mediados de marzo hasta un mínimo de 90 dólares a finales de junio. La evolución del equilibrio entre oferta y demanda en el primer semestre del año arroja algo de luz respecto a este descenso. En particular, la caída de la demanda, combinada con el aumento de la oferta, presionó a la baja sobre los precios durante este período.

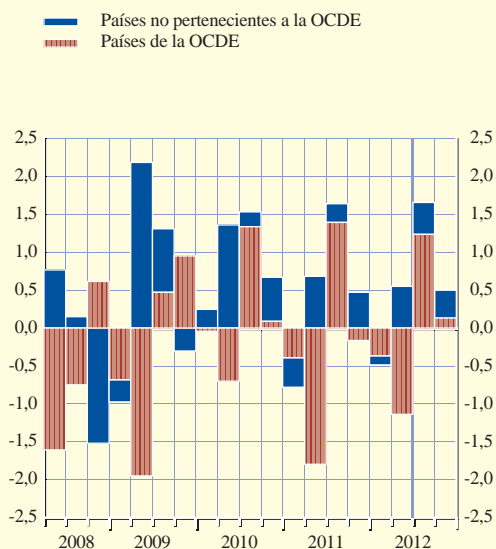
Variables fundamentales del mercado de petróleo

La demanda de petróleo experimentó una caída en el primer semestre de 2012 (véase gráfico A), como consecuencia de la moderación del ritmo de crecimiento económico mundial y de factores estacionales, ya que la demanda de las economías de la OCDE suele reducirse en el segundo trimestre del año. De cara al futuro, la Agencia Internacional de la Energía (AIE) prevé un incremento de la demanda de petróleo en el tercer trimestre de 2012.

Por lo que respecta a la oferta, el gráfico B muestra la producción de petróleo tanto de los países de la OPEP como de los no pertenecientes a esta organización. La producción de la OPEP se redujo de forma

Gráfico A Variaciones de la demanda mundial de petróleo

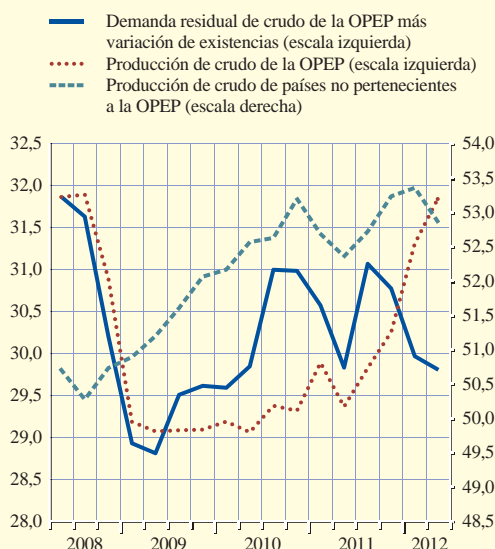
(millones de barriles diarios; variaciones trimestrales)



Fuente: AIE.
Notas: La observación más reciente corresponde a mayo de 2012. Proyecciones de la AIE para los meses restantes de 2012.

Gráfico B Medidas de la oferta y la demanda de petróleo

(millones de barriles diarios; datos trimestrales)



Fuente: AIE.
Notas: La observación más reciente corresponde al segundo trimestre de 2012, salvo en el caso de la demanda residual de la OPEP, para la que la última observación corresponde a mayo de 2012 (para calcular la media del segundo trimestre de 2012 se utilizan las proyecciones de la AIE). La demanda residual de crudo de la OPEP es una medida del «exceso de demanda» al que se enfrentan los países de esta organización y es igual a la demanda mundial de petróleo menos la suma de la producción de crudo de los países no pertenecientes a la OPEP y la producción de los países de la OPEP no sujetos a acuerdos en materia de cuotas.

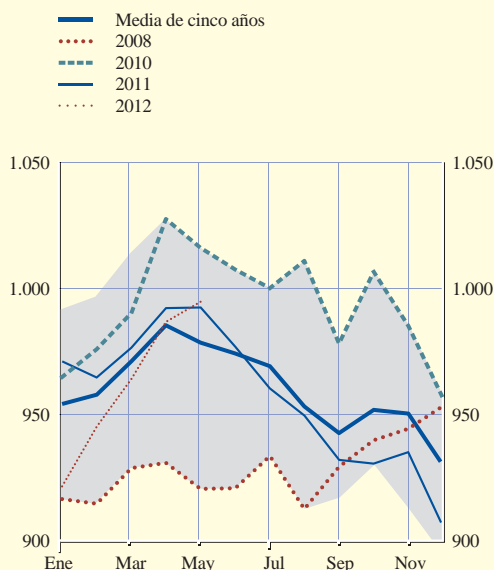
acusada a partir de mediados de 2008, tras la crisis financiera, y no se recuperó hasta el segundo trimestre de 2011. Desde entonces, la oferta de petróleo crudo de la OPEP ha aumentado, impulsada principalmente por la decisión de Arabia Saudita de incrementar la producción en vista de la agitación política en Libia. Arabia Saudita produce actualmente al nivel máximo de los últimos 30 años, en parte para contrarrestar la posible pérdida de petróleo iraní resultante de las sanciones impuestas por la UE¹. En cambio, la producción de los países no pertenecientes a la OPEP aumentó en el primer trimestre de 2012 y se redujo en el segundo, en paralelo con la evolución de los precios del petróleo.

El gráfico B muestra también la evolución de la demanda a la que se enfrentan los países de la OPEP, medida por la demanda residual de crudo de estos países más la variación de las existencias. Esta demanda residual se mide por la diferencia entre la demanda mundial de petróleo y la oferta de crudo de los países no pertenecientes a la OPEP². Si la demanda residual es mayor que la producción de crudo de la OPEP, como ocurrió entre mediados de 2009 y finales de 2011, ello significa que los productores no pueden hacer frente totalmente a la demanda de petróleo de las refinerías, lo que se traduce en un descenso de las existencias de crudo (véase gráfico C). Si, por el contrario, la oferta de la

1 Esta decisión de Arabia Saudita podría justificarse como la medida adoptada por un productor en situación de monopolio para maximizar el beneficio frente a las variaciones de su demanda residual. Véase A. Nakov y G. Nuño, «Saudi Aramco and the Oil Market», *Working Paper Series* n.º 1354, BCE, Fráncfort del Meno, junio de 2011.
2 Para ser precisos, la demanda residual incluye, además, la producción de gases naturales licuados de los países de la OPEP, productos que no están sujetos a los acuerdos de la OPEP en materia de cuotas.

Gráfico C Existencias de petróleo crudo en los países de la OCDE

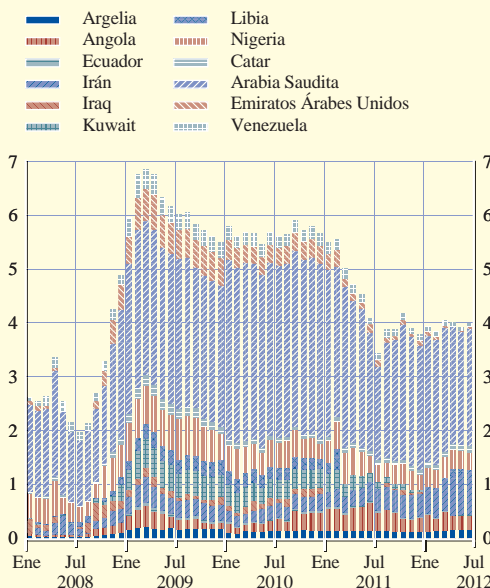
(millones de barriles)



Fuente: AIE.
Notas: La observación más reciente corresponde a mayo de 2012. La zona sombreada en gris indica la horquilla de las existencias desde 2008 hasta 2011.

Gráfico D Capacidad excedentaria estimada de los países productores de la OPEP

(millones de barriles diarios)



Fuente: Bloomberg.
Nota: La observación más reciente corresponde a mayo de 2012.

OPEP es mayor que la demanda residual, como ocurrió en el primer semestre de 2012, significa que los productores están suministrando más petróleo de lo que demandan las refinerías, lo que hace que aumenten las existencias. Ese aumento de las existencias genera, normalmente, presiones a la baja sobre los precios del petróleo, como sucedió entre marzo y mayo de 2012.

El fuerte incremento de la oferta de petróleo ha reducido, inevitablemente, la capacidad excedentaria de producción de los países de la OPEP. Las estimaciones actuales de dicha capacidad sugieren una sustancial reducción desde mediados de 2011 (véase gráfico D). La mayor parte de esta caída se debe al aumento de la producción de Arabia Saudita, el «productor oscilante» del mercado. No obstante, la capacidad excedentaria se mantiene actualmente por encima del nivel registrado antes de la crisis.

Perspectivas y riesgos del mercado de petróleo

De cara al futuro, la evolución de los precios del petróleo dependerá de cómo evolucione el equilibrio entre la oferta y la demanda. La AIE prevé un repunte de la demanda de petróleo en los próximos meses, superándose así la barrera histórica de 90 millones de barriles diarios en 2012, lo que podría dar lugar a presiones alcistas sobre los precios. La oferta actual es suficiente para hacer frente a este posible incremento de la demanda. No obstante, la reducción de la capacidad excedentaria de producción será también un factor de tensión en el mercado.

Por lo que respecta al balance de riesgos, el principal riesgo a la baja para las perspectivas es que la desaceleración económica mundial sea más acusada de lo previsto. El principal riesgo al alza es que

se produzca una súbita perturbación de oferta, por ejemplo, si se intensificaran las tensiones en relación con Irán. En un escenario como ese, habida cuenta de los niveles actuales de capacidad excedentaria, sería difícil contrarrestar plenamente la pérdida de producción de Irán.

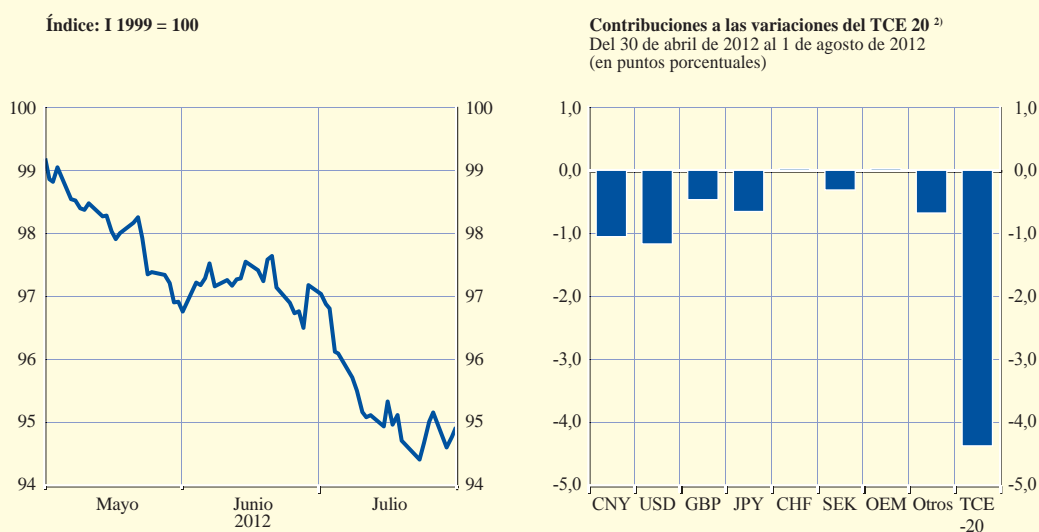
1.3 TIPOS DE CAMBIO

Entre finales de abril y principios de agosto de 2012, el tipo de cambio efectivo del euro se depreció en general en un contexto de nuevo aumento de la volatilidad. El 1 de agosto de 2012, el tipo de cambio efectivo nominal del euro, medido frente a las monedas de 20 de los socios comerciales más importantes de la zona del euro, se situaba un 4,4 % por debajo del nivel registrado a finales de abril de 2012 y un 8,2 % por debajo de la media de 2011 (véase gráfico 5).

En términos bilaterales, en los tres últimos meses el euro se ha depreciado, en general, frente a la mayoría de las principales monedas. Entre el 30 de abril y el 1 de agosto de 2012, el euro experimentó una depreciación sostenida frente al dólar estadounidense (6,9 %), el yen japonés (9,1 %) y la libra esterlina (3,1 %). Durante el mismo período, el euro se depreció también frente a algunas otras monedas europeas (véase cuadro 1), como el forint húngaro (2,2 %) y el zloty polaco (1,6 %), pero se apreció frente al leu rumano (4,2 %) y la corona checa (2 %). La volatilidad de los mercados, medida a partir de los precios de las opciones sobre tipos de cambio, aumentó durante todo el mes de mayo con respecto a los niveles relativamente bajos registrado a finales de abril, pero se redujo en junio y, a partir de julio, se ha estabilizado en torno a las medias históricas.

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

(datos diarios)



Fuente: BCE.

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

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

Cuadro I Evolución del tipo de cambio del euro¹⁾

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

	Ponderación en el TCE-20	Nivel a 1 de agosto de 2012	Apreciación (+)/depreciación (-) del euro a 1 de agosto de 2012		
			desde:		en comparación con:
			30 de abril de 2012	2 de enero de 2012	media de 2011
Renminbi chino	18,8	7,832	-5,6	-3,9	-12,9
Dólar estadounidense	16,9	1,230	-6,9	-4,9	-11,6
Libra esterlina	14,9	0,788	-3,1	-5,7	-9,3
Yen japonés	7,2	96,2	-9,1	-3,3	-13,3
Franco suizo	6,5	1,201	0,0	-1,2	-2,5
Zloty polaco	6,2	4,106	-1,6	-8,2	-0,4
Corona checa	5,0	25,36	2,0	-0,6	3,1
Corona sueca	4,7	8,319	-6,7	-6,8	-7,9
Won coreano	3,9	1.386	-7,1	-7,2	-10,1
Forint húngaro	3,2	280,4	-2,2	-10,8	0,4
TCEN ²⁾		94,9	-4,4	-4,6	-8,2

Fuente: BCE.

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

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

Entre el 30 de abril y el 1 de agosto de 2012, las monedas que participan en el MTC II se mantuvieron, en general, estables frente al euro, cotizando al tipo de cambio correspondiente a las respectivas paridades centrales o en torno a dichas paridades. El lats letón cotizó en la zona más fuerte de su paridad central, dentro de la banda de fluctuación de $\pm 1\%$ establecida unilateralmente.

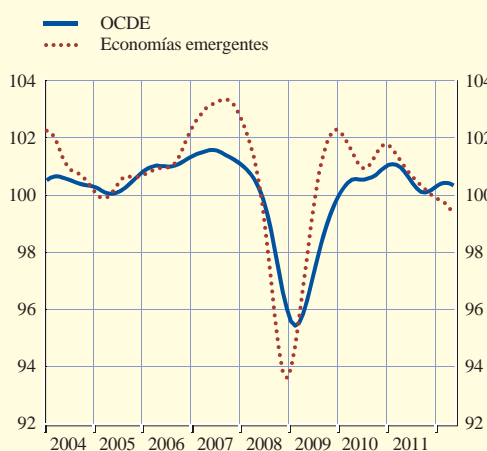
I.4 PERSPECTIVAS DEL ENTORNO EXTERIOR

De cara al futuro, se espera que el crecimiento de la economía mundial repunte de forma muy gradual. El índice PMI de nuevos pedidos del sector manufacturero se redujo ligeramente, hasta 47,2 en julio, desde los 48,1 puntos registrados en junio, de lo que se deduce que la coyuntura económica es débil. 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, se contrajo ligeramente en mayo, lo que indica una moderación de la actividad en el ámbito de la OCDE.

Las perspectivas del entorno exterior de la zona del euro siguen estando sujetas a un elevado grado de incertidumbre, como consecuencia de las tensiones en segmentos clave del mercado financiero, así como de los desequilibrios presupuestarios y mundiales. Además, las tensiones geopolíticas en Oriente Medio suponen un riesgo al alza para los precios del petróleo y un riesgo a la baja para la economía mundial.

Gráfico 6 Indicadores sintéticos adelantados de la OCDE

(datos mensuales; ajustados a la amplitud del ciclo)



Fuente: OCDE.

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

2 EVOLUCIÓN MONETARIA Y FINANCIERA

2.1 DINERO Y CRÉDITO DE LAS IFM

Los datos monetarios de junio apuntan a que el crecimiento monetario y crediticio subyacente fue débil. El único subcomponente de M3 que registró entradas en junio fue M1, mostrando la preferencia de los sectores tenedores de dinero por la liquidez. En cuanto al activo de los balances consolidados de las IFM, la actual falta de dinamismo del crédito concedido por este sector puede explicarse, en gran parte, por las condiciones de demanda, aunque en algunos países de la zona del euro continúan las restricciones de oferta. Para asegurar la financiación adecuada de la economía cuando se recupere la demanda, será necesario avanzar en el ajuste de los balances de las entidades de crédito en estos países.

EL AGREGADO MONETARIO AMPLIO M3

La tasa de crecimiento interanual de M3 de la zona del euro se mantuvo prácticamente estable y se situó en el 3,2% en junio de 2012, frente al 3,1% de mayo (véase gráfico 7). Este ligero aumento reflejó unos flujos mensuales de entrada moderados. Si se analiza más allá de la volatilidad de los flujos mensuales de M3 en el segundo trimestre de 2012, la evolución de junio confirmó la progresiva desaparición de los impulsos del crecimiento monetario observados entre enero y marzo de 2012. A diferencia de mayo, el volumen de operaciones interbancarias con garantías realizadas a través de entidades de contrapartida central fue reducido y solo afectó levemente a los flujos mensuales del agregado monetario amplio. La tasa de crecimiento interanual de M3, ajustada por el impacto de las citadas operaciones, se situó en el 3% en junio, sin apenas variación con respecto a mayo. Los desplazamientos de fondos dentro de M3 favorecieron a los instrumentos líquidos incluidos en M1 en un entorno de bajos tipos de interés y de elevada incertidumbre, lo que confirma la tendencia observada en los meses anteriores.

En cuanto a las contrapartidas de M3, la tasa de crecimiento interanual de los préstamos de las IFM a las sociedades no financieras y a los hogares continuó descendiendo, en línea con la debilidad de la demanda, aunque en algunos países la ralentización también estuvo relacionada con restricciones de oferta. En cambio, el flujo del crédito a las Administraciones Públicas siguió siendo significativo en junio. Además, el movimiento hacia vencimientos más cortos, como refleja, por ejemplo, la reducción de los pasivos financieros a más largo plazo, continuó respaldando el crecimiento de M3 en junio. En conjunto, el volumen de los principales activos de las IFM de la zona del euro experimentó un ligero incremento en junio.

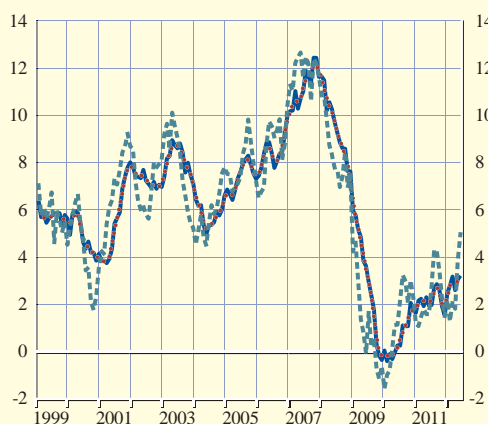
PRINCIPALES COMPONENTES DE M3

El componente monetario que más contribuyó a los tímidos flujos mensuales de entrada en M3 en junio fue el más líquido, M1, cuya tasa de crecimiento interanual aumentó hasta el 3,5%, desde el 3,3% del mes anterior. En concreto, los depósitos a la vista registraron notables entradas que reflejaron no solo

Gráfico 7 Crecimiento de M3

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

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



Fuente: BCE.

algunas operaciones temporales de intermediarios financieros no monetarios, sino también el trasvase de fondos de las entidades privadas no financieras hacia activos más líquidos, principalmente en detrimento de otros componentes de M3. Los depósitos a corto plazo distintos de los depósitos a la vista (M2 menos M1) no se modificaron en junio, ya que las entradas en los depósitos de ahorro a corto plazo (disponibles con preaviso hasta tres meses) contrarrestaron las salidas de depósitos a plazo hasta dos años observadas a escala de la zona del euro. Por consiguiente, la tasa de crecimiento interanual de otros depósitos a corto plazo se mantuvo en el 2,3% en junio, prácticamente sin cambios con respecto a mayo.

A pesar del estancamiento de los flujos mensuales, la tasa de crecimiento interanual de los instrumentos negociables (M3 menos M2) se incrementó hasta situarse en el 5,1% en junio, frente al 4,5% de mayo. Los valores distintos de acciones a corto plazo (con vencimiento inicial hasta dos años) de las IFM fueron el único subcomponente de los instrumentos negociables en el que se registraron entradas mensuales en junio, atribuible a las adquisiciones realizadas por los fondos de inversión. Esta demanda vino a sustituir, en parte, a la menor demanda de dichos valores por parte de los fondos del mercado monetario, que fue atribuible a las retiradas de fondos/participaciones en dichos fondos en junio. Las cesiones temporales (repos) registraron salidas moderadas. El flujo mensual de operaciones interbancarias con garantías realizadas a través de entidades de contrapartida central fue moderado, pero enmascaró una evolución dispar entre países. Mientras que la mayor preocupación en torno a los sistemas bancarios de algunos Estados miembros de la zona del euro se tradujo en un incremento de los volúmenes de operaciones interbancarias con garantías, en otros países se observaron salidas de repos realizadas a través de entidades de contrapartida central como consecuencia de la menor necesidad de liquidez y de consideraciones relativas a los activos de garantía.

La tasa de crecimiento interanual de los depósitos de M3, que incluyen los depósitos a corto plazo y las cesiones temporales, y que constituyen el agregado monetario más amplio para el que se dispone de un detalle puntual por sectores, aumentó hasta el 2,6% en junio, frente al 2,4% de mayo. En junio, todos los sectores contribuyeron positivamente a esta tasa interanual, especialmente los intermediarios financieros no monetarios distintos de las empresas de seguros y los fondos de pensiones (OIF), siendo los hogares los que más contribuyeron. En cambio, en términos intermensuales, las empresas de seguros y fondos de pensiones redujeron significativamente sus tenencias de estos depósitos en junio.

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 se mantuvo prácticamente sin variación en junio, en el 1,4%, reflejando, no obstante, una evolución dispar de sus principales componentes (véase cuadro 2). Por una parte, la tasa de crecimiento interanual del crédito otorgado a las Administraciones Públicas aumentó en junio y se situó en el 9,4%, frente al 9,1% de mayo. Este incremento fue consecuencia, principalmente, del flujo mensual positivo de préstamos a las Administraciones Públicas y, en menor medida, de las adquisiciones de valores de deuda pública por parte de las IFM.

Por otra parte, el crédito al sector privado continuó disminuyendo en junio y su tasa de crecimiento interanual se mantuvo en terreno negativo (en el -0,4%, frente al -0,2% de mayo) (véase gráfico 8). La tasa de crecimiento interanual de los préstamos otorgados por las IFM al sector privado (ajustados de ventas y titulizaciones) experimentó un nuevo descenso y se situó en el 0,3% en junio, frente al 0,5% de mayo.

El crédito al sector privado siguió viéndose afectado principalmente por la debilidad de la demanda y por el bajo nivel de confianza de los consumidores y las empresas y, en algunos países de la zona

Cuadro 2 Cuadro resumen de variables monetarias

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

	Saldo vivo en porcentaje de M3 ¹⁾	Tasas de crecimiento interanual					
		2011 III	2011 IV	2012 I	2012 II	2012 May	2012 Jun
M1	49,3	1,4	1,9	2,3	2,7	3,3	3,5
Efectivo en circulación	8,7	4,5	6,2	6,1	5,5	5,5	5,5
Depósitos a la vista	40,6	0,8	1,0	1,5	2,2	2,9	3,1
M2 - M1 (= otros depósitos a corto plazo)	39,1	3,4	2,3	2,7	2,8	2,3	2,3
Depósitos a plazo hasta dos años							
Depósitos disponibles con preaviso hasta tres meses	18,9	3,1	2,0	3,4	2,7	1,6	1,4
	20,2	3,7	2,5	2,1	2,9	3,0	3,3
M2	88,4	2,3	2,1	2,5	2,8	2,9	3,0
M3 - M2 (= instrumentos negociables)	11,6	2,7	3,5	3,1	4,4	4,5	5,1
M3	100,0	2,4	2,2	2,5	3,0	3,1	3,2
Crédito a residentes en la zona del euro		2,4	1,3	1,4	1,5	1,5	1,4
Crédito a las Administraciones Públicas		5,2	1,4	5,2	8,4	9,1	9,4
Préstamos a las Administraciones Públicas		7,0	-2,1	-4,6	-1,7	-0,8	1,5
Crédito al sector privado		1,8	1,3	0,5	-0,1	-0,2	-0,4
Préstamos al sector privado		2,5	2,1	0,9	0,1	-0,1	-0,2
Préstamos al sector privado ajustados de ventas y titulizaciones ²⁾		2,7	2,3	1,3	0,7	0,5	0,3
Pasivos financieros a más largo plazo (excluidos capital y reservas)		3,5	2,6	0,4	-2,4	-3,1	-3,6

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.

del euro, por la desfavorable evolución de los balances de las entidades de crédito. A escala de la zona del euro, el endurecimiento neto de los criterios de aprobación de los préstamos a empresas y a hogares por parte de las entidades de crédito se mantuvo prácticamente estable en el segundo trimestre de 2012 (véase recuadro 2).

Así pues, en junio, la tasa de crecimiento interanual de los préstamos concedidos por las IFM a las sociedades no financieras volvió a disminuir, como consecuencia tanto de unas amortizaciones netas de préstamos moderadas como de un efecto de base, pasando a un nivel negativo del -0,3 %, frente al 0,3 % de mayo (véase cuadro 3). En la zona del euro, los flujos de crédito a todos los plazos fueron tímidos, pero ocultaron una evolución dispar entre países, principalmente en los préstamos a corto plazo. La tasa de crecimiento interanual de los préstamos a hogares también continuó desacelerándose en junio, situándose en el 1,1 %, frente al 1,3 % de mayo. Esta desaceleración fue atribuible, en particular, a las amortizaciones netas mensuales de crédito al consumo. En el recuadro 3 se presenta un análisis sectorial del ahorro, la inversión y la financiación (véase sección 2.6).

En cuanto a las demás contrapartidas de M3, la tasa de crecimiento interanual de los pasivos financieros a más largo plazo de las IFM (excluidos capital y reservas) volvió a descender en junio, hasta situarse en el -3,6 %, frente al -3,1 % de mayo. Esta disminución se repartió uniformemente entre: i) los depósitos a más de dos años, y ii) las tenencias de valores distintos de acciones a largo plazo de las IFM por parte del sector tenedor de dinero. Además, se concentró principalmente en un país de la zona del euro y fue consecuencia tanto del vencimiento como de la recompra de valores distintos de acciones por parte de las IFM.

La posición acreedora neta frente al exterior de las IFM de la zona del euro registró una disminución de 66 mm de euros en los doce meses transcurridos hasta junio (en comparación con un descenso de 23 mm de euros en los doce meses transcurridos hasta mayo). La tercera parte de estas salidas interanuales

Cuadro 3 Préstamos de las IFM al sector privado

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

	Saldo vivo en porcentaje del total ¹⁾	Tasas de crecimiento interanual					
		2011 III	2011 IV	2012 I	2012 II	2012 May	2012 Jun
Sociedades no financieras	42,1	1,6	1,7	0,7	0,1	0,0	-0,6
<i>Ajustados de ventas y titulizaciones ²⁾</i>	-	2,3	2,1	0,9	0,3	0,3	-0,3
Hasta un año	24,5	4,1	3,7	0,5	-0,1	0,1	-1,9
De uno a cinco años	18,0	-2,8	-2,5	-2,9	-2,5	-2,5	-2,5
Más de cinco años	57,5	2,1	2,3	2,0	1,0	0,8	0,6
Hogares ³⁾	47,1	3,0	2,2	1,2	0,4	0,3	0,3
<i>Ajustados de ventas y titulizaciones ²⁾</i>	-	2,7	2,3	1,9	1,4	1,3	1,1
Crédito al consumo ⁴⁾	11,7	-2,0	-2,0	-1,8	-2,1	-1,9	-1,9
Préstamos para adquisición de vivienda ⁴⁾	72,6	4,0	3,0	1,8	0,9	0,8	0,8
Otras finalidades	15,7	2,4	1,8	0,9	0,2	-0,1	-0,4
Empresas de seguros y fondos de pensiones	0,8	7,1	4,2	-3,1	-5,4	-6,4	-5,9
Otros intermediarios financieros no monetarios	10,1	3,9	3,3	1,1	-0,7	-1,9	0,1

Fuente: BCE.

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

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

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

3) Según la definición del SEC 95.

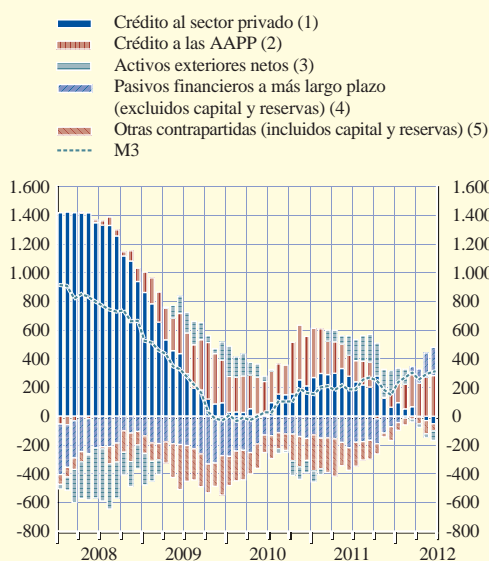
4) Las definiciones de crédito al consumo y de préstamos para adquisición de vivienda no son totalmente homogéneas en la zona del euro.

correspondieron a los flujos mensuales de junio. Los efectos de la depreciación del tipo de cambio y del aumento de las presiones sobre algunos emisores soberanos de la zona del euro se manifestaron en el flujo mensual de salida de capital del sector tenedor de dinero de la zona del euro en junio, aunque fue considerablemente menor que las salidas observadas a finales de 2011.

En conjunto, el crecimiento monetario y crediticio subyacente continuó siendo débil en junio. La actual falta de dinamismo del crédito concedido por las IFM puede explicarse, en gran parte, por las condiciones de demanda, aunque en algunos países continúan las restricciones de oferta. Es de destacar que, en la medida en que estimulan las presiones de financiación de las entidades de crédito, la preferencia del sector tenedor de dinero por la liquidez y las salidas de capital de la zona del euro pueden hacer que a estas les resulte más difícil ajustar sus balances y, en última instancia, otorgar crédito a la economía real.

Gráfico 8 Contrapartidas de M3

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



Fuente: BCE.

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

Recuadro 2

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

En este recuadro se presentan los principales resultados de la encuesta sobre préstamos bancarios en la zona del euro correspondiente al segundo trimestre de 2012 que realiza el Eurosistema y que se llevó a cabo entre el 21 de junio y el 5 de julio de 2012¹.

En conjunto, el endurecimiento neto de los criterios que aplican las entidades de crédito para la aprobación de préstamos a empresas y a hogares se mantuvo básicamente estable a escala de la zona del euro en el segundo trimestre de 2012, en comparación con la encuesta anterior. Entre los principales factores que contribuyeron al endurecimiento de los criterios de aprobación de los préstamos, el impacto de los costes de financiación y disponibilidad de fondos permaneció estable con respecto al primer trimestre de 2012, en el caso de las empresas, mientras que aumentó ligeramente en el de los hogares. En cuanto a la demanda de préstamos a empresas, las entidades participantes en la encuesta indicaron que se había registrado una caída significativa en términos netos en el segundo trimestre de 2012, aunque el porcentaje neto registrado fue algo menos negativo que en el primer trimestre del año. Según las entidades encuestadas, al igual que en el primer trimestre, la caída neta del segundo trimestre estuvo principalmente impulsada por las menores necesidades de financiación de inversiones en capital fijo. El descenso de la demanda neta de préstamos a hogares para adquisición de vivienda disminuyó en el segundo trimestre, en comparación con el trimestre precedente, mientras que la demanda neta de crédito al consumo prácticamente no varió. De cara al futuro, las entidades participantes en la encuesta esperan un grado similar de endurecimiento neto de los criterios de aprobación de los préstamos a empresas y cierta moderación en el caso de los préstamos para adquisición de vivienda y del crédito al consumo, así como que la demanda neta de préstamos a empresas y a hogares continúe descendiendo en el tercer trimestre de 2012, aunque en menor medida que en el segundo.

Préstamos y líneas de crédito a empresas

En el segundo trimestre de 2012, el porcentaje neto² de entidades que señaló que los criterios de aprobación de los préstamos y líneas de crédito a empresas habían registrado un endurecimiento se mantuvo básicamente estable, en el 10% (en comparación con el 9% del trimestre anterior; véase gráfico A). Esta evolución fue menos favorable de lo esperado en la encuesta realizada tres meses antes (el 2%), posiblemente como consecuencia de la reintensificación de la crisis de la deuda soberana. El endurecimiento de los criterios de aprobación aumentó, en términos netos, en el caso de los préstamos a corto plazo (hasta el 8%, desde el 3% del trimestre precedente), mientras que volvió a disminuir en el de los préstamos a largo plazo (hasta el 11%, frente al 15%). Además, el endurecimiento neto de los criterios de aprobación de los préstamos a pequeñas y medianas empresas (pymes) se incrementó (hasta el 6%, desde el 1%), mientras que prácticamente no varió en el caso de los préstamos a grandes empresas (el 16%, frente al 17%).

- 1 La fecha límite para la recepción de los datos de las entidades participantes fue el 5 de julio de 2012. El 25 de julio de 2012 se publicó una valoración exhaustiva de los resultados, que se puede consultar en la dirección del BCE en Internet.
- 2 El porcentaje neto se refiere a la diferencia entre el porcentaje de entidades que ha indicado que los criterios de concesión de los préstamos se han endurecido y el de las que han señalado que se han relajado. Un porcentaje neto positivo indica que las entidades participantes han tendido a endurecer los criterios de aprobación («se han endurecido en términos netos»), mientras que un porcentaje neto negativo es indicativo de que las entidades han tendido a relajar los citados criterios («se han relajado en términos netos»).

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

(porcentaje neto)



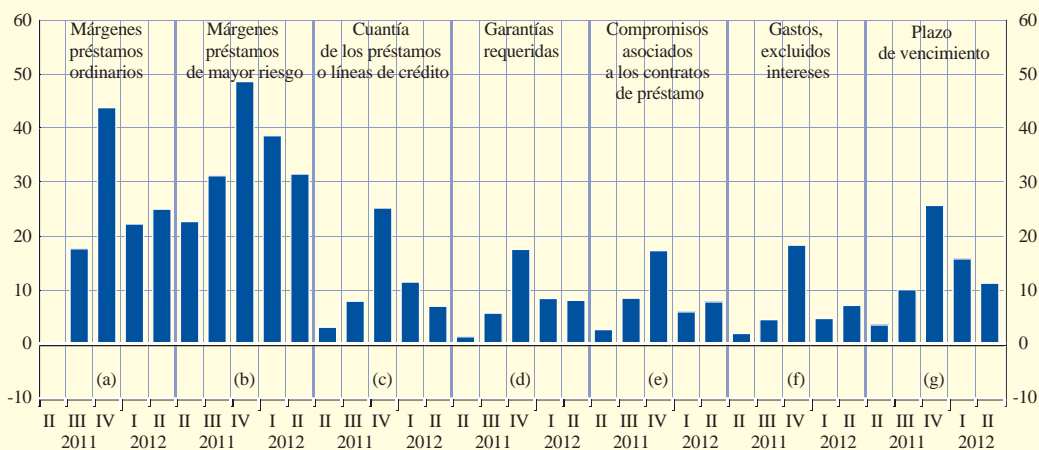
Notas: En el panel (a), el porcentaje neto se refiere a la diferencia entre la suma de los porcentajes correspondientes a las respuestas «se han endurecido considerablemente» y «se han endurecido en cierta medida» y la suma de los porcentajes correspondientes a las respuestas «se han relajado en cierta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

Si se consideran los factores determinantes de esta evolución, el porcentaje neto de entidades de crédito de la zona del euro que indicó que los costes de financiación y disponibilidad de fondos habían contribuido al endurecimiento de los criterios de aprobación de los préstamos se mantuvo invariable, en el 7%, en comparación con el primer trimestre de 2012. En términos netos se observaron pocas variaciones, especialmente en lo que respecta al acceso de las entidades a la financiación en los mercados (el 6%, frente al 8% del trimestre anterior) y a su situación de liquidez (el 3%, desde el 2%). Además, el impacto de la percepción de riesgos sobre el endurecimiento de los criterios de aprobación no registró grandes cambios. Aunque las expectativas relativas a la actividad económica en general contribuyeron sustancialmente más al endurecimiento de los criterios (el 22%, frente al 17%), el impacto de los riesgos asociados a las perspectivas relativas a sectores concretos (el 24%, frente al 23%), así como del riesgo relativo a las garantías solicitadas (el 8%, frente al 11%), permaneció relativamente estable. Además, las entidades encuestadas señalaron que otros factores, como la presión de la competencia de otras entidades y de instituciones no bancarias, habían contribuido a la relajación de los criterios de aprobación en el segundo trimestre de 2012 (en promedio, el -1%, en comparación con el -4% del primer trimestre).

Según señalaron las entidades de crédito de la zona del euro encuestadas, la evolución de las condiciones de los nuevos préstamos y créditos refleja que, en general, el endurecimiento neto de los criterios de aprobación de los préstamos se mantuvo básicamente estable en el segundo trimestre de 2012 (véase gráfico B). La ampliación de los márgenes de los préstamos ordinarios varió poco en comparación con el primer trimestre (el 25%, desde el 22%), mientras que los márgenes de los préstamos de mayor riesgo disminuyeron de nuevo (hasta el 32%, frente al 39%), lo que apunta a una diferenciación de precios en relación con el riesgo menos pronunciada por parte de las entidades. El endurecimiento neto de otras condiciones no relacionadas con el precio (por ejemplo, los gastos

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

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



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

excluidos intereses, la cuantía y el plazo de vencimiento, así como las garantías solicitadas) tampoco registró variaciones.

De cara al futuro, en general, las entidades de crédito de la zona del euro esperan un grado similar de endurecimiento neto de los criterios de aprobación de los préstamos a empresas en el tercer trimestre de 2012 (el 10 %). Se prevé que un ligero endurecimiento adicional de estos criterios afecte más a las grandes empresas (el 12 %) que a las pymes (el 7 %), y principalmente a los préstamos a largo plazo.

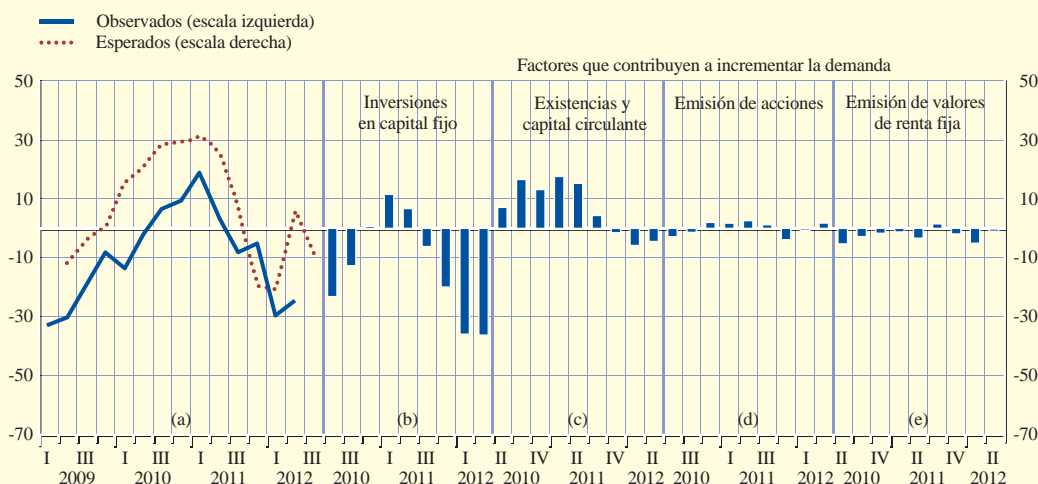
En el segundo trimestre de 2012, la demanda neta de préstamos por parte de las empresas continuó descendiendo considerablemente, aunque a un ritmo más lento que en el primer trimestre (hasta el -25 %, desde el -30 %). No obstante, las entidades participantes en la encuesta no esperaban este descenso, ya que en la encuesta anterior habían pronosticado un aumento de la demanda neta (el 7 %). Además, la caída de la demanda neta de préstamos parece haber sido más pronunciada para las grandes empresas que para las pymes (el -18 % y el -16 %, respectivamente) y para los préstamos a largo plazo que para los préstamos a corto plazo (hasta el -19 % y el -15 %, respectivamente).

Según indicaron las entidades encuestadas, al igual que en el primer trimestre del año, la caída neta de la demanda estuvo principalmente impulsada por un sustancial impacto negativo de las necesidades de financiación de inversiones en capital fijo de las empresas (sin variación en el -36 %; véase gráfico C), así como por la contribución negativa de las necesidades de financiación de operaciones de fusión y adquisición (el -13 %, desde el -17 %), de la financiación interna (el -12 %, frente al -8 %) y de las necesidades de financiación de existencias y capital circulante (el -4 %, desde el -6 %). En cambio, en general, la emisión de valores de renta fija ya no contribuyó a la demanda neta negativa de préstamos (el 0 %, frente al -5 % del primer trimestre de 2012).

De cara al futuro, las entidades de crédito esperan un descenso neto considerablemente menor de la demanda de préstamos por parte de empresas en el tercer trimestre de 2012 (el -8 %, en términos

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

(porcentaje neto)



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

netos), así como que este descenso sea aplicable en mayor medida a las grandes empresas (el -9%) que a las pymes (el -7%) y que afecte más a los préstamos a largo plazo (el -13%) que a los préstamos a corto plazo (el -3%).

Préstamos a hogares para adquisición de vivienda

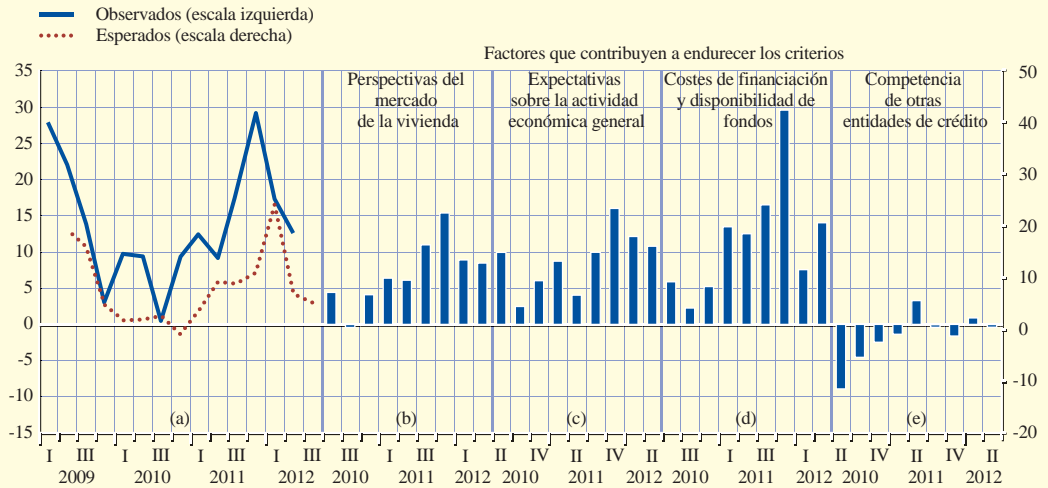
En el segundo trimestre de 2012, el porcentaje neto de entidades que señaló que los criterios de concesión de los préstamos a hogares para adquisición de vivienda se habían endurecido disminuyó hasta el 13%, frente al 17% del primer trimestre (véase gráfico D). Este descenso fue menor de lo previsto en la encuesta anterior. Según las entidades encuestadas, la moderada reducción del endurecimiento neto observado en el segundo trimestre estuvo impulsada fundamentalmente por el menor impacto de las expectativas relativas a la actividad económica en general y de las perspectivas relativas al mercado de la vivienda, así como por un efecto neutro de la competencia, mientras que las presiones asociadas a los costes de financiación y disponibilidad de fondos aumentaron ligeramente (hasta el 14%, en términos netos, desde el 8% del primer trimestre).

La reducción del endurecimiento neto de los criterios de aprobación de los préstamos para adquisición de vivienda señalada por las entidades encuestadas se tradujo en una nueva mejora de las condiciones, tanto de las relacionadas con el precio como de otras condiciones. En particular, los márgenes de los préstamos ordinarios (el 15%, frente al 24%) y los de los préstamos de mayor riesgo (el 21%, frente al 32%) disminuyeron sustancialmente.

De cara al futuro, las entidades de crédito esperan que el grado de endurecimiento neto de los criterios de aprobación de los préstamos para adquisición de vivienda se reduzca ligeramente (al 5%) en el tercer trimestre de 2012.

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

(porcentaje neto)

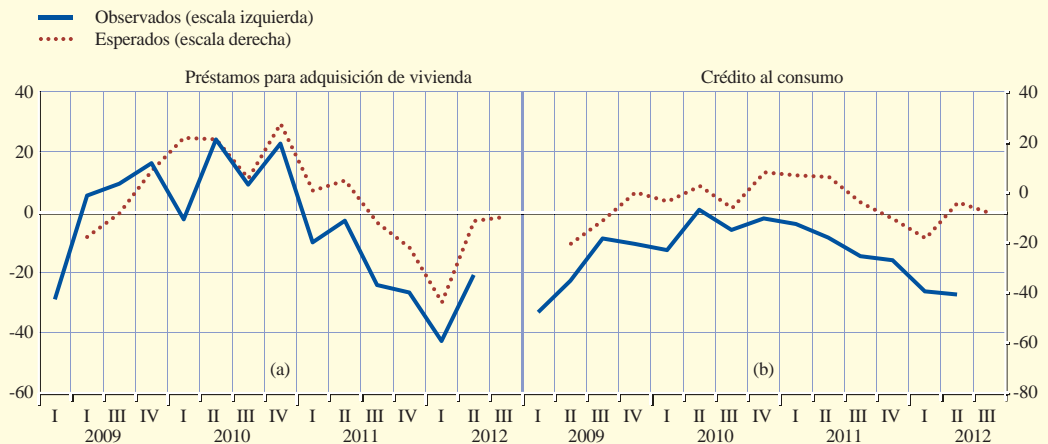


Nota: Véanse las notas del gráfico A.

De la misma manera que la demanda neta de préstamos por parte de las empresas fue negativa, las entidades de la zona del euro participantes en la encuesta señalaron que la demanda de préstamos para adquisición de vivienda había vuelto a disminuir, en términos netos (hasta el -21% frente al -43%; véase gráfico E), aunque el porcentaje neto registrado fue considerablemente menos negativo. Este descenso neto pareció estar impulsado principalmente por el deterioro en curso de las perspectivas relativas al mercado de la vivienda (el -25%, frente al -31%) y de la confianza de los consumidores (el -27%, frente al -37%).

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

(porcentaje neto)



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

De cara al futuro, las entidades esperan una nueva disminución de la demanda de préstamos para adquisición de vivienda (el -10%, en términos netos) para el tercer trimestre de 2012, aunque a un ritmo más lento.

Crédito al consumo y otros préstamos a hogares

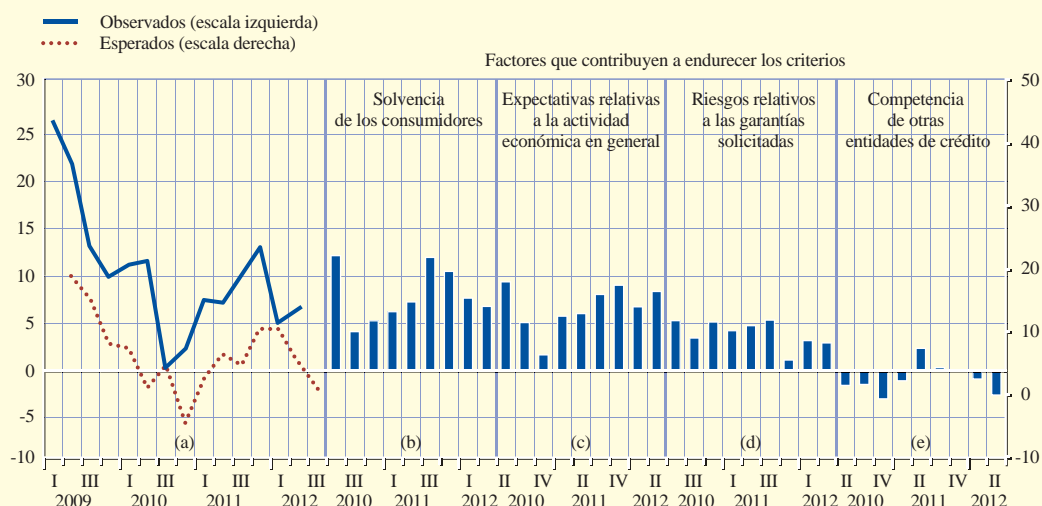
Para el segundo trimestre de 2012, las entidades de crédito de la zona del euro participantes en la encuesta indicaron que el endurecimiento neto de los criterios de aprobación del crédito al consumo y otros préstamos a hogares se había mantenido básicamente estable (el 7%, frente al 5%; véase gráfico F). Las presiones sobre los criterios asociadas al coste de financiación y disponibilidad de fondos aumentaron (hasta el 8%, frente al 3% del primer trimestre de 2012), mientras que la percepción de riesgos (relacionados con las perspectivas económicas y la solvencia de los consumidores) prácticamente no se modificó. En cuanto a las condiciones de las nuevas operaciones de crédito al consumo, las entidades señalaron que, en términos netos, la ampliación de los márgenes de los préstamos de mayor riesgo había disminuido (hasta el 13%, desde el 17% del primer trimestre), mientras que la ampliación de los márgenes de los préstamos ordinarios para consumo permaneció básicamente estable (en el 11%, en comparación con el 10% del primer trimestre de 2012). La contribución de las condiciones no relacionadas con el precio siguió siendo neutral, en general.

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

En el segundo trimestre de 2012, la demanda neta de crédito al consumo siguió cayendo con intensidad (el -27% en términos netos, frente al -26% del trimestre anterior; véase gráfico E), debido fundamentalmente al menor gasto en bienes de consumo duradero (el -28%, sin variación con respecto al primer trimestre) y a la disminución de la confianza de los consumidores (el -26%, desde el -28% en el primer trimestre).

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

(porcentaje neto)



Nota: Véanse las notas del gráfico A.

De cara al futuro, las entidades esperan un descenso neto menor de la demanda de crédito al consumo en el tercer trimestre de 2012 (el -8 %, en términos netos).

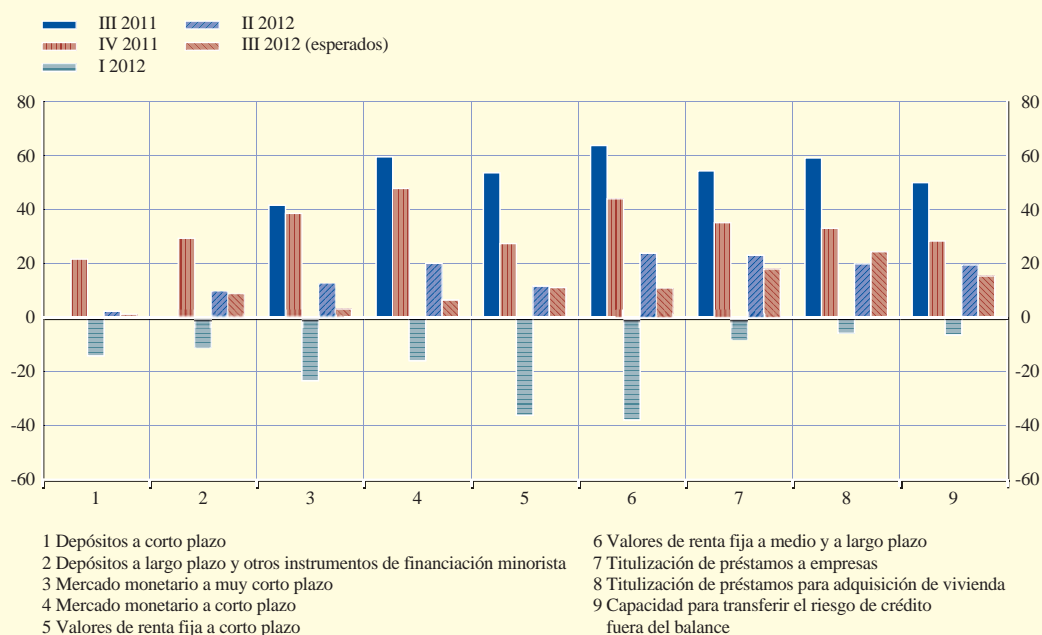
Pregunta ad hoc sobre el impacto de las turbulencias financieras

Al igual que en rondas anteriores, en la encuesta sobre préstamos bancarios en la zona del euro de julio de 2012 se planteó una pregunta ad hoc con el objeto de valorar la medida en que las tensiones registradas en los mercados financieros habían afectado al acceso de las entidades de crédito a la financiación en los mercados mayoristas y minoristas en el segundo trimestre de 2012, así como hasta qué punto podrían seguir influyendo en el tercer trimestre del año.

En términos netos, las entidades de la zona del euro participantes en la encuesta señalaron que el acceso a todas las categorías de financiación mayorista y minorista se había deteriorado en cierta medida, lo que probablemente estuvo relacionado con la reintensificación de la crisis de la deuda soberana, en comparación con el primer trimestre de 2012, aunque bastante menos que en el cuarto trimestre de 2011. El acceso de las entidades a la financiación mayorista y minorista a más largo plazo se deterioró algo más que el relativo a los segmentos a corto plazo, lo que posiblemente indique cierta reticencia de los inversores hacia las inversiones a más largo plazo (véase gráfico G). Además, las condiciones de acceso a la titulización parecieron haberse deteriorado considerablemente en el segundo trimestre de 2012, tanto en lo que respecta a la titulización fuera de balance o real como a la capacidad de las entidades para transferir riesgos fuera del balance (titulización sintética). De cara

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

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



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

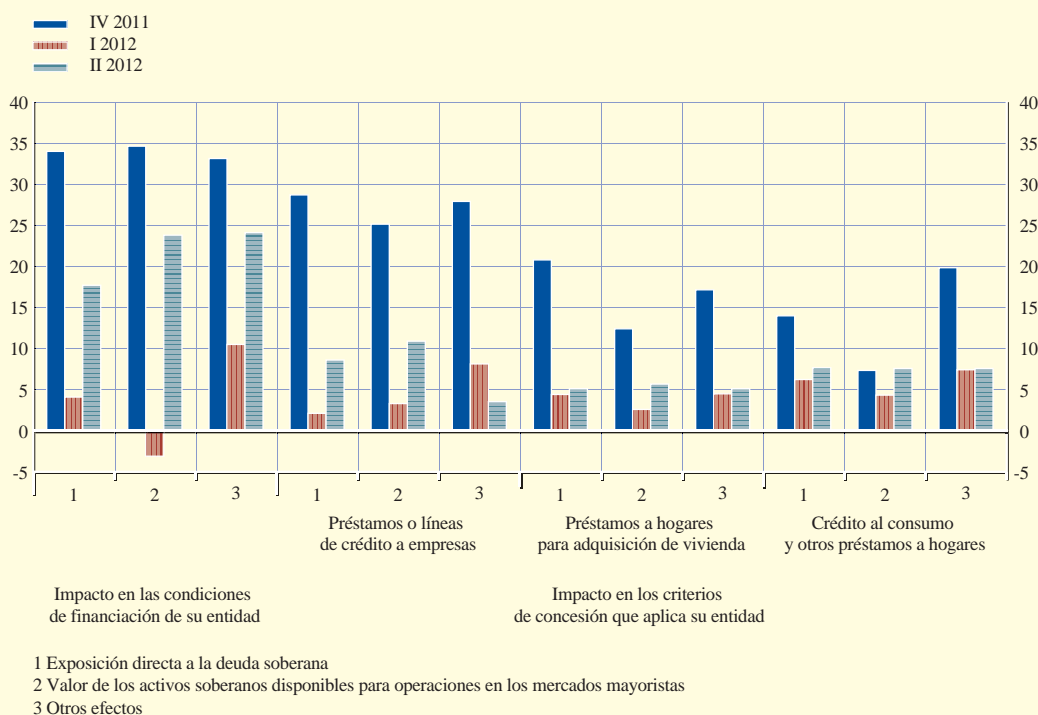
al futuro, las entidades de crédito de la zona del euro esperan que las condiciones de acceso a la financiación mayorista y minorista sigan deteriorándose en el tercer trimestre de 2012, aunque a un ritmo más moderado.

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

En la encuesta de julio de 2012 se incluyó por tercera vez una pregunta ad hoc con el objeto de valorar el impacto de la crisis de la deuda soberana en las condiciones de financiación de las entidades de crédito y en los criterios de aprobación del crédito. En promedio, el 18 % de las entidades de la zona del euro, en términos netos, en comparación con el 4 % en el primer trimestre de 2012, atribuyó el deterioro de las condiciones de financiación a la crisis de la deuda soberana, a través de su exposición directa a este instrumento, la reducción del valor de las garantías materializadas en deuda pública u otros efectos. De hecho, la disminución del valor de las garantías en el segundo trimestre de 2012 se mencionó como una causa del deterioro de las condiciones de financiación (el -3 %). En el trimestre anterior, el aumento del valor de las garantías influyó positivamente en las condiciones de financiación. Esto sugiere que los efectos adversos de la crisis de la deuda soberana sobre las condiciones de financiación de las entidades aumentaron de nuevo en el segundo trimestre. Pese a ello, el impacto sobre los criterios aplicados por las entidades de la zona para la aprobación

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

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



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

de préstamos siguió siendo limitado y solo varió moderadamente con respecto al trimestre precedente (aproximadamente el 7 %, en promedio, en el caso tanto de los préstamos a sociedades no financieras como de los préstamos a hogares; véase gráfico H).

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

En la encuesta de julio de 2012 también se incluyeron dos preguntas ad hoc con el objeto de valorar la medida en que los nuevos requerimientos de capital regulatorio fijados en «Basilea III»³ (o en cualquier otra normativa nacional específica relativa al capital de las entidades de crédito que se haya aprobado recientemente o que esté previsto aprobar en un futuro próximo) afectan a las políticas crediticias de las entidades a través de su posible impacto en su nivel de capital y en los criterios que aplican para la aprobación de préstamos.

Los resultados de la encuesta sobre préstamos bancarios de julio de 2012 confirmaron que el proceso de ajuste que se mencionaba en la encuesta de enero de 2012 todavía está en marcha. Las entidades encuestadas indicaron, en términos netos, que sus activos ponderados por el riesgo habían disminuido de nuevo, aunque menos de lo esperado en enero (el -41 % en el primer semestre de 2012, en comparación con el -34 % en el segundo semestre de 2011). Dicha reducción siguió y se espera que siga centrada en los préstamos de mayor riesgo, en contraposición a los préstamos ordinarios. El incremento del nivel de capital de las entidades fue menos pronunciado que en enero (el 35 %, frente al 42 %), pero se situó ligeramente por encima de las expectativas. En términos netos, el 34 % de las entidades esperan un aumento de su nivel de capital en el segundo semestre de 2012. Sin embargo, en contraposición a los resultados de la encuesta de enero para el segundo semestre de 2011, en la primera mitad de 2012, la mejora del nivel de capital de las entidades se consiguió fundamentalmente a través de los beneficios no distribuidos, en lugar de a través de la emisión de nuevas acciones.

En términos netos, aproximadamente el 25 % de las entidades de crédito de la zona del euro participantes en la encuesta indicó que había endurecido los criterios de aprobación de los préstamos a grandes empresas como consecuencia de los ajustes aplicados para cumplir la nueva normativa nacional y/o los requerimientos de capital fijados en «Basilea III». Los criterios de aprobación de los préstamos a pymes se vieron afectados en menor medida (el 8 %), al tiempo que, en el caso de los préstamos a hogares, en términos netos, el 12 % de las entidades de la zona encuestadas señaló haber endurecido los criterios debido a las nuevas exigencias de capital regulatorio para los préstamos para adquisición de vivienda y el 7 % lo habría hecho para el crédito al consumo.

En general, aunque la reducción de los activos ponderados por el riesgo siguió avanzando, en términos netos, en el primer semestre de 2012, las entidades de crédito no aceleraron la mejora de sus niveles de capital en ese período. De cara al futuro, un porcentaje neto menor de entidades de la zona del euro planea reducir sus activos en el segundo semestre de 2012, en comparación con el primer semestre del año, mientras que continuarían reforzando su base de capital en la misma medida que en el primer semestre. Para el segundo semestre de 2012, las entidades esperan un mayor endurecimiento neto de los criterios de aprobación de los préstamos como consecuencia de las presiones regulatorias, que deberían afectar principalmente a los préstamos a empresas, sin que se esperen grandes cambios en el caso de los préstamos a hogares.

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

2.2 EMISIONES DE VALORES

La tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones emitidos por residentes en la zona del euro se situó en el 4% en mayo de 2012, frente al 4,4% del mes precedente. Este retroceso estuvo impulsado, sobre todo, por el menor ritmo de crecimiento de la emisión de valores distintos de acciones a corto plazo, aunque la emisión de valores a largo plazo también registró una desaceleración. En conjunto, el debilitamiento de la actividad emisora fue generalizado en todos los sectores, salvo en uno. Al mismo tiempo, la tasa de crecimiento interanual de la emisión de acciones cotizadas aumentó ligeramente en mayo, hasta situarse en el 1,5%.

VALORES DISTINTOS DE ACCIONES

En mayo de 2012, la tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones emitidos por residentes en la zona del euro disminuyó hasta el 4%, frente al 4,4% del mes anterior (véase cuadro 4). Este retroceso estuvo impulsado, sobre todo, por el menor ritmo de crecimiento de la emisión de valores distintos de acciones a corto plazo, aunque el descenso de la emisión de valores a largo plazo también contribuyó a la desaceleración de la tasa total. En términos de sectores, la ralentización estuvo determinada por la mayor debilidad de la actividad emisora de las IFM, de las Administraciones Públicas y de las sociedades no financieras, mientras que la tasa de crecimiento de los valores distintos de acciones emitidos por las instituciones financieras no monetarias aumentó en mayo.

Si se consideran los distintos plazos de vencimiento, la tasa de crecimiento de la emisión de valores distintos de acciones a corto plazo cayó radicalmente y se situó en el 2,9% en mayo de 2012, frente al 6,4% de abril. El retroceso de mayo se registró tras cinco meses consecutivos de incremento de la tasa de crecimiento. En concreto, la actividad emisora de las IFM fue más débil, aunque también disminuyó la emisión de valores distintos de acciones a corto plazo por parte de las sociedades no financieras. La tasa de crecimiento interanual de la emisión de valores distintos de acciones a largo plazo también se redujo ligeramente, situándose en el 4,1% en mayo, frente al 4,2% del mes anterior, impulsada por la disminución de la actividad emisora de valores a tipo de interés fijo.

Cuadro 4 Valores emitidos por residentes en la zona del euro

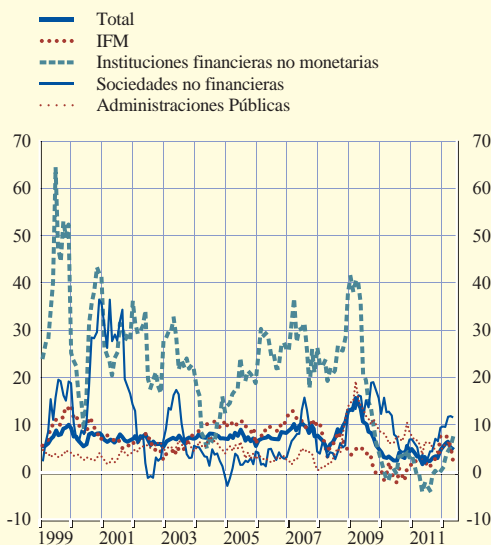
Sector emisor	Saldo vivo (mm de euros) Mayo 2012	Tasas de crecimiento interanual ¹⁾					
		2011 II	2011 III	2011 IV	2012 I	2012 Abr	2012 May
Valores distintos de acciones	16.840	3,5	3,5	3,1	4,2	4,4	4,0
IFM	5.600	1,1	2,0	3,3	4,6	4,2	2,9
Instituciones financieras no monetarias	3.381	0,7	-0,4	-1,1	-0,4	2,8	3,5
Sociedades no financieras	938	4,1	4,9	5,0	6,6	9,5	9,1
Administraciones Públicas	6.922	6,9	6,6	4,9	5,8	4,8	4,5
<i>De las cuales:</i>							
Administración Central	6.253	6,1	5,9	4,2	4,8	3,7	3,8
Otras Administraciones Públicas	669	15,8	14,6	13,2	16,8	15,7	12,6
Acciones cotizadas	3.771	1,5	1,9	1,6	1,6	1,4	1,5
IFM	281	7,4	12,4	10,0	10,8	10,7	10,0
Instituciones financieras no monetarias	260	4,2	5,0	5,2	3,6	3,1	3,4
Sociedades no financieras	3.230	0,5	0,4	0,3	0,3	0,2	0,4

Fuente: BCE.

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

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

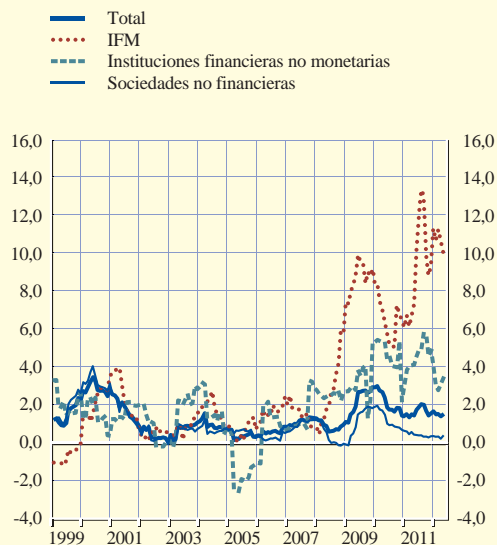
(tasas de crecimiento semestrales anualizadas desestacionalizadas)



Fuente: BCE.

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

(tasas de crecimiento interanual)



Fuente: BCE.

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

El descenso de la tasa de crecimiento total de las emisiones de valores distintos de acciones observado en mayo obedeció a la mayor debilidad de la actividad emisora en todos los sectores, salvo el de las instituciones financieras no monetarias. En concreto, la tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones emitidos disminuyó hasta el 2,9% en el caso de las IFM y hasta el 4,5% en el sector de Administraciones Públicas, frente al 4,2% y el 4,8%, respectivamente, del mes anterior. La desaceleración del crecimiento de los valores emitidos por las IFM debe valorarse en un contexto de elevadas tensiones en los mercados financieros. La tasa de crecimiento interanual de la emisión de valores distintos de acciones por parte de las sociedades no financieras, que había aumentado durante seis meses consecutivos hasta situarse en el 9,5% en abril, también se redujo en mayo, aunque permaneció en un nivel alto, del 9,1%. La fortaleza de la actividad emisora de estas sociedades refleja, posiblemente, una sustitución de la financiación bancaria por la financiación en los mercados, en un contexto de duros criterios de concesión del crédito y de mayor apetito de los inversores por inversiones con mayores rendimientos que la deuda pública. Por último, la tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones emitidos por las instituciones financieras no monetarias registró un nuevo incremento y se situó en el 3,5% en mayo, frente al 2,8% de abril.

Si se consideran las tendencias a corto plazo, la tasa de crecimiento semestral anualizada desestacionalizada de las emisiones de valores distintos de acciones apunta a una desaceleración de la actividad emisora de las IFM y de las Sociedades no financieras (véase gráfico 9). En particular, las emisiones de valores por parte del sector de IFM, que habían sido intensas desde mediados de 2011, empezaron a disminuir en marzo de 2012. En el caso de las Sociedades no financieras, la desaceleración observada en mayo se produjo tras cinco meses consecutivos de aumento de la tasa de crecimiento semestral anualizada desestacionalizada de las emisiones de valores distintos de acciones. En cambio, las emisiones de las instituciones financieras no monetarias continuaron acelerándose en mayo de 2012.

ACCIONES COTIZADAS

La tasa de crecimiento interanual de la emisión de acciones cotizadas por parte de residentes en la zona del euro aumentó ligeramente en mayo de 2012, hasta el 1,5 %, frente al 1,4 % del mes anterior. En particular, la tasa de crecimiento interanual de la emisión de acciones por las IFM se redujo hasta el 10 % en mayo, frente al 10,7 % de abril (véase gráfico 10). Al mismo tiempo, la tasa de crecimiento interanual de las acciones cotizadas emitidas por las sociedades no financieras repuntó levemente en mayo, 20 puntos básicos, hasta situarse en el 0,4 %. Además, la tasa de crecimiento de la emisión de acciones cotizadas por parte de las instituciones financieras no monetarias se incrementó de nuevo en mayo, hasta el 3,4 %, frente al 3,1 % del mes precedente.

2.3 TIPOS DE INTERÉS DEL MERCADO MONETARIO

Los tipos de interés del mercado monetario descendieron entre principios de julio y comienzos de agosto de 2012, reflejando la reducción de los tipos de interés oficiales del BCE el 5 de julio. En consecuencia, en el séptimo período de mantenimiento de 2012, que comenzó el 11 de julio, el eonia cayó hasta registrar un nuevo mínimo histórico, en un contexto de volúmenes elevados de exceso de liquidez en el mercado monetario a un día.

Los tipos de interés del mercado monetario sin garantías, medidos por el euríbor, descendieron entre principios de julio y comienzos de agosto de 2012, reflejando la reducción de los tipos de interés oficiales del BCE. El 1 de agosto, los tipos euríbor a un mes, a tres meses, a seis meses y a doce meses se situaron en el 0,14 %, el 0,38 %, el 0,66 % y el 0,94 %, respectivamente, es decir 22, 26, 26 y 27 puntos básicos por debajo de los niveles observados el 5 de julio. En consecuencia, el diferencial entre el euríbor a doce meses y a un mes —un indicador de la pendiente de la curva de rendimientos del mercado monetario— disminuyó hasta situarse en 79 puntos básicos el 1 de agosto, en comparación con 84 puntos básicos el 5 de julio (véase gráfico 11).

El tipo *swap* del eonia a tres meses se situó en el 0,05 % el 1 de agosto, 8 puntos básicos por debajo del nivel observado el 5 de julio, lo que hizo que el diferencial entre el euríbor a tres meses y el tipo *swap* del eonia al mismo plazo retrocediera 18 puntos básicos y se situara en 33 puntos básicos, manteniéndose básicamente acorde con los niveles observados en julio de 2011.

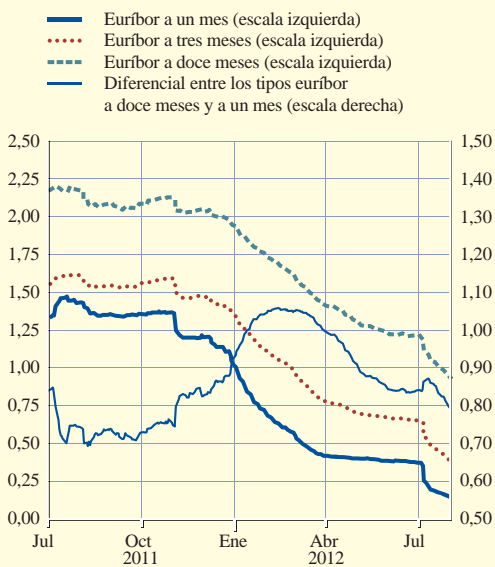
El 1 de agosto, los tipos de interés implícitos en los precios de los futuros del euríbor a tres meses con vencimiento en septiembre y diciembre de 2012 y en marzo y junio de 2013 se situaron en el 0,28 %, el 0,27 %, el 0,28 % y el 0,30 %, respectivamente, lo que representa descensos de 14, 15, 13 y 12 puntos básicos, respectivamente, en comparación con los niveles observados el 5 de julio.

Entre el 5 de julio y el 10 de julio, último día del sexto período de mantenimiento del año, el eonia permaneció estable en torno al 0,33 %, en un contexto de persistente exceso de liquidez. En el período de mantenimiento que comenzó el 11 de julio, el eonia descendió unos 19 puntos básicos, hasta el 0,13 %, reflejando el recorte de los tipos de interés oficiales del BCE. Desde entonces, la volatilidad ha sido reducida y el 1 de agosto el eonia se situó en el 0,11 %.

El Eurosistema realizó varias operaciones de financiación entre el 5 de julio y el 1 de agosto. En las operaciones principales de financiación del séptimo período de mantenimiento, que se llevaron a cabo los días 10, 17, 24 y 31 de julio, el Eurosistema adjudicó 163,7 mm de euros, 156,8 mm de euros, 130,7 mm

Gráfico 11 Tipos de interés del mercado monetario

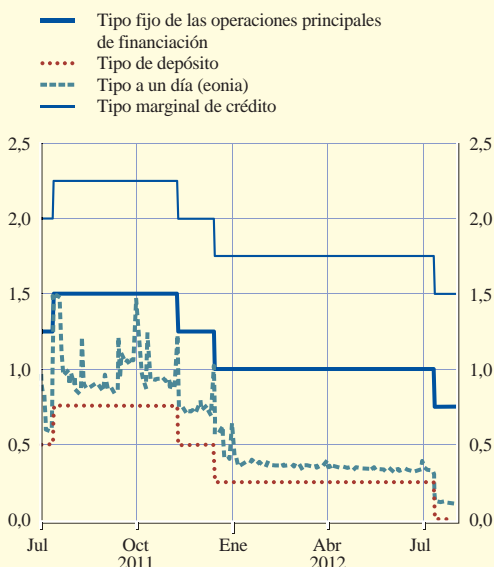
(porcentajes; diferencial en puntos porcentuales; datos diarios)



Fuentes: BCE y Thomson Reuters.

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

(porcentajes; datos diarios)



Fuentes: BCE y Thomson Reuters.

de euros y 132,7 mm de euros, respectivamente. El Eurosistema también efectuó dos operaciones de financiación a plazo más largo (OFPML) en julio, en las que aplicó un procedimiento de subasta a tipo de interés fijo con adjudicación plena: una operación de financiación a plazo especial el 10 de julio con plazo de vencimiento de un período de mantenimiento (en la que se adjudicaron 24,4 mm de euros) y una OFPML a tres meses el 25 de julio (en la que se adjudicaron 8,5 mm de euros).

El Eurosistema también llevó a cabo cuatro operaciones de absorción de liquidez a una semana los días 10, 17 y 24 de junio y 31 de julio, aplicando un procedimiento de subasta a tipo de interés variable con un tipo máximo de puja del 0,75 % y tipos de interés de adjudicación del 0,03 %, el 0,02 %, el 0,02 % y el 0,02 %, respectivamente. Con estas operaciones, el Eurosistema absorbió totalmente la liquidez asociada a las adquisiciones realizadas en el marco del programa para los mercados de valores.

El séptimo período de mantenimiento del año, que comenzó el 11 de julio, se caracterizó por unos niveles elevados de exceso de liquidez en el mercado monetario a un día, aunque el recurso medio diario a la facilidad de depósito disminuyó hasta situarse en 352,4 mm de euros, frente a los 770,6 mm de euros del período de mantenimiento anterior. Esta evolución es consecuencia de la reducción del tipo de interés de la facilidad de depósito hasta el 0 %, que provocó un trasvase de fondos de esta facilidad a la respectiva cuenta corriente. Por consiguiente, el saldo medio mantenido en la cuenta corriente aumentó hasta alcanzar los 501,5 mm de euros, frente a 111,5 mm de euros en el período de mantenimiento precedente.

2.4 MERCADOS DE RENTA FIJA

Los rendimientos de la deuda pública a largo plazo con calificación AAA descendieron alrededor de 40 puntos básicos en la zona del euro entre finales de junio y principios de agosto de 2012, principalmente

como consecuencia de la preocupación acerca del crecimiento, de la reducción de los tipos de interés oficiales del BCE y de la mayor aversión al riesgo. En Estados Unidos, los rendimientos de la deuda a largo plazo retrocedieron unos 10 puntos básicos en ese mismo período. En la zona del euro, los rendimientos de los bonos de emisores con calificación AAA registraron una caída, mientras que los de la mayoría de los países acogidos a un programa de asistencia financiera, así como los de Italia y España, se incrementaron. La incertidumbre existente en torno a la evolución futura de los mercados de renta fija en la zona del euro, medida por la volatilidad implícita de estos mercados, disminuyó en la primera mitad de julio, antes de registrar un incremento a finales de mes. Los indicadores de mercado muestran que las expectativas de inflación siguen estando plenamente en consonancia con la estabilidad de precios.

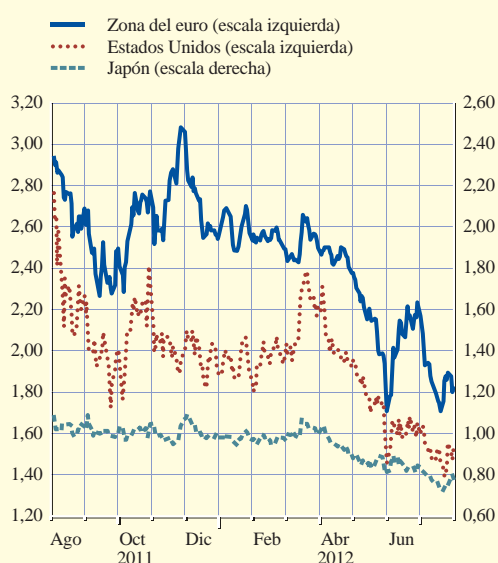
Entre finales de junio y el 1 de agosto de 2012, los rendimientos de la deuda pública a largo plazo con calificación AAA de la zona del euro cayeron unos 40 puntos básicos, situándose en torno al 1,8%. En Estados Unidos, estos rendimientos se redujeron algo menos, 10 puntos básicos en ese mismo período, y el 1 de agosto se situaron aproximadamente en el 1,5%. Los rendimientos de la deuda pública a largo plazo experimentaron un acusado descenso en las dos áreas económicas en el período transcurrido hasta el 20 de julio, correspondiendo el mayor retroceso a la zona del euro. A partir de esa fecha, los rendimientos de los bonos a largo plazo se incrementaron tanto en la zona del euro como en Estados Unidos (véase gráfico 13). En ambas áreas económicas, los rendimientos de estos bonos registraron mínimos históricos durante el período de referencia, como consecuencia de la búsqueda de activos seguros, así como del deterioro de las perspectivas de crecimiento. En concreto, el FMI redujo su previsión de crecimiento mundial y apuntó a la existencia de riesgos a la baja relacionados con la insuficiente acción política en la zona del euro, mientras que, en Estados Unidos, la Reserva Federal señaló su disposición a actuar para responder al bajo crecimiento, pero no mencionó políticas concretas. Además, el recorte de los tipos de interés oficiales del BCE a principios de julio contribuyó a la reducción de los rendimientos de la deuda pública a largo plazo con calificación AAA de la zona.

El resultado de la reunión del Eurogrupo celebrada el 20 de julio no logró convencer a los participantes en el mercado de la determinación de los Gobiernos para adoptar las medidas necesarias con el fin de resolver la crisis y aplicar los acuerdos alcanzados en la reunión del Consejo Europeo de finales de junio. Esto afectó no solo a los mercados de renta fija de los países sometidos a tensiones financieras, sino también a los mercados de bonos con calificación AAA. Hacia finales de mes, Moody's modificó a negativas las perspectivas de calificación de la deuda de Alemania, Luxemburgo y Países Bajos, lo que también ejerció presiones a la baja sobre los precios de la deuda pública a largo plazo con calificación AAA.

El diferencial de tipos de interés nominales entre los rendimientos de la deuda pública a diez años de

Gráfico 13 Rendimiento de la deuda pública a largo plazo

(porcentajes; datos diarios)



Fuentes: EuroMTS, BCE, Bloomberg y Thomson Reuters.

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

Estados Unidos y los de la zona del euro se redujo durante el período de referencia, y el 1 de agosto se situó en torno a 30 puntos básicos. En Japón, los rendimientos de la deuda pública al mismo plazo cayeron ligeramente durante el período considerado, y el 1 de agosto se situaron en el 0,8%. Durante el período analizado, los rendimientos de los bonos de este país alcanzaron el nivel más bajo registrado desde 2003.

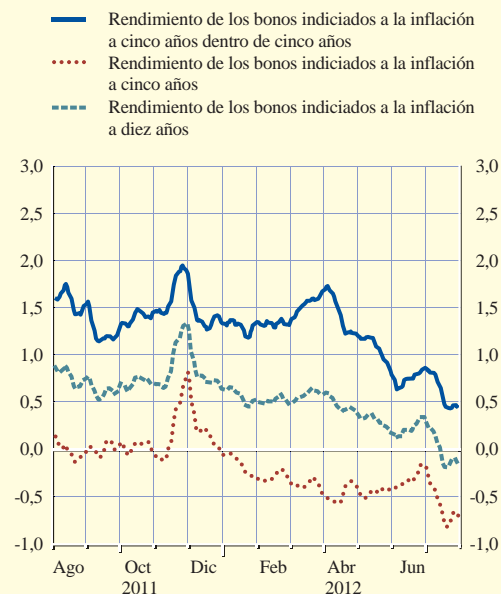
La incertidumbre de los inversores acerca de la evolución a corto plazo de los mercados de renta fija de la zona del euro, medida por la volatilidad implícita obtenida de las opciones, disminuyó en el período transcurrido hasta el 20 de julio, pero posteriormente aumentó hasta alcanzar un nivel próximo al observado a finales de junio. En Estados Unidos, la volatilidad implícita también se redujo a principios de mes, aunque este descenso se revirtió posteriormente. En ambas áreas económicas, la volatilidad implícita de los mercados de renta fija ha descendido con respecto a los máximos registrados en noviembre de 2011, si bien en mayor medida en Estados Unidos. Las primas de liquidez de la deuda pública de Alemania en relación con las de los bonos comparables de institutos públicos de financiación prácticamente no variaron durante el período analizado.

En cuanto a los diferenciales de rendimiento de la deuda soberana en la zona del euro, la atención de los mercados se centró principalmente en España, ya que varias Comunidades Autónomas solicitaron asistencia financiera al Gobierno central, alimentando la especulación en los mercados de que España necesitará acogerse a un programa de asistencia financiera completo. En líneas más generales, durante el período de referencia, los diferenciales de rendimiento de la deuda soberana a diez años frente a la deuda alemana se incrementaron en el caso de España, Italia y la mayoría de los países acogidos a un programa de asistencia financiera, mientras que se redujeron entre 20 y 40 puntos básicos en el de Bélgica, Francia, Países Bajos, Austria y Finlandia. En julio, los rendimientos de la deuda española llegaron al máximo nivel observado desde la introducción del euro, en un entorno de temores acerca de la sostenibilidad de la deuda pública y de restricciones de acceso a los mercados de financiación. Los diferenciales de rendimiento de los bonos irlandeses disminuyeron ligeramente y los rendimientos de los bonos a largo plazo de este país cayeron hasta el nivel más bajo registrado desde la puesta en marcha del programa de asistencia financiera. Irlanda reanudó sus emisiones de deuda mediante una subasta de letras del Tesoro a principios de julio y también realizó una emisión de bonos a largo plazo más tarde ese mismo mes, antes de lo previsto en los planes anunciados. A finales de julio, los mercados de renta fija de los países sometidos a tensiones financieras se beneficiaron de una serie de declaraciones oficiales.

Los rendimientos de la deuda pública a cinco y a diez años de la zona del euro indiciada a la inflación cayeron unos 50 puntos básicos en el período de referencia, situándose en el -0,8% y el -0,2%, respectivamente, el 1 de agosto (véase gráfico 14). El nivel muy bajo de los tipos de interés reales a

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

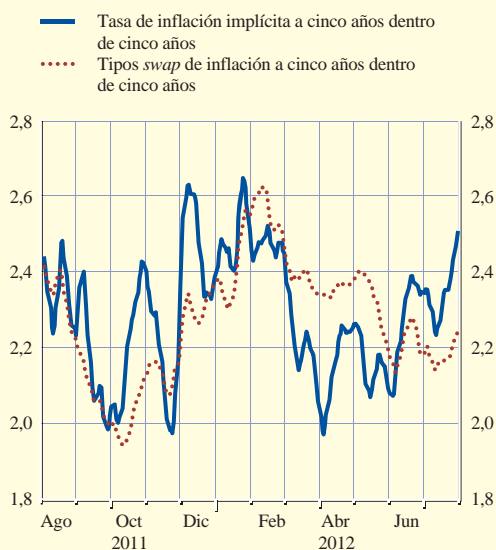
(porcentajes; datos diarios de medias móviles de cinco días; datos desestacionalizados)



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

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

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

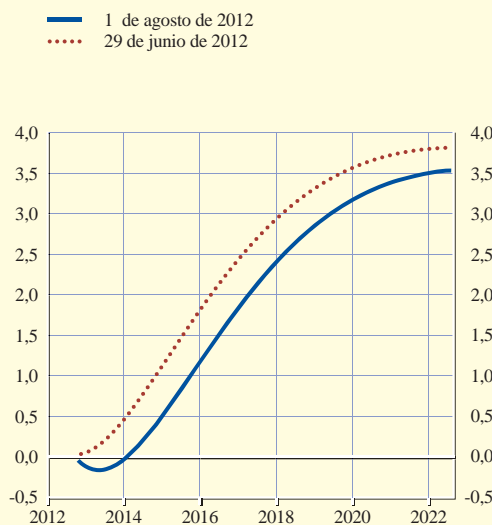


Fuentes: Thomson Reuters y cálculos del BCE.

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

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

(porcentajes; datos diarios)



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

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

largo plazo refleja la percepción bastante pesimista de los inversores en relación con las perspectivas de crecimiento a medio plazo, así como la búsqueda de activos seguros. En cuanto a la percepción de la inflación, la tasa de inflación implícita a cinco años dentro de cinco años de la zona del euro se incrementó alrededor de 20 puntos básicos, hasta alcanzar el 2,6% en el período considerado (véase gráfico 15). El tipo *swap* de inflación con el mismo horizonte temporal se incrementó unos 10 puntos básicos en ese período y el 1 de agosto se situó en el 2,3%. En conjunto, si se tienen en cuenta no solo la volatilidad y las distorsiones de los mercados en un entorno de elevadas primas de liquidez, sino también las primas de riesgo de inflación, los indicadores de mercado indican que las expectativas de inflación siguen estando plenamente en consonancia con la estabilidad de precios¹.

El patrón general de rendimiento de la deuda pública a largo plazo con calificación AAA de la zona del euro puede descomponerse en variaciones de las expectativas de tipos de interés (y de las primas de riesgo asociadas) en distintos horizontes (véase gráfico 16). El 1 de agosto, la curva de tipos *forward* se desplazó unos 50 puntos básicos a la baja con respecto a la observada a finales de junio. Los desplazamientos de fondos hacia activos seguros, la reducción a cero del tipo de interés de la facilidad de depósito del BCE y la especulación acerca de la posibilidad de que los tipos de esta facilidad pasen a ser negativos han hecho que se registren rendimientos negativos en los bonos a corto plazo de algunos

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

países de la zona del euro, tanto en el mercado primario como en el secundario. El hecho de que la pendiente de la curva obtenida a partir de la estructura temporal de los tipos de interés prácticamente no se modificara se debe a que las variaciones de los rendimientos a corto plazo se transmitieron a lo largo de la curva de rendimientos a los tipos a largo plazo, en parte como consecuencia de la búsqueda de rentabilidades positivas por parte de los inversores.

Entre finales de junio y el 1 de agosto de 2012, los diferenciales de los valores de renta fija privada con calificación de grado de inversión emitidos por las sociedades no financieras experimentaron una caída (en comparación con el índice Merrill Lynch EMU de deuda pública con calificación AAA). En ese mismo período, los diferenciales de los valores de renta fija privada con calificación de grado de inversión emitidos por las instituciones financieras se redujeron de manera más acusada para los emisores con calificación baja, mientras que los de los bonos con calificación AAA y AA- prácticamente no se modificaron. En conjunto, la evolución reciente de los rendimientos de los valores de renta fija privada sugiere una ligera mejora de las condiciones de financiación en los mercados para las empresas.

2.5 TIPOS DE INTERÉS DE LOS PRÉSTAMOS Y LOS DEPÓSITOS

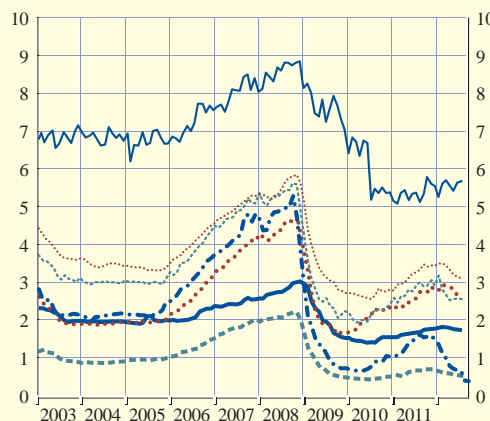
En junio de 2012, los tipos de interés aplicados por las IFM a los depósitos mostraron una evolución dispar, reduciéndose ligeramente en los vencimientos a corto plazo y aumentando en el caso de los vencimientos a más largo plazo. Los tipos de interés de los préstamos a hogares para adquisición de vivienda y de los préstamos a las sociedades no financieras registraron un descenso, tanto a corto como a largo plazo. El diferencial entre los tipos de interés a largo plazo de los préstamos y los rendimientos de la deuda pública a siete años con calificación AAA se redujo en junio, en un contexto de volatilidad de los rendimientos de la deuda pública.

Los tipos de interés aplicados por las IFM a los depósitos a corto plazo mostraron en junio de 2012 una evolución dispar. El tipo de interés de los depósitos a la vista de los hogares y de las sociedades financieras se redujo ligeramente, en 1 y 2 puntos básicos, respectivamente. Los tipos de los depósitos disponibles con preaviso superior a tres meses de los hogares descendieron en torno a 3 puntos básicos. Por el contrario, los tipos de interés de los depósitos a plazo hasta un año de los hogares aumentaron alrededor de 6 puntos básicos, mientras que los de los depósitos de las sociedades no financieras al mismo plazo se incrementaron en torno a 4 puntos básicos (véase gráfico 17).

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

(porcentajes; tipos de interés de las nuevas operaciones)

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



Fuente: BCE.

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

La mayor parte de los tipos de interés aplicados por las IFM a los préstamos a corto plazo se redujeron en junio de 2012. Los tipos de interés de los descubiertos de las sociedades no financieras disminuyeron 3 puntos básicos, al igual que los de los préstamos a estas sociedades con plazo inicial inferior a un año. La caída de los tipos de interés aplicados por las IFM a los préstamos a corto plazo concedidos a las sociedades no financieras refleja un descenso más pronunciado de los tipos de interés de los créditos de hasta un millón de euros, que se redujeron 7 puntos básicos hasta situarse en el 4,1 %, mientras que el tipo aplicado a los créditos de más de un millón de euros solo registró un ligero descenso, de alrededor de 1 punto básico. Así pues, el diferencial entre los tipos de interés a corto plazo aplicados por las IFM a los créditos de hasta un millón de euros, y los aplicados a los créditos de más de un millón de euros se redujo en junio, aunque se mantuvo en un nivel históricamente elevado, de 151 puntos básicos. Los tipos de interés a corto plazo aplicados por las IFM a los préstamos a hogares para adquisición de vivienda también registraron un descenso de 4 puntos básicos en junio, mientras que los del crédito al consumo, que generalmente son bastante volátiles, experimentaron una ligera subida de 2 puntos básicos. En conjunto, y dado que el euríbor registró un descenso de 1 punto básico en el mismo mes, el diferencial entre el euríbor y los tipos de interés a corto plazo de los préstamos a hogares para adquisición de vivienda se redujo hasta 245 puntos básicos, mientras que el diferencial frente a los préstamos a corto plazo de más de un millón de euros a las sociedades no financieras prácticamente no experimentó variación (véase gráfico 18).

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

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



Fuente: BCE.

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

Desde una perspectiva de más largo plazo, los tipos de interés de los préstamos a corto plazo aplicados por las IFM han caído desde principios de 2012. Esta tendencia podría seguir reflejando la transmisión de las variaciones de los tipos de mercado a los tipos de interés del crédito bancario, tras los recortes de los tipos de interés oficiales del BCE efectuados en noviembre y diciembre de 2011, así como la mejora de la liquidez de las entidades crédito en el contexto de las dos OFPML a tres años llevadas a cabo en diciembre de 2011 y en enero de 2012 y de la ampliación de la política del Eurosistema relativa a los activos de garantía. Además, también se prevé que el recorte de los tipos de interés oficiales del BCE en julio contribuya gradualmente a reducir los costes de la financiación bancaria en los próximos meses.

Por lo que respecta a los vencimientos a largo plazo, en junio de 2012, los tipos de interés aplicados por las IFM a los préstamos tendieron a descender, mientras que aumentaron los aplicados a los depósitos. Los tipos de interés de los créditos de más de un millón de euros concedidos a las sociedades no financieras registraron un acusado descenso en junio, mientras que la caída fue más moderada en el caso de otras categorías de créditos. En particular, los tipos de interés de los créditos de más de un millón de euros concedidos a las empresas a más de cinco años de fijación del tipo inicial se redujeron en torno a 26 puntos

básicos. Los tipos de interés de los créditos de más de un millón de euros otorgados a las sociedades no financieras se situaban, en junio, en el 3,3%, un nivel cercano al mínimo histórico registrado a mediados de 2010. Al mismo tiempo, los tipos de interés aplicados por las IFM a los créditos de hasta un millón de euros experimentaron una caída de 9 puntos básicos en junio, hasta el 4%. Los tipos de interés de los préstamos a hogares para adquisición de vivienda a más de cinco años y hasta diez años de fijación del tipo inicial también registraron un descenso, de alrededor de 7 puntos básicos. Por el contrario, los tipos de interés de los depósitos a plazo a más de dos años aumentaron en junio, 9 puntos básicos en el caso de las sociedades no financieras y 7 puntos básicos en el caso de los hogares (véase gráfico 19).

Hasta mayo de 2012, los diferenciales entre los tipos de interés a largo plazo de los préstamos y los rendimientos de la deuda pública a siete años con calificación AAA aumentaron debido, en parte, a la presión a la baja ejercida sobre el rendimiento de la deuda pública con calificación AAA, como consecuencia de la huida hacia activos más seguros. En junio, el diferencial entre los tipos de interés a largo plazo de los préstamos a hogares para adquisición de vivienda (a más de cinco años) y los rendimientos de la deuda pública a siete años con calificación AAA se redujo en un contexto de fuerte volatilidad de los rendimientos de la deuda pública. En el caso de las sociedades no financieras, el diferencial correspondiente para los créditos de más de un millón de euros se redujo alrededor de 60 puntos básicos, tras haber aumentado 50 puntos básicos en el mes anterior.

Si se considera desde una perspectiva de más largo plazo, se observa que los tipos de interés de los préstamos a largo plazo concedidos a los hogares y los tipos de interés de los créditos a largo plazo de más de un millón de euros otorgados a las sociedades no financieras han mostrado, en general, una transmisión ligeramente incompleta y lenta de las variaciones en los rendimientos de la deuda pública con calificación AAA. Recientemente, las regularidades históricas entre los tipos de interés de los préstamos a largo plazo y los rendimientos de la deuda pública con calificación AAA correspondiente podrían haberse visto distorsionadas por las tensiones asociadas a la crisis de la deuda soberana en la zona del euro, así como por las vulnerabilidades de las entidades de crédito de la zona.

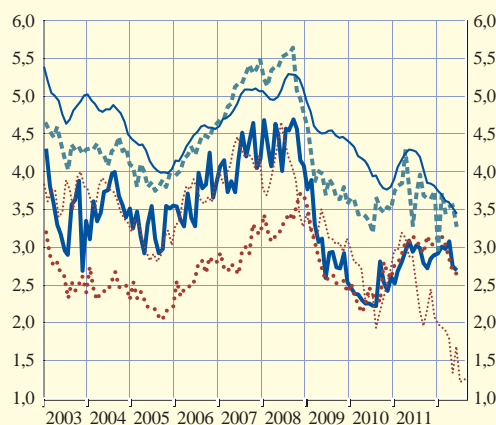
2.6 MERCADOS DE RENTA VARIABLE

Entre finales de junio y el 1 de agosto de 2012, las cotizaciones bursátiles se incrementaron alrededor del 3% en la zona del euro y del 1% en Estados Unidos. Los precios de las acciones registraron un acusado descenso a mediados de julio, descenso que posteriormente se revirtió. Las cotizaciones del

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

(porcentajes; tipos de interés de las nuevas operaciones)

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



Fuente: BCE.

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

sector financiero cayeron como consecuencia de la renovada preocupación acerca de la estabilidad financiera. La inquietud existente en torno a las perspectivas de crecimiento también influyó negativamente en las cotizaciones. Por otra parte, la publicación de datos mejores de lo esperado sobre beneficios y las expectativas de adopción de medidas de estímulo monetario en la zona del euro, Estados Unidos y China respaldaron las cotizaciones bursátiles en la primera mitad de julio. El aumento de las cotizaciones observado a finales de julio se produjo tras las declaraciones de los responsables de la política económica sobre su compromiso de tomar las medidas que sean necesarias para resolver la crisis. La incertidumbre en los mercados bursátiles, medida por la volatilidad implícita, se incrementó hacia finales de julio tanto en la zona del euro como en Estados Unidos.

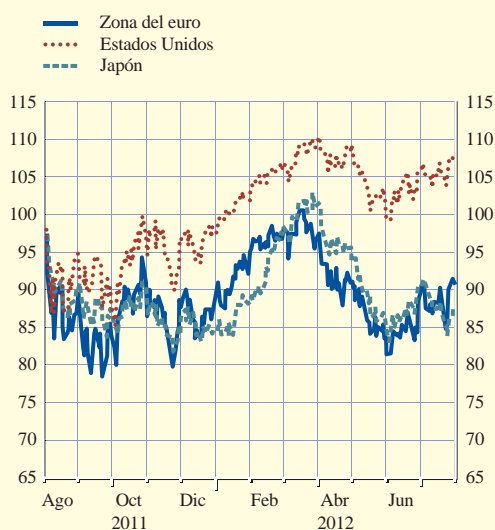
Entre finales de junio y el 1 de agosto de 2012, las cotizaciones bursátiles de la zona del euro, medidas por el índice Dow Jones EURO STOXX amplio, aumentaron alrededor del 3 %, mientras que las de Estados Unidos, medidas por el índice Standard & Poor's 500, se incrementaron en torno al 1 % (véase gráfico 20). En Japón, las cotizaciones, medidas por el índice Nikkei 225, retrocedieron aproximadamente un 4 % en ese mismo período.

La evolución de los índices bursátiles amplios en la zona del euro y en Estados Unidos fue relativamente similar en julio. Los mercados de renta variable experimentaron una caída a partir del 20 de julio antes de que esa caída se revirtiera al final del mes. Durante la primera mitad de julio, las cotizaciones bursátiles se vieron favorecidas por las expectativas de adopción de medidas de estímulo monetario en la zona del euro, Estados Unidos y China. La publicación de datos mejores de lo esperado sobre beneficios también respaldaron estos precios. Por otra parte, el hecho de que los datos macroeconómicos publicados fueran negativos, en general, y la reducción de las previsiones de crecimiento ejercieron presiones a la baja sobre los precios de las acciones. La caída de estos precios observada con posterioridad al 20 de julio se debió principalmente a la renovada preocupación acerca de la estabilidad financiera de la zona del euro. Aunque en la reunión del Eurogrupo del 20 de julio se acordaron las condiciones del paquete de medidas de recapitalización del sector financiero español, los participantes en el mercado no consideraron que esto fuera suficiente para quebrar la espiral negativa entre los emisores soberanos y el sector financiero. La prohibición de las ventas en corto impuesta por España e Italia tampoco pareció tranquilizar a los mercados de renta variable. La disminución de los precios de las acciones se revirtió a finales de julio tras las declaraciones de los responsables de la política económica sobre su compromiso de adoptar las medidas que sean necesarias para resolver la crisis.

En julio, la evolución del precio de las acciones fue divergente en la zona del euro. Hasta el 20 de julio, las cotizaciones bursátiles españolas e italianas descendieron, mientras que aumentaron en la mayoría

Gráfico 20 Índices bursátiles

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



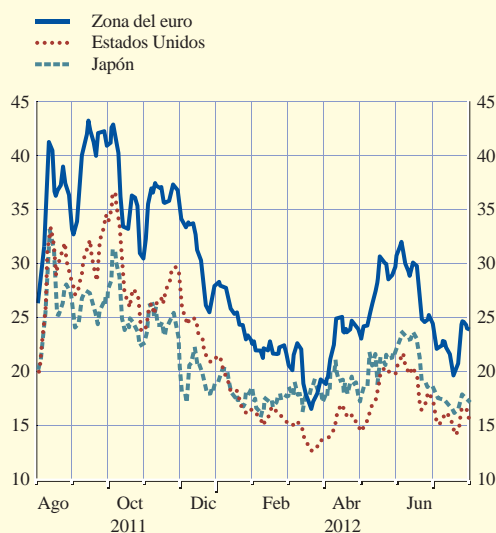
Fuente: Thomson Reuters.
Nota: Índice Dow Jones EURO STOXX amplio para la zona del euro, Standard & Poor's 500 para Estados Unidos y Nikkei 225 para Japón.

de los demás países. Posteriormente, todos los mercados de renta variable retrocedieron, registrando los precios de las acciones de España e Italia las caídas más acusadas. Las cotizaciones de estos dos países también encabezaron la recuperación observada posteriormente. En conjunto, durante el período analizado, los precios de las acciones españolas e italianas se redujeron un 4% y un 2%, respectivamente, mientras que, por ejemplo, los precios de las acciones alemanas se incrementaron un 5%. En la zona del euro en su conjunto, los precios de las acciones del sector financiero disminuyeron alrededor del 1% en el período considerado, mientras que las cotizaciones de los sectores no financieros aumentaron un 3%.

La incertidumbre en el mercado de renta variable, medida por la volatilidad implícita, disminuyó en la primera mitad de julio, antes de aumentar a partir del día 20. El 1 de agosto, la volatilidad implícita se situó en el 24% en la zona del euro. En Estados Unidos, la volatilidad implícita en este mercado también se redujo en la primera quincena de julio, antes de incrementarse al final del período de referencia. La volatilidad implícita en este país, que se sitúa en el 16%, sigue siendo inferior a la registrada en la de zona del euro. En ambas áreas económicas, los niveles de incertidumbre observados en los mercados bursátiles a mediados de julio eran próximos a los mínimos registrados en los meses del año transcurridos hasta ahora. No obstante, después de aumentar de nuevo, las volatilidades implícitas de las dos áreas económicas retornaron al nivel medio de 2012 a finales de julio (véase gráfico 21).

Gráfico 21 Volatilidad implícita en los mercados de renta variable

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



Fuente: Bloomberg.

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

Recuadro 3

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

Las cuentas integradas de la zona del euro hasta el primer trimestre de 2012, que se publicaron el 1 de agosto de 2012, ofrecen información completa sobre las rentas, los gastos y las decisiones de financiación y de cartera de los sectores institucionales de la zona del euro. En el primer trimestre de 2012, el debilitamiento adicional de la actividad económica mantuvo paralizada la corrección de los desequilibrios que se había iniciado durante la fase de recuperación, al igual que en el trimestre anterior. La tasa de ahorro de los hogares se estabilizó en niveles cercanos a los mínimos históricos y el patrimonio neto de este sector se redujo, mientras que los déficits públicos solo descendieron ligeramente. La necesidad de financiación de las sociedades no financieras volvió a ser positiva, aunque esto se debió a una disminución de los beneficios no distribuidos, mientras que

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

la formación bruta de capital experimentó una contracción y las existencias se redujeron a un ritmo más rápido. Al mismo tiempo, el saldo exterior de la zona siguió registrando un superávit por segundo trimestre consecutivo.

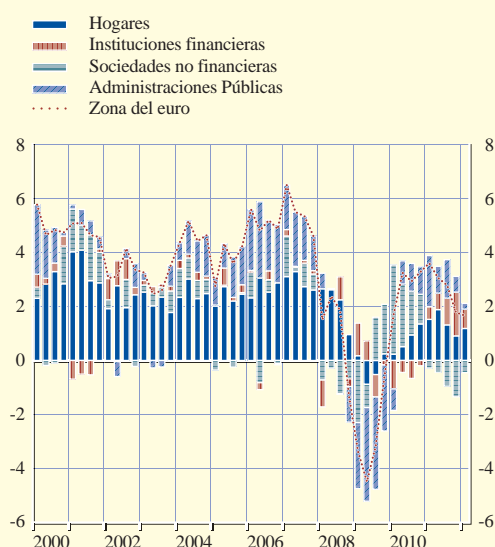
Renta y capacidad/necesidad de financiación de la zona del euro

El crecimiento interanual de la renta disponible nominal de la zona del euro continuó cayendo hasta el 1,7% en el primer trimestre de 2012, tras el significativo descenso de un punto porcentual, que lo situó en el 1,8% en el trimestre anterior (véase gráfico A). Como el crecimiento de la renta se ralentizó, el crecimiento del ahorro bruto de la zona cayó del 3,8% al 1,4%, en tasa interanual, lo que quedó reflejado, en todos los sectores, en un acusado descenso de los beneficios no distribuidos (ahorro) de las sociedades no financieras, en un crecimiento más lento de los beneficios no distribuidos de las instituciones financieras y, a diferencia de lo observado en trimestres anteriores, en la falta de continuidad del proceso de corrección del desahorro público. Al mismo tiempo, el crecimiento de la formación de capital pasó a ser negativo en la zona del euro en su conjunto y en todos los sectores institucionales no financieros.

En general, la capacidad/necesidad de financiación de la zona del euro (saldo exterior, que puede definirse en sentido amplio como la diferencia entre ahorro y formación de capital) se mantuvo en valores positivos por segundo trimestre consecutivo, en términos desestacionalizados, y retornó a territorio positivo en términos acumulados de cuatro trimestres. Desde un punto de vista sectorial, la mejora de la capacidad/necesidad de financiación se debió, en particular, al sector de instituciones financieras, cuya contribución a la capacidad de financiación total de la zona del euro desde el inicio de la crisis ha sido muy positiva. Esta mejora es reflejo del aumento de los beneficios no distribuidos

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

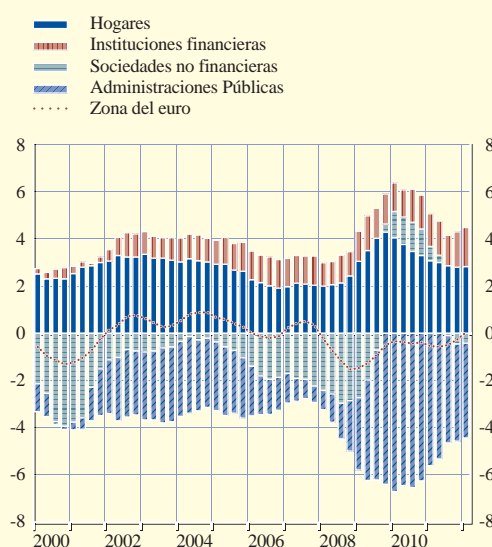
(tasa de variación interanual; contribuciones en puntos porcentuales)



Fuentes: Eurostat y BCE.

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

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



Fuentes: Eurostat y BCE.

de las instituciones financieras como consecuencia de sus esfuerzos por mejorar su nivel de capital. Además, la mejora del saldo exterior también refleja el ligero descenso de la necesidad de financiación del sector público (véase gráfico B, en flujos acumulados de los cuatro últimos trimestres). Por lo que se refiere a la financiación, el aumento de la capacidad de financiación tuvo su reflejo, principalmente, en una reducción de las entradas netas en valores distintos de acciones y, en menor medida, en acciones y otras participaciones, que se vieron contrarrestadas solo en parte por un descenso de las salidas netas de la partida efectivo y depósitos. Además, la repatriación de fondos disminuyó, especialmente en forma de depósitos, que se redujeron a un ritmo más lento que en trimestres anteriores.

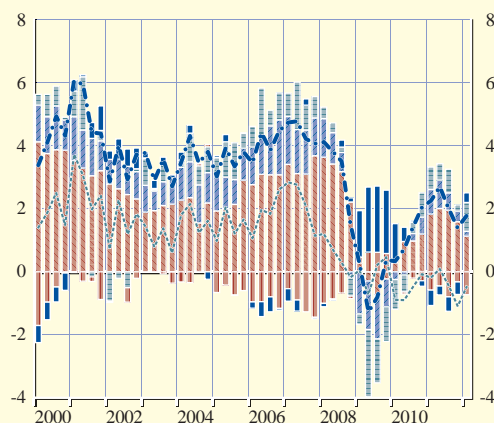
Evolución de los sectores institucionales

Después de dos trimestres de descenso, la tasa de crecimiento interanual de la renta bruta disponible de los hogares aumentó hasta el 1,8% en el primer trimestre de 2012, desde el 1,4% del trimestre anterior (véase gráfico C), pese a una significativa reducción del crecimiento de la remuneración de los asalariados. Este aumento es atribuible a un crecimiento más elevado de las rentas de la propiedad netas y de las prestaciones sociales, que crecieron por primera vez desde el tercer trimestre de 2010. El crecimiento de la renta disponible real se mantuvo en territorio negativo (el -0,5%, en tasa interanual) por tercer trimestre consecutivo, como consecuencia de la elevada inflación. Como el consumo privado también se incrementó a una moderada tasa de crecimiento interanual del 1,9%, cercana a la tasa correspondiente a la renta, la tasa de ahorro de los hogares se estabilizó en el 13,3%, en términos desestacionalizados (véase gráfico D).

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

(tasas de variación interanual; contribuciones en puntos porcentuales)

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

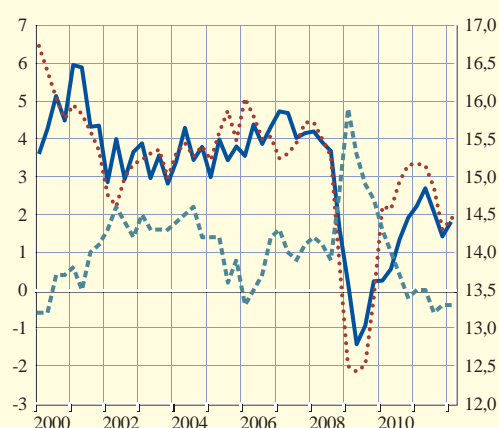


Fuentes: Eurostat y BCE.

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

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

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



Fuentes: Eurostat y BCE.

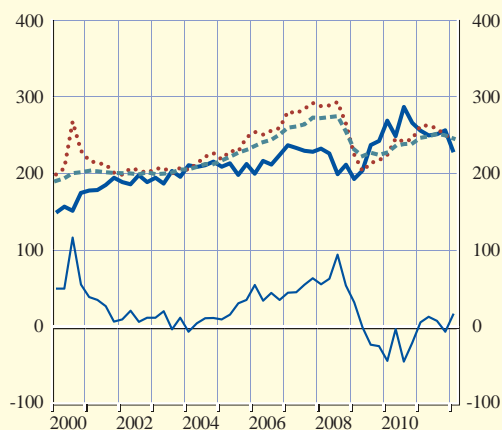
Como resultado de la debilidad de la inversión no financiera (cuya tasa de crecimiento interanual fue negativa), la capacidad de financiación de los hogares registró un ligero incremento, que se vio reflejado, asimismo, en una disminución del crecimiento de los préstamos (el 1,2%, un descenso de 0,3 puntos porcentuales), mientras que el crecimiento de la inversión financiera se mantuvo prácticamente sin cambios en el 2,1%. Continuaron los desplazamientos de cartera en detrimento de los componentes de M3 y de las reservas técnicas de seguro, al tiempo que aumentó la contribución de la inversión en instrumentos de mercado, especialmente en acciones, al crecimiento de la inversión financiera. La venta de participaciones en fondos de inversión se desaceleró.

El excedente bruto de explotación de las *sociedades no financieras* de la zona del euro continuó descendiendo en términos desestacionalizados, dado que el valor añadido siguió desacelerándose con más rapidez que los salarios. Como resultado, los beneficios no distribuidos (ahorro) se redujeron un 3,8% en términos interanuales. Esta reducción, junto con un avance muy leve de la formación bruta de capital (que creció solamente un 0,2%, en comparación con el 3,5% del trimestre anterior) contrarrestó con creces la aceleración observada en la desacumulación de existencias, lo que dio lugar a un crecimiento de sus necesidades de financiación (véase gráfico E). El crecimiento interanual de la financiación y de la inversión financiera de las sociedades no financieras se mantuvo apenas sin cambios en el 2,1% y el 3,2%, respectivamente. La menor contribución de la financiación mediante préstamos concedidos por las IFM al crecimiento total de la financiación se vio contrarrestada nuevamente por las mayores aportaciones de las acciones no cotizadas y de los valores distintos de acciones. La financiación entre empresas relacionadas siguió desempeñando un

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

(mm de euros; datos desestacionalizados)

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

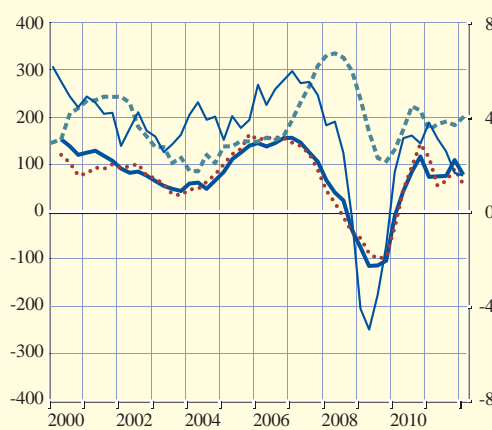


Fuentes: Eurostat y BCE.
Nota: Datos desestacionalizados por el BCE.

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

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

- Crédito comercial pendiente de cobro (escala izquierda)
- Crédito comercial pendiente de pago (escala izquierda)
- - - Préstamos concedidos por las sociedades no financieras (escala izquierda)
- Tasa de crecimiento interanual del PIB (escala derecha)



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

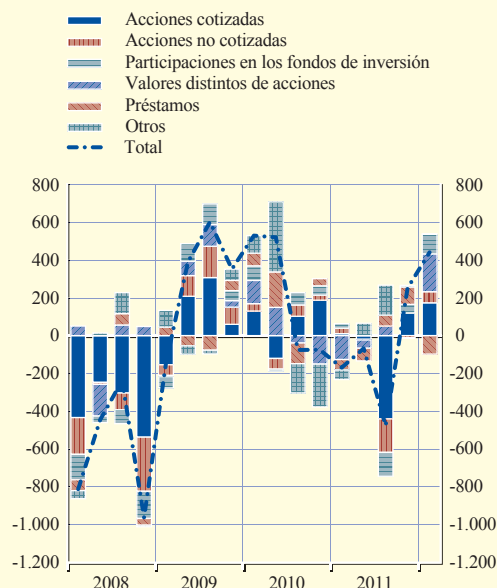
importante papel amortiguador, y su contribución total se mantuvo bastante estable, a pesar del ligero descenso observado en los créditos comerciales (véase gráfico F). La reducción gradual del desapalancamiento de las sociedades no financieras que se registró desde mediados de 2009 continuó en el primer trimestre de 2012, pero esto se debió, principalmente, a aumentos en la valoración de las tenencias de acciones y participaciones.

El saldo presupuestario de las *Administraciones Públicas* solo mejoró ligeramente y se situó en el -4 % del PIB (flujos acumulados de los cuatro últimos trimestres) en el primer trimestre de 2012, frente al -4,1 % del PIB en el cuarto trimestre de 2011, lo que prácticamente frenó la tendencia al alza que se había iniciado en el primer trimestre de 2010, cuando el saldo presupuestario registró su nivel más bajo, con el -6,7 % del PIB. Este resultado se debió, principalmente, a la caída de los ingresos, en un contexto de ralentización de la economía, en particular de los ingresos recaudados mediante impuestos directos a las sociedades no financieras y cotizaciones sociales netas a cargo de los empleadores. La emisión neta de deuda pública en el primer trimestre de 2012 fue absorbida totalmente por las entidades de crédito, que acudieron a las OFPML a tres años y utilizaron la liquidez obtenida principalmente para comprar deuda pública. Los no residentes, así como las empresas de seguros y fondos de pensiones, también fueron compradores netos de deuda pública en ese trimestre, tras haber reducido sus tenencias de deuda pública en el trimestre anterior. Sin embargo, los fondos de inversión intensificaron sus ventas de deuda pública, siguiendo la tendencia iniciada en 2010.

La renta disponible de las *instituciones financieras* siguió mostrando un sólido crecimiento en el primer trimestre de 2012, como consecuencia, fundamentalmente, de las rentas de la propiedad obtenidas. Se registraron ganancias de capital en los valores distintos de acciones, al caer el rendimiento de los bonos soberanos en los países sometidos a tensiones, mientras que también se observaron ganancias de capital en las acciones y otras participaciones por segundo trimestre consecutivo, como consecuencia del favorable clima observado en los mercados durante las primeras semanas del año (véase gráfico G). Las instituciones financieras continuaron aumentando el capital de forma importante mediante la emisión de acciones y los beneficios no distribuidos. Sin embargo, el incremento de 0,1 puntos porcentuales de la ratio de activos netos sobre activos a precios de mercado, hasta el 12,6 %, observado ese trimestre, se debió en mayor medida a las ganancias de capital que a la acumulación de dicho capital, ya que el balance agregado todavía aumentó con más rapidez que el capital, principalmente como consecuencia de la provisión de financiación a través de las OFPML a tres años.

Gráfico G Otros flujos económicos en los activos de las instituciones financieras

(flujos intertrimestrales; mm de euros)



Fuentes: Eurostat y BCE.

Nota: El total se refiere a «otros flujos económicos», que están relacionados principalmente con ganancias y pérdidas (realizadas y no realizadas) (incluido el saneamiento de los préstamos).

Evolución del balance de los hogares

En el primer trimestre de 2012, el patrimonio neto de los hogares se redujo como consecuencia de la caída de los precios inmobiliarios. En términos de flujos acumulados de los cuatro últimos trimestres, la reducción fue equivalente al 4,9% de su renta disponible bruta (véase gráfico H), debido a las pérdidas de capital en activos netos, tanto financieros como no financieros, que contrarrestaron con creces el ahorro neto. Las pérdidas registradas en los activos no financieros se debieron principalmente a la caída de los precios inmobiliarios durante los dos últimos trimestres, mientras que las pérdidas observadas en los activos financieros netos estuvieron relacionadas fundamentalmente con el declive de los mercados en el tercer trimestre de 2011 (estas últimas pérdidas se vieron compensadas en cierta medida por las ganancias de capital resultantes del aumento de las cotizaciones y la caída de los tipos de interés en el primer trimestre de 2012). La ratio de deuda en relación con los activos siguió aumentando, hasta alcanzar un máximo histórico del 14,5%, como consecuencia del deterioro del valor de los activos no financieros y del nivel de ahorro relativamente bajo.

Gráfico H Variación del patrimonio neto de los hogares

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



Fuentes: Eurostat y BCE

Nota: Los datos sobre activos no financieros son estimaciones del BCE.

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

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

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

3 PRECIOS Y COSTES

Según la estimación preliminar de Eurostat, la inflación interanual medida por el IAPC de la zona del euro fue del 2,4% en julio de 2012, sin cambios con respecto al mes anterior. Teniendo en cuenta los precios actuales de los futuros sobre el petróleo, las tasas de inflación deberían seguir cayendo en el transcurso de 2012 y situarse de nuevo por debajo del 2% en 2013. A lo largo del horizonte temporal relevante para la política monetaria, en un entorno de crecimiento moderado de la zona del euro y de expectativas de inflación a largo plazo firmemente ancladas, las presiones inflacionistas subyacentes deberían continuar siendo limitadas. Se considera que los riesgos para las perspectivas de evolución de los precios siguen estando, en general, equilibrados a medio plazo.

3.1 PRECIOS DE CONSUMO

La inflación medida por el IAPC fue del 2,4% en julio de 2012, sin cambios con respecto a mayo y junio (véase cuadro 5). Como consecuencia del repunte que han registrado los precios del petróleo desde finales de junio y como corroboran los datos del Boletín Petrolífero semanal, la contribución del componente energético a la inflación aumentó en julio, aumento que quedó contrarrestado, aunque solo en parte, con efectos de base.

En junio de 2012, el último mes para el que se dispone de una desagregación oficial, la inflación medida por el IAPC se mantuvo en el 2,4%, sin variación con respecto al mes anterior. La estabilidad de esta tasa enmascara una caída de la tasa de variación interanual de la energía y un fuerte incremento de la de los alimentos no elaborados.

Si se consideran con más detalle los principales componentes del IAPC, la tasa de variación de los precios de la energía cayó hasta el 6,1% en junio, desde el 7,3% de mayo, como consecuencia de la fuerte disminución intermensual de dichos precios (-1,7%), debido al descenso de los precios del crudo, que contrarrestó con creces un efecto de base al alza. En particular, la tasa de crecimiento interanual del precio de los combustibles para vehículos privados y del precio de los combustibles líquidos se contrajo significativamente en junio, mientras que el ritmo de avance de los precios de la electricidad se mantuvo sin cambios.

La tasa de variación de los precios de los alimentos no elaborados aumentó hasta el 3,1% en junio, frente al 1,8% de mayo, como consecuencia de un efecto de base al alza y de un ritmo de crecimiento

Cuadro 5 Evolución de los precios

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

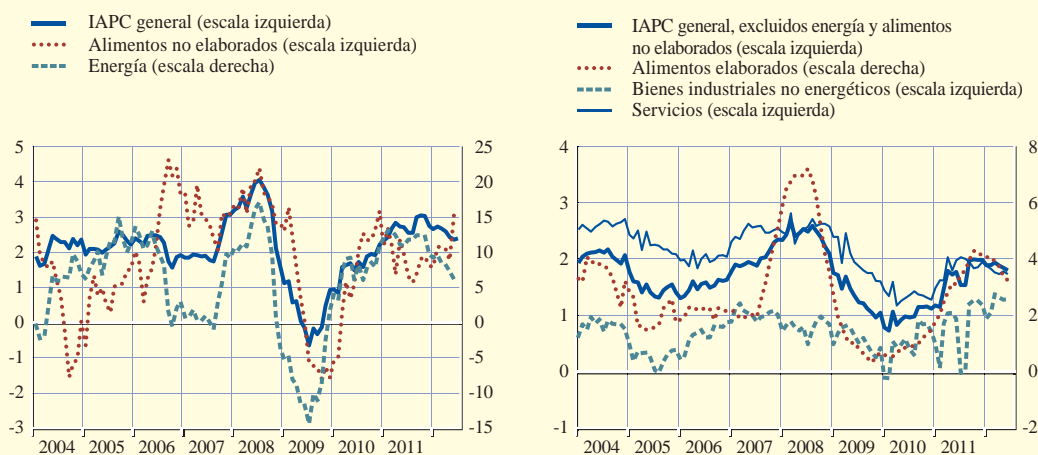
	2010	2011	2012 Feb	2012 Mar	2012 Abr	2012 May	2012 Jun	2012 Jul
IAPC y sus componentes								
Índice general ¹⁾	1,6	2,7	2,7	2,7	2,6	2,4	2,4	2,4
Energía	7,4	11,9	9,5	8,5	8,1	7,3	6,1	.
Alimentos no elaborados	1,3	1,8	2,2	2,2	2,1	1,8	3,1	.
Alimentos elaborados	0,9	3,3	4,1	3,9	3,7	3,4	3,2	.
Bienes industriales no energéticos	0,5	0,8	1,0	1,4	1,3	1,3	1,3	.
Servicios	1,4	1,8	1,8	1,8	1,7	1,8	1,7	.
Otros indicadores de precios								
Precios industriales	2,9	5,9	3,7	3,5	2,6	2,3	.	.
Precios del petróleo (euros por barril)	60,7	79,7	89,7	94,2	91,4	86,0	76,4	83,4
Precios de las materias primas no energéticas	44,6	12,2	-7,5	-5,2	-3,8	-0,2	0,9	4,6

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

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

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

(tasas de variación interanual; datos mensuales)



Fuente: Eurostat.

interanual de los precios de las frutas y de las legumbres y hortalizas mucho más elevado, mientras que las tasas de variación interanual de los precios de la carne y del pescado disminuyeron ligeramente. En cambio, la tasa de avance de los precios de los alimentos elaborados continuó descendiendo, hasta situarse en el 3,2% en junio. A principios de año, las tasas de variación interanual de este subcomponente se mantuvieron levemente por encima del 4%. El descenso de esta tasa reflejó, en particular, el menor incremento, en términos interanuales, de los precios del pan y los cereales, así como de la leche, el queso y los huevos, mientras que los precios del tabaco avanzaron a un ritmo más intenso que en mayo.

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 permaneció sin variación en el 1,6% en junio de 2012 por cuarto mes consecutivo. La inflación medida por el IAPC, excluidos los alimentos y la energía, que está determinada fundamentalmente por factores internos, como los salarios, los márgenes y los impuestos indirectos, consta de dos componentes principales: los bienes industriales no energéticos y los servicios.

La tasa de variación interanual de los precios de los bienes industriales no energéticos se mantuvo sin cambios en el 1,3% en junio, y la de los precios de los servicios disminuyó ligeramente, del 1,8% en mayo al 1,7% en junio, siendo reflejo de una reducción de la tasa de crecimiento interanual de los precios de los servicios recreativos, que compensó con creces el mayor ritmo de avance interanual de los precios de los servicios de comunicación y de transporte.

3.2 PRECIOS INDUSTRIALES

No se dispone de nuevos datos sobre los precios industriales de la zona del euro desde la publicación del Boletín Mensual de julio. Los datos disponibles por países sugieren que es muy probable que la tasa de variación interanual de los precios industriales de la zona del euro (excluida la construcción) vuelva a disminuir en junio. Esta tasa cayó hasta el 2,3% en mayo de 2012, desde el 2,6% de abril. El descenso

Gráfico 23 Desagregación de los precios industriales

(tasas de variación interanual; datos mensuales)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

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

(índices de difusión; datos mensuales)



Fuente: Markit.

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

de la tasa interanual del índice general fue generalizado en los principales componentes, en concreto la energía, los alimentos y los bienes de consumo no alimenticio. En el mismo período, el ritmo de avance de los precios industriales, excluidas la construcción y la energía, se ralentizó hasta el 1,1 %, desde el 1,3 %. Por lo que respecta a las últimas fases de la cadena de producción, los componentes de bienes de consumo alimenticio y no alimenticio se redujeron de nuevo. Estos últimos retrocedieron desde el 0,9 % hasta el 0,7 % en mayo, prolongando su caída con respecto a los niveles históricamente elevados observados a finales de 2011. Esta disminución, junto con la menor tasa de variación de los precios de importación, indica un cierto alivio de las presiones latentes sobre el componente de bienes industriales no energéticos del IAPC.

Los indicadores basados en las encuestas de precios de venta en la industria, que anticipan la evolución del IPRI, descendieron de nuevo en junio de 2012 (véase gráfico 24). Según la encuesta de la Comisión Europea, las expectativas de precios de venta disminuyeron, debido a que las expectativas del sector de bienes de consumo fueron revisadas a la baja, mientras que los demás componentes se mantuvieron sin cambios. Por lo que respecta al índice de directores de compras, el índice de precios de producción continuó cayendo, situándose en 47,1 en julio (el nivel más bajo desde febrero de 2010). En comparación con junio, un número más elevado de empresas indicaron disminuciones de los precios en el sector de manufacturas y, especialmente, en el sector servicios, supuestamente porque las empresas intentaron aumentar sus ventas a través de descuentos. El índice de precios de bienes intermedios se redujo ligeramente, pasando de 51,3 en junio a 51,1 en julio, como consecuencia de la nueva y acusada caída (desde 45,3 hasta 43,6) registrada en las manufacturas. En cambio, en el sector servicios, los precios de los bienes intermedios se incrementaron a un ritmo algo más acelerado, debido a la subida de los costes de estos bienes en comparación con junio, por el avance de los costes de los alimentos, del petróleo y del transporte. Estos dos índices de precios se sitúan actualmente muy por debajo de sus medias a largo plazo.

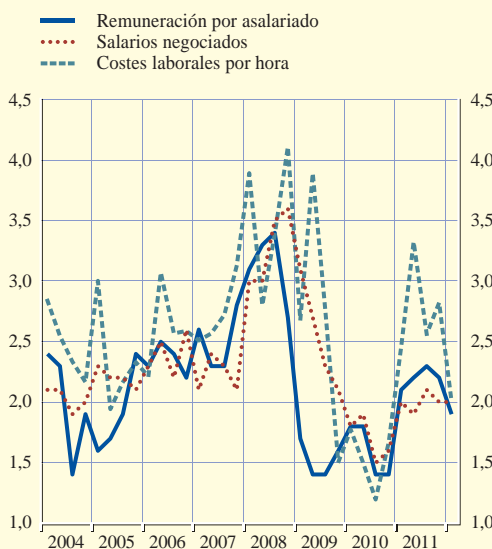
3.3 INDICADORES DE COSTES LABORALES

Los indicadores de costes laborales publicados recientemente muestran algunos signos de moderación de las presiones salariales en el primer trimestre de 2012 (véanse cuadro 6 y gráfico 25), probablemente como consecuencia de la débil actividad económica y de la continua atonía del mercado de trabajo.

Los costes laborales por hora de la zona del euro se redujeron hasta situarse en el 2% en el primer trimestre de 2012, frente al 2,8% del trimestre anterior. Este descenso fue generalizado en los distintos sectores (véase gráfico 26). Los costes no salariales crecieron al mismo ritmo que el componente de sueldos y salarios de los costes laborales por hora de la zona del euro. La información preliminar disponible sugiere que los salarios negociados en la zona del euro registraron un ligero aumento en mayo, principalmente impulsados por el significativo avance del crecimiento de los salarios negociados en Alemania.

Gráfico 25 Indicadores de costes laborales

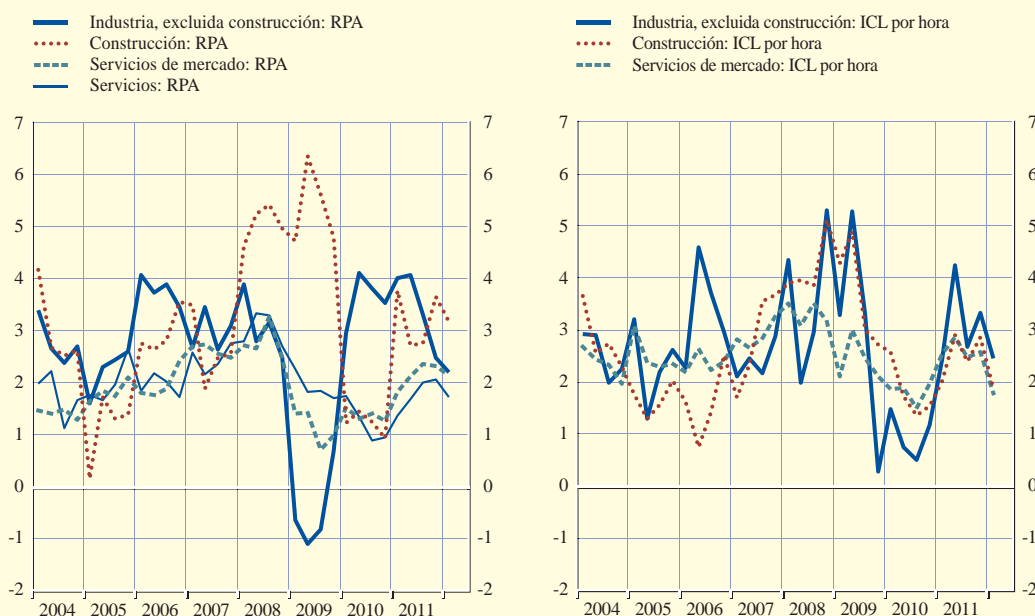
(tasas de variación interanual; datos trimestrales)



Fuentes: Eurostat, datos nacionales y cálculos del BCE.

Gráfico 26 Evolución de los costes laborales por sectores

(tasas de variación interanual; datos trimestrales)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

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

Cuadro 6 Indicadores de costes laborales

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

	2010	2011	2011 I	2011 II	2011 III	2011 IV	2012 I
Salarios negociados	1,7	2,0	2,0	1,9	2,1	2,0	2,0
Índice de costes laborales por hora	1,5	2,8	2,5	3,3	2,6	2,8	2,0
Remuneración por asalariado	1,7	2,2	2,1	2,2	2,3	2,2	1,9
<i>Pro memoria:</i>							
Productividad del trabajo	2,5	1,3	2,2	1,3	1,2	0,9	0,4
Costes laborales unitarios	-0,8	0,8	-0,2	0,9	1,2	1,4	1,5

Fuentes: Eurostat, datos nacionales y cálculos del BCE.

La remuneración por asalariado creció un 1,9 % en el primer trimestre del año en curso, tras registrar una tasa de crecimiento interanual del 2,2 % en el trimestre anterior. Dado que el crecimiento interanual de la productividad del trabajo se redujo más que el de la remuneración por asalariado, el crecimiento interanual de los costes laborales unitarios aumentó hasta el 1,5 % en los tres primeros meses de 2012, frente al 1,4 % del cuarto trimestre de 2011. De cara al futuro, en un contexto de debilidad de la situación del mercado de trabajo, las presiones generales sobre los salarios deberían permanecer contenidas.

3.4 PERSPECTIVAS DE INFLACIÓN

Según la estimación preliminar de Eurostat, la inflación interanual medida por el IAPC de la zona del euro fue del 2,4 % en julio de 2012, sin cambios con respecto al mes anterior. Teniendo en cuenta los precios actuales de los futuros sobre el petróleo, las tasas de inflación deberían seguir cayendo en el transcurso de 2012 y situarse de nuevo por debajo del 2 % en 2013. A lo largo del horizonte temporal relevante para la política monetaria, en un entorno de crecimiento moderado de la zona del euro y de expectativas de inflación a largo plazo firmemente ancladas, las presiones inflacionistas subyacentes deberían continuar siendo limitadas.

La última encuesta del BCE a expertos en previsión económica (véase recuadro 4) muestra que las expectativas de inflación de los encuestados se sitúan en el 2,3 % para 2012 y en el 1,7 % para 2013. En comparación con la encuesta anterior, esto supone que no se han revisado las cifras correspondientes a 2012 y que las de 2013 se han revisado a la baja en 0,1 puntos porcentuales. Estas previsiones están claramente dentro de los intervalos indicados en las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema para la zona del euro de junio de 2012. Las expectativas de inflación a largo plazo (para 2017) se mantienen sin variación en el 2 %.

Los riesgos para las perspectivas de evolución de los precios siguen estando, en general, equilibrados a medio plazo. Los riesgos al alza proceden de nuevos aumentos de los impuestos indirectos, derivados de la necesidad de consolidación fiscal, y de unas subidas de los precios de la energía a medio plazo mayores de lo previsto. Los principales riesgos a la baja están relacionados con el impacto de un crecimiento menor de lo esperado en la zona del euro, en especial como consecuencia de la reintensificación de las tensiones en los mercados financieros, que podría afectar al balance de riesgos hacia la baja.

Recuadro 4

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

A continuación se presentan los resultados de la encuesta del BCE a expertos en previsión económica (EPE) correspondiente al tercer trimestre de 2012. La encuesta se realizó entre el 16 y el 19 de julio de 2012, y se recibieron 50 respuestas¹. Los resultados suponen que las expectativas de inflación para 2012 y 2013 prácticamente no han experimentado variación en comparación con la encuesta anterior, mientras que las expectativas de crecimiento del PIB se han revisado a la baja para ambos años. En cuanto a las expectativas de inflación a más largo plazo, la previsión media se mantiene sin variación en el 2 %.

Las expectativas de inflación a más corto plazo prácticamente no han variado

Las expectativas de inflación para 2012 y 2013 obtenidas de la EPE se sitúan en el 2,3 % y en el 1,7 %, respectivamente (véase cuadro), lo que supone que no se han revisado las cifras correspondientes a 2012 y que se han revisado a la baja en 0,1 puntos porcentuales las de 2013. Los encuestados atribuyen esta revisión principalmente al descenso de los precios de la energía y de las materias primas, a las perspectivas de crecimiento menos favorables y al hecho de que las presiones salariales hayan sido más limitadas. Las expectativas de inflación para 2014 (en la encuesta del tercer trimestre se incluye un año adicional) se sitúan en el 1,9 %.

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

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

(tasas de variación anual, salvo indicación en contrario)

Inflación medida por el IAPC	Horizonte de la encuesta			
	2012	2013	2014	A más largo plazo ²⁾
EPE III 2012	2,3	1,7	1,9	2,0
<i>EPE anterior (II 2012)</i>	2,3	1,8	-	2,0
Proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema (junio 2012)	2,3-2,5	1,0-2,2	-	-
Consensus Economics (julio 2012)	2,3	1,7	-	1,9
Barómetro de la Zona del Euro (julio 2012)	2,3	1,8	2,0	2,2
Crecimiento del PIB real	2012	2013	2014	A más largo plazo ²⁾
EPE III 2012	-0,3	0,6	1,4	1,8
<i>EPE anterior (II 2012)</i>	-0,2	1,0	-	1,8
Proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema (junio 2012)	-0,5-0,3	0,0-2,0	-	-
Consensus Economics (julio 2012)	-0,5	0,5	-	1,6
Barómetro de la Zona del Euro (julio 2012)	-0,4	0,5	1,4	1,8
Tasa de desempleo ¹⁾	2012	2013	2014	A más largo plazo ²⁾
EPE II 2012	11,2	11,4	10,8	9,2
<i>EPE anterior (II 2012)</i>	11,0	10,9	-	8,9
Consensus Economics (julio 2012)	11,1	11,4	-	-
Barómetro de la Zona del Euro (julio 2012)	11,1	11,3	11,5	10,5

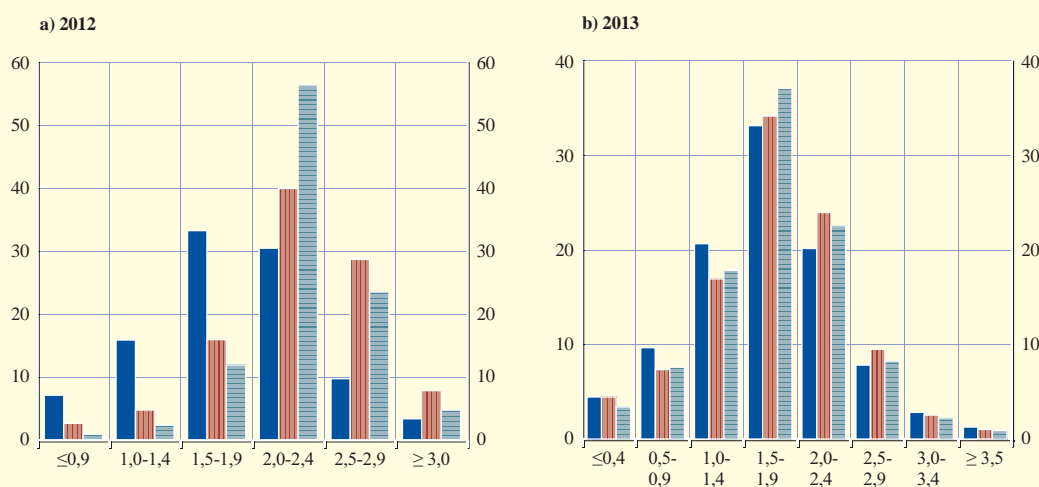
1) En porcentaje de la población activa.

2) Las expectativas de inflación a más largo plazo se refieren a 2017 en la EPE del tercer trimestre de 2012 y en Consensus Economics, y a 2016 en la EPE del segundo trimestre y en el Barómetro de la Zona del Euro.

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

(probabilidad en porcentaje)

■ EPE I 2012
■ EPE II 2012
■ EPE III 2012



Fuente: BCE.

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

Las expectativas de inflación obtenidas de la EPE para 2012 y 2013 se sitúan dentro de los intervalos de las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema en junio de 2012 y son muy similares a las publicadas en las encuestas del Barómetro de la Zona del Euro y de Consensus Economics de julio. Las distribuciones de probabilidad agregada se han concentrado aún más: en el intervalo comprendido entre el 2% y el 2,4% para 2012, y en el intervalo que abarca del 1,5% al 1,9% para 2013 (véase gráfico A).

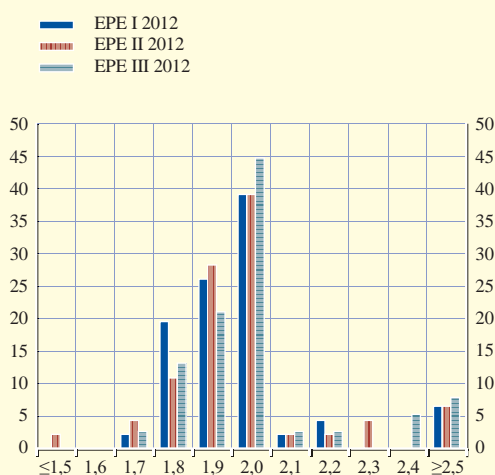
Algunos encuestados mencionaron la posibilidad de que se produzcan aumentos de los precios de la energía y de las materias primas como riesgos alcistas para sus proyecciones centrales de inflación. También se mencionaron como otro posible riesgo al alza nuevos incrementos de los impuestos indirectos y de los precios administrados. Los principales riesgos bajistas mencionados fueron el debilitamiento de la actividad económica y el aumento del desempleo en el caso de que se produzca un nuevo agravamiento de la crisis de la deuda en algunos países de la zona del euro.

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

La previsión media de inflación a más largo plazo se mantiene en el 2%. Mostradas con dos decimales, las expectativas se sitúan, en promedio, en el 2,02%, frente al 1,99% de la encuesta anterior. La mediana y la moda de las previsiones también se mantienen estables en el 2%, y el porcentaje de encuestados que situaron la previsión en el 2% ha aumentado del 39% al 45% (véase gráfico B). Las expectativas de inflación a más largo plazo de la EPE también son acordes, en líneas generales, con las previsiones a más largo plazo de Consensus Economics, pero se sitúan 0,2 puntos porcentuales por debajo de las más recientes del Barómetro de la Zona del Euro.

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

(porcentaje de encuestados)

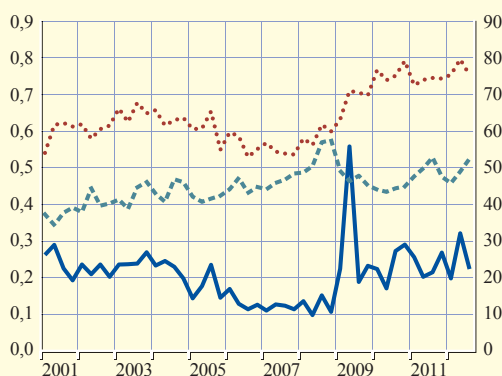


Fuente: BCE.

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

(puntos porcentuales; porcentajes)

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



Fuente: BCE.

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

La distribución de probabilidad agregada se ha desplazado ligeramente hacia la derecha en comparación con la encuesta anterior, habiendo aumentado del 49 % al 52 % la probabilidad de que la inflación se sitúe en el 2 % o por encima de este nivel.

El desacuerdo sobre las expectativas de inflación a más largo plazo, medido por la desviación típica de las previsiones, se redujo hasta situarse en 0,2 puntos porcentuales (desde los 0,3 puntos porcentuales de la encuesta anterior). La incertidumbre agregada en torno a estas expectativas, medida por la desviación típica de la distribución de probabilidad agregada, se ha reducido ligeramente, pero se mantiene en niveles muy elevados (véase gráfico C)².

Revisión a la baja de las expectativas de crecimiento del PIB para 2012 y 2013

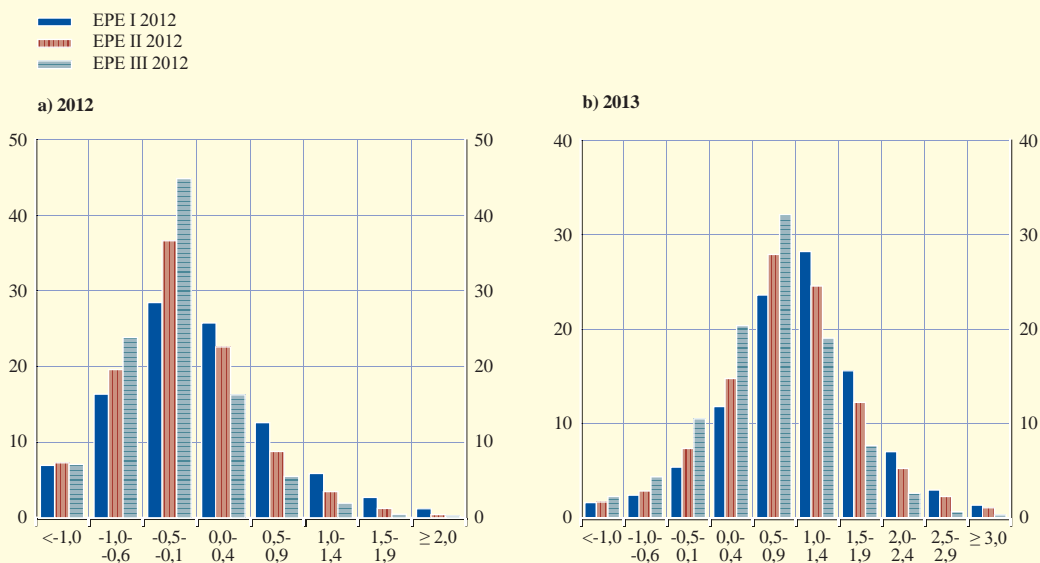
Las expectativas de crecimiento del PIB para 2012 se han revisado ligeramente a la baja, en 0,1 puntos porcentuales, y actualmente se cifran en el -0,3 %. Para 2013, las expectativas se han reducido significativamente, en 0,4 puntos porcentuales, hasta el 0,6 %. Por lo que respecta a 2014, las expectativas se sitúan en el 1,4 % (véase cuadro).

En comparación con las proyecciones macroeconómicas más recientes elaboradas por los expertos del Eurosistema, las expectativas de crecimiento del PIB real que recoge la EPE se sitúan dentro de los intervalos para todos los años; en comparación con las últimas proyecciones de Consensus Economics y del Barómetro de la Zona del Euro, son ligeramente más altas para 2012 y 2013 e iguales para 2014.

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

Gráfico D Distribución de probabilidad agregada de las expectativas sobre la tasa de variación media del PIB en 2012 y 2013 en las últimas encuestas EPE

(probabilidad en porcentaje)



Fuente: BCE.

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

En opinión de los encuestados, los principales factores determinantes de las revisiones a la baja son la intensificación de las medidas de saneamiento presupuestario en algunos países de la zona del euro y la mayor incertidumbre que rodea a la resolución de la crisis de deuda soberana.

Las distribuciones de probabilidad agregada para 2012 y 2013 se han desplazado ligeramente hacia la izquierda. Para 2012, los encuestados asignan ahora la probabilidad más alta al intervalo comprendido entre el -0,5% y el -0,1%: un 44,9% en comparación con el 36,6% de la encuesta anterior. Se mantienen los riesgos a la baja para el crecimiento del PIB de la zona del euro, derivados, principalmente, de una escalada de la crisis de deuda soberana. Entre estos riesgos, también se mencionan un nuevo deterioro de la confianza, un aumento de los niveles de incertidumbre y una caída de la demanda externa como consecuencia de una desaceleración de la economía mundial. La depreciación del euro, que podría favorecer las exportaciones, se percibe como el principal riesgo al alza para el escenario de referencia.

Las expectativas de crecimiento a más largo plazo (para 2017) se sitúan en el 1,8%. Al mismo tiempo, la distribución de probabilidad agregada se ha desplazado a la baja en comparación con la encuesta anterior. Los expertos asignan ahora una probabilidad de alrededor del 29% (frente al 28% anterior) a que el crecimiento del PIB real a más largo plazo se sitúe en el intervalo comprendido entre el 1,5% y el 1,9%, mientras que la probabilidad acumulada de que el crecimiento del PIB sea superior al 1,9% se ha reducido en 2 puntos porcentuales, hasta el 38%.

Nuevo aumento de las expectativas respecto a la tasa de desempleo para 2012 y 2013

Las expectativas relativas a la tasa de desempleo se sitúan actualmente en el 11,2% para 2012, en el 11,4% para 2013 y en el 10,8% para 2014 (véase cuadro), lo que supone sendas revisiones al alza de

0,2 puntos porcentuales para 2012 y de 0,5 puntos porcentuales para 2013 en comparación con la encuesta anterior. A juzgar por los comentarios de los expertos, estas nuevas revisiones se debieron, principalmente, al continuo deterioro de las perspectivas económicas y al impacto de las medidas de austeridad adicionales en algunos países de la zona del euro. Los encuestados prevén que la tasa de desempleo toque techo en 2013. No obstante, el posterior descenso será probablemente lento, ya que se estima que la recuperación esperada de la actividad económica será demasiado débil para tener un efecto importante a la baja sobre la tasa de desempleo.

Las últimas proyecciones de la EPE para 2012 y 2013 se sitúan ligeramente por encima de las publicadas recientemente por Consensus Economics y en el Barómetro de la Zona del Euro; sin embargo, la proyección de la EPE para 2014 es considerablemente más baja (0,7 puntos porcentuales) que la del Barómetro de la Zona del Euro más reciente, que prevé un nuevo incremento en 2014.

Las expectativas relativas a la tasa de desempleo a más largo plazo (para 2017) se sitúan en el 9,2%, 0,3 puntos porcentuales por encima del nivel de la encuesta anterior. La distribución de probabilidad agregada en su integridad también se ha desplazado claramente hacia la derecha.

En la EPE se estima que los riesgos para las perspectivas relativas al desempleo se sitúan al alza. Se consideran como principales factores de riesgo un debilitamiento de la actividad económica más fuerte de lo previsto actualmente y un aumento del desempleo estructural. Los riesgos a la baja se mencionan principalmente en el contexto del horizonte a más largo plazo y se asocian, principalmente, a la aplicación de nuevas reformas estructurales y al éxito de las reformas que ya se han puesto en marcha.

Otras variables y supuestos condicionantes

Según otros datos facilitados por los encuestados, todos los supuestos incluidos en la encuesta se han revisado a la baja. En particular, los relativos a los precios del petróleo para 2012 se han revisado a la baja desde el nivel inferior a 120 dólares estadounidenses el barril, que figuraba en la encuesta anterior, hasta alrededor de 102 dólares el barril en la EPE actual. Después, se supone que los precios del petróleo aumentarán gradualmente hasta situarse en torno a 109 dólares el barril en 2014. En cuanto al crecimiento de la remuneración por asalariado, se supone que se situará en el 1,8% en 2012 y (tras un ligero descenso en 2013) aumentará hasta el 2,4% en el largo plazo (2017). Se prevé que el tipo de cambio entre el euro y el dólar estadounidense se mantenga estable en torno a 1,24 hasta 2013 y que después se aprecie ligeramente en 2014. Según las previsiones, el tipo de interés de las operaciones principales de financiación del Eurosistema se situará, en promedio, alrededor del 0,7% hasta 2013 y, posteriormente, aumentará hasta el 1% en 2014.

4 PRODUCTO, DEMANDA Y MERCADO DE TRABAJO

El crecimiento intertrimestral del PIB real de la zona del euro fue nulo en el primer trimestre de 2012, tras el descenso del 0,3% observado en el trimestre anterior. Los indicadores económicos apuntan a una débil actividad económica en el segundo trimestre de 2012 y a comienzos del tercer trimestre, en un entorno de elevada incertidumbre. Más allá del corto plazo se espera que la economía de la zona del euro se recupere solo de manera muy gradual, al verse frenada la dinámica de crecimiento por distintos factores. En concreto, se prevé que las tensiones existentes en algunos mercados de deuda soberana de la zona del euro y su impacto en las condiciones de financiación, el proceso de ajuste de los balances en los sectores financiero y no financiero, así como el elevado desempleo, afecten al dinamismo subyacente del crecimiento, que también se ha visto lastrado por la desaceleración global en curso. Los riesgos en torno a las perspectivas económicas de la zona del euro siguen siendo a la baja.

4.1 PIB REAL Y COMPONENTES DE LA DEMANDA

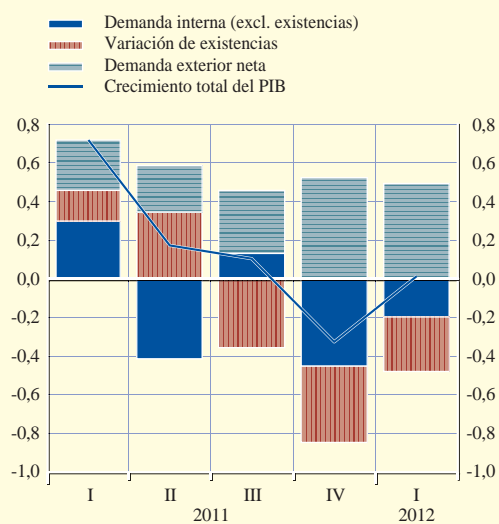
El crecimiento intertrimestral del PIB real de la zona del euro fue nulo en el primer trimestre de 2012, tras el descenso del 0,3% observado en el cuarto trimestre de 2011 (véase gráfico 27). La demanda interna y la variación de existencias contribuyeron negativamente, mientras que la demanda exterior neta continuó aportando un impulso positivo al crecimiento.

Tras la contracción del 0,5% observada en el cuarto trimestre de 2011, el consumo privado se mantuvo prácticamente sin cambios en el primer trimestre de este año. Esta estabilización fue resultado de la contribución positiva del gasto en consumo de bienes al por menor y de servicios, al aumentar el comercio minorista, que se vio contrarrestada por la aportación negativa del gasto en consumo para adquisición de automóviles. Las matriculaciones de automóviles disminuyeron con fuerza, en términos intertrimestrales, en el primer trimestre de este año.

Por lo que respecta al segundo trimestre de 2012, la información sobre el consumo privado pone de manifiesto una evolución persistentemente débil del gasto de los hogares. El volumen de ventas del comercio al por menor aumentó en mayo, pero en los dos primeros meses del segundo trimestre permaneció un 0,8% por debajo del nivel medio del primer trimestre, lo que representa un deterioro si se compara con el trimestre precedente, cuando las ventas del comercio minorista registraron un incremento del 0,2%. Al mismo tiempo, aunque las matriculaciones de automóviles se incrementaron tanto en mayo como en junio, en el segundo trimestre en su conjunto fueron un 0,5% inferiores a las del primer trimestre. Este retroceso constituye, sin embargo, una moderación si se compara con el trimestre anterior, en el que las matriculaciones se redujeron un 6,7%. Los datos de las encuestas de comercio al por menor también apuntan a una prolongada debilidad del consumo de bienes al por menor en el segundo trimestre, así como en julio de 2012 (véase gráfico 28). El índice de directores de compras (PMI) del comercio al por menor experimentó un descenso entre el primero y el segundo trimestre, pasando de 46,7 a 44,3. Así pues, el nivel del índice se mantuvo claramente por debajo del umbral

Gráfico 27 Crecimiento del PIB real y contribuciones

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



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

teórico de expansión de 50, que señala una continua falta de dinamismo de las ventas. El índice correspondiente a julio, que se situó en 46,4, sugiere la continuación de la frágil dinámica de las ventas del comercio al por menor al inicio del tercer trimestre. Además, la confianza de los consumidores de la zona del euro descendió en julio hasta situarse en un nivel ligeramente inferior al del segundo trimestre. El índice se mantuvo claramente por debajo de su media de largo plazo, señalando la persistencia de la atonía del gasto en consumo. Del mismo modo, el indicador de grandes compras también se mantuvo en un nivel inferior al de su media de largo plazo.

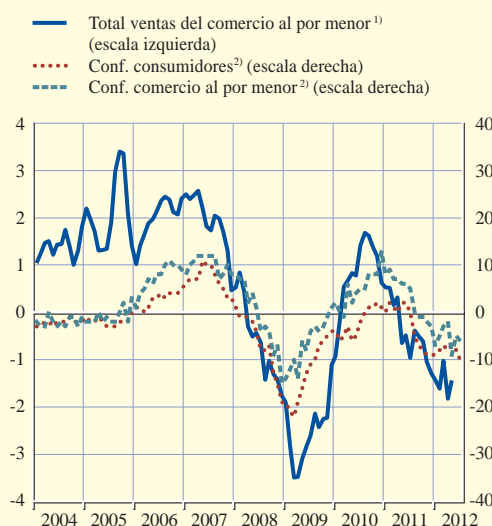
La formación bruta de capital fijo se redujo un 1,4%, en tasa intertrimestral, en el primer trimestre de 2012, tras un retroceso del 0,6% en el trimestre precedente. En cuanto al detalle de la inversión en el primer trimestre, la inversión en construcción registró un descenso del 1,1%, en términos intertrimestrales, mientras que la construcción, excluida la construcción, se contrajo un 1,6%.

De cara al futuro, la producción industrial de bienes de equipo (un indicador de la inversión futura, excluida la construcción) experimentó un avance del 0,9% en mayo, tras una caída del 3% en abril. No obstante, el nivel medio de la producción de bienes de equipo en estos dos meses se situó un 1,4% por debajo del nivel del primer trimestre, en comparación con la tasa intertrimestral del -0,1% que se registró en el cuarto trimestre de 2011. Los resultados de las encuestas de opinión relativas a la industria, excluida la construcción, tanto del PMI como de la Comisión Europea, sugieren, en general, un deterioro de la actividad inversora en el segundo trimestre de 2012, en comparación con el trimestre anterior. En julio se observó un deterioro adicional de los resultados de la encuesta industrial en comparación con el segundo trimestre. Al mismo tiempo, las encuestas de opinión de la Comisión indican que la utilización de la capacidad productiva se redujo considerablemente en el período de tres meses hasta julio de 2012, descendiendo aún más hasta un nivel inferior al de su media de largo plazo.

Es probable también que la inversión en construcción se haya contraído en el segundo trimestre. El crecimiento de esta variable en la zona del euro fue prácticamente nulo en mayo en comparación con abril, tras haber experimentado un descenso intermensual ese mes. En los dos primeros meses del segundo trimestre, la producción de la construcción de la zona del euro se mantuvo básicamente sin cambios en relación con el primer trimestre, en el que disminuyó un 4,4%. Aún no se observan señales de recuperación, dado que las restricciones de financiación y los ajustes en curso en los mercados de la vivienda en varios países de la zona continúan afectando a la inversión en construcción. Las encuestas de opinión confirman la valoración de que este tipo de inversión sigue retrocediendo. Por ejemplo, el indicador de confianza de la construcción disponible hasta julio de 2012 publicado por la Comisión Europea se mantiene en niveles inferiores a su media histórica. Al mismo tiempo, el PMI de la construcción en la zona del euro permaneció en un nivel muy por debajo de 50, lo que apunta a que la evolución continuará siendo negativa en el segundo trimestre de 2012.

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

(datos mensuales)



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

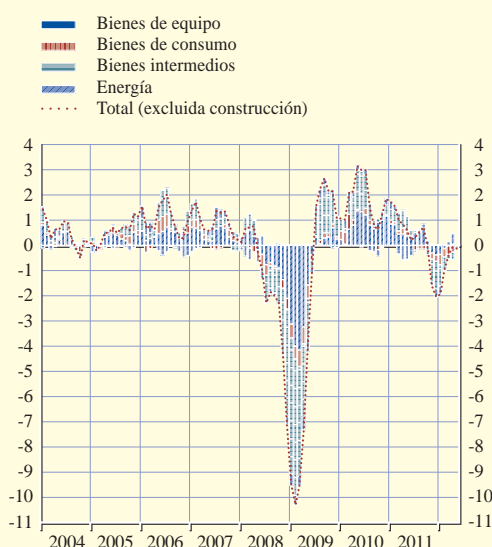
Los flujos comerciales de la zona del euro se estabilizaron en el primer trimestre de 2012, tras la contracción observada en el último trimestre de 2011. Las exportaciones aumentaron un 1%, en términos intertrimestrales, mientras que la tasa de variación de las importaciones se desaceleró hasta el 0,2%. No obstante, la información que se ha publicado desde entonces sugiere que tanto las importaciones como las exportaciones de nuevo perdieron impulso en el segundo trimestre. Los flujos comerciales que se registraron en abril y en mayo se situaron, en promedio, muy por debajo de los niveles del primer trimestre. En el actual contexto de incertidumbre acerca de la fortaleza de la recuperación mundial, los datos procedentes de las encuestas de opinión relativas a las exportaciones de la zona del euro también se deterioraron. En julio, el PMI de nuevos pedidos exteriores disminuyó marginalmente hasta 44,8, bastante por debajo del umbral teórico de expansión de 50. De cara al futuro se espera que, durante el segundo semestre de 2012, el crecimiento de la demanda exterior y de las exportaciones de la zona del euro repunte nuevamente, en un entorno de fortalecimiento gradual, aunque moderado, de la actividad económica mundial. Las perspectivas a corto plazo para las importaciones siguen siendo bastante débiles, en consonancia, en términos generales, con las perspectivas de actividad económica para la zona del euro.

4.2 PRODUCTO POR RAMAS DE ACTIVIDAD

El valor añadido real se contrajo un 0,1%, en términos intertrimestrales, en el primer trimestre de 2012. El crecimiento de la actividad en la industria (excluida la construcción) y en los servicios fue nulo, mientras que el valor añadido de la construcción se redujo un 0,9%.

Gráfico 29 Crecimiento de la producción industrial y contribuciones

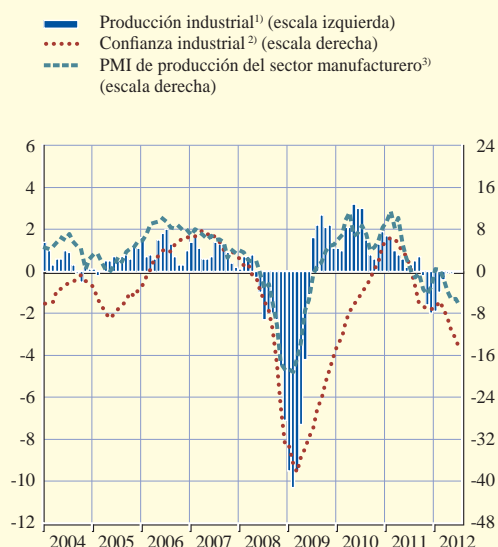
(tasa de crecimiento y contribuciones en puntos porcentuales; datos mensuales desestacionalizados)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.
Nota: Los datos mostrados se calculan como medias móviles de tres meses, frente a la media correspondiente a los tres meses anteriores.

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

(datos mensuales desestacionalizados)



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

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

1) Tasas de variación intertrimestral.

2) Saldos netos.

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

Por lo que respecta a la evolución en el segundo trimestre de 2012, el crecimiento de la producción industrial (excluida la construcción) experimentó un aumento del 0,6% en mayo, tras el descenso del mes anterior. En abril y mayo la producción se situó, en promedio, un 0,6% por debajo del nivel registrado en el primer trimestre, lo que supone un deterioro con respecto a dicho trimestre, cuando la producción se contrajo un 0,4%, en tasa intertrimestral. Los datos más puntuales de las encuestas de opinión confirman un panorama de continua debilidad, ya que señalan que en el segundo trimestre se produjo un empeoramiento con respecto al primero. Por ejemplo, el índice PMI de producción de las manufacturas pasó de un umbral teórico de expansión de 50 en el primer trimestre a alrededor de 45 en el segundo, y volvió a deteriorarse ligeramente en julio. Al mismo tiempo, los indicadores de opinión de la Comisión Europea apuntan a crecientes restricciones a la producción en los tres meses hasta julio de 2012. El deterioro observado en estas restricciones fue consecuencia de un empeoramiento de las condiciones de demanda. El índice PMI de actividad comercial del sector servicios también se deterioró en el segundo trimestre de 2012, pero aumentó levemente en julio. Otras encuestas de opinión, como las de la Comisión Europea, están prácticamente en línea con la evolución del PMI. La mayor parte de la evidencia procedente de las encuestas relativa a la zona del euro indica un nuevo deterioro en julio.

4.3 MERCADO DE TRABAJO

Los mercados de trabajo de la zona del euro siguen debilitándose a un ritmo constante. El empleo se redujo de nuevo en el primer trimestre de 2012, mientras que la tasa de desempleo continúa creciendo. Los indicadores de opinión anticipan que la evolución continuará siendo negativa en el futuro próximo.

El empleo experimentó una reducción del 0,2%, en tasa intertrimestral, en el primer trimestre, tras registrar el mismo descenso tanto en el tercero como en el cuarto trimestre de 2011 (véase cuadro 7).

Cuadro 7 Crecimiento del empleo

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

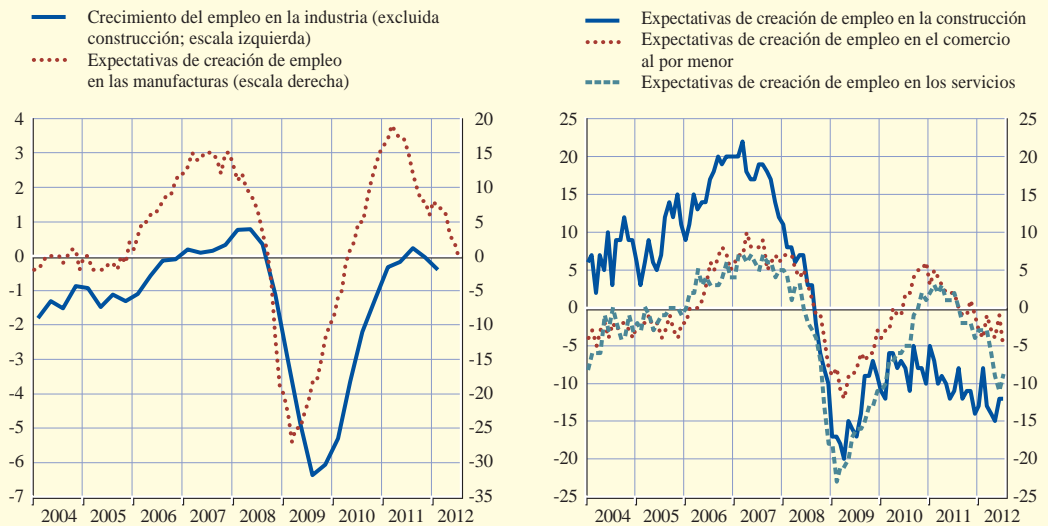
	Personas					Horas				
	Tasas interanuales		Tasas intertrimestrales			Tasas interanuales		Tasas intertrimestrales		
	2010	2011	2011 III	2011 IV	2012 I	2010	2011	2011 III	2011 IV	2012 I
Total de la economía	-0,6	0,1	-0,2	-0,2	-0,2	0,1	0,1	0,1	-0,5	0,1
<i>Del cual:</i>										
Agricultura y pesca	-1,2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

Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

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

Gráfico 31 Crecimiento del empleo y expectativas de creación de empleo

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

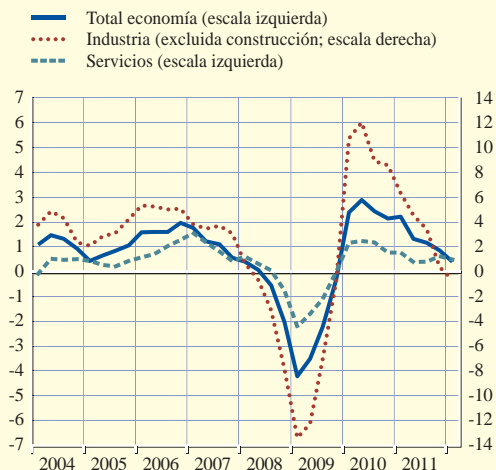


Fuentes: Eurostat y encuestas de opinión de la Comisión Europea.
Nota: Los saldos netos están ajustados a la media.

A nivel sectorial, y en términos intertrimestrales, las cifras más recientes muestran que el empleo en la construcción se redujo con fuerza, mientras que las caídas registradas en la industria (excluida la construcción) y los servicios fueron menos pronunciadas. Al mismo tiempo, las horas trabajadas en el conjunto de la economía aumentaron un 0,1 %, en tasa intertrimestral, en el primer trimestre, recuperándose ligeramente con respecto a la caída del 0,5 % del trimestre anterior.

Gráfico 32 Productividad del trabajo por persona ocupada

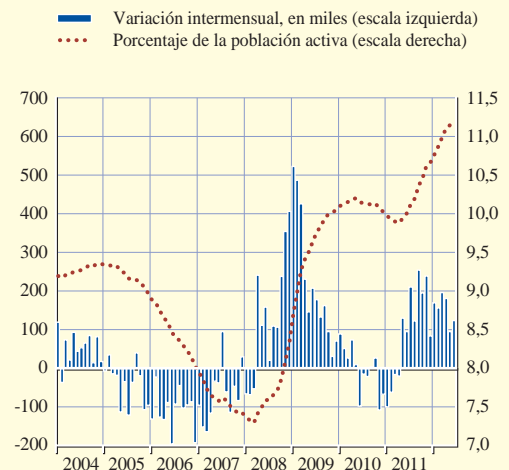
(tasas de variación interanual)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Gráfico 33 Desempleo

(datos mensuales desestacionalizados)



Fuente: Eurostat.

El crecimiento interanual de la productividad del trabajo por persona ocupada siguió retrocediendo, hasta el 0,4 % en el primer trimestre de 2012, frente al 0,9 % del trimestre precedente (véase gráfico 32). Durante el mismo período, el crecimiento interanual de la productividad por hora trabajada también se redujo ligeramente, pasando del 0,8 % al 0,7 %. Por lo que se refiere al segundo trimestre de 2012, la evolución más reciente del índice PMI de productividad, que abarca los sectores manufacturero y de servicios, señala nuevas reducciones de la tasa de variación de la productividad por persona ocupada.

La tasa de desempleo continúa aumentando, y en junio se situó en el 11,2 % (véase gráfico 33), lo que constituye un incremento de 1,2 puntos porcentuales en comparación con la cifra de hace un año. El incremento de la tasa de paro ha sido especialmente importante entre los trabajadores más jóvenes (véase el gráfico D del recuadro 5, que describe los procesos de ajuste en los cuatro países de la zona del euro acogidos actualmente a un programa de asistencia financiera y en Chipre). Los indicadores de opinión apuntan a nuevas pérdidas de empleo, a un ritmo acelerado, tanto en la industria como en los servicios, a principios del tercer trimestre de 2012 (véase gráfico 31). Además, la tasa de paro esperada para 2012 y 2013 se ha revisado al alza en la última encuesta a expertos en previsión económica (EPE) (véase el recuadro 4 de la sección 3).

4.4 PERSPECTIVAS DE LA ACTIVIDAD ECONÓMICA

Los indicadores económicos apuntan a una débil actividad económica en el segundo trimestre de 2012 y a comienzos del tercer trimestre, en un entorno de elevada incertidumbre. Más allá del corto plazo se espera que la economía de la zona del euro se recupere solo de manera muy gradual, al verse frenada la dinámica de crecimiento por distintos factores. En concreto, se prevé que las tensiones existentes en algunos mercados de deuda soberana de la zona del euro y su impacto en las condiciones de financiación, el proceso de ajuste de los balances en los sectores financiero y no financiero, así como el elevado desempleo, afecten al dinamismo subyacente del crecimiento, que también se ha visto lastrado por la desaceleración global en curso.

Los riesgos en torno a las perspectivas económicas de la zona del euro continúan siendo a la baja y están relacionados, en particular, con las tensiones observadas en varios mercados financieros de la zona del euro y con su posible contagio a la economía real de la zona. Los riesgos a la baja guardan también relación con la posibilidad de que, en el medio plazo, se produzcan subidas de los precios de la energía.

Recuadro 5

PROCESOS DE AJUSTE EN LA ZONA DEL EURO: EVOLUCIÓN EN IRLANDA, GRECIA, ESPAÑA, CHIPRE Y PORTUGAL

En este recuadro se describe la evolución de los cuatro países de la zona del euro que actualmente están acogidos a programas de asistencia financiera («países acogidos a un programa»)¹ y de Chipre². En todos estos países que sufren desequilibrios macroeconómicos significativos se han iniciado

1 Mientras que Irlanda, Grecia y Portugal están acogidos a programas conjuntos de asistencia financiera de la UE y el FMI, el programa para España, aprobado el 20 de julio de 2012, se limita únicamente a la asistencia financiera de la UE y está dirigido específicamente a la recapitalización de instituciones financieras. Sin embargo, los avances observados en los compromisos adquiridos en el marco del procedimiento de déficit excesivo y en las reformas estructurales, con vistas a corregir los desequilibrios macroeconómicos, se revisarán periódicamente en paralelo a la condicionalidad impuesta al sector financiero. En el caso de España, el FMI solo proporciona asistencia técnica.

2 El 27 de junio de 2012, las autoridades chipriotas solicitaron asistencia financiera de la UE y del FMI.

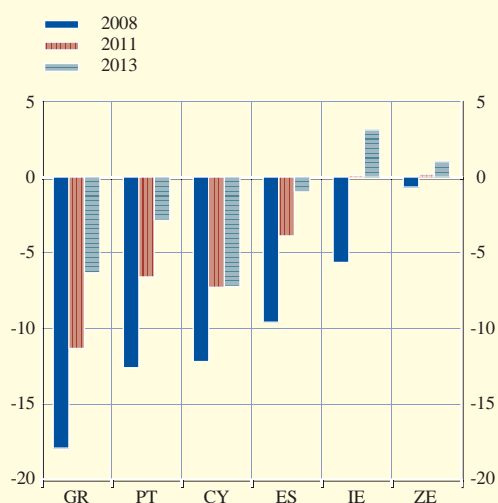
procesos de ajuste y, más recientemente, se han adoptado medidas correctoras aceleradas. Sin embargo, aunque se han realizado ciertos progresos —y para 2013 se espera un ajuste adicional— aún es necesario desplegar considerables esfuerzos para aumentar la competitividad, reducir el desempleo y restablecer la sostenibilidad de las finanzas públicas.

Avances recientes en el ajuste de los desequilibrios

Por lo que se refiere al sector exterior, las posiciones de la balanza por cuenta corriente de los cinco países han mejorado recientemente con respecto a los niveles observados en 2008, habiendo alcanzado ya Irlanda el equilibrio en su cuenta corriente en 2010 (véase gráfico A). En todos los países, esta mejora ha sido resultado, principalmente, de la evolución de la balanza comercial durante el período 2010-2011, lo que también se reflejó en las sustanciales contribuciones positivas de la demanda exterior neta al crecimiento del PIB real. En la mayoría de los casos, las importantes contribuciones positivas de la demanda exterior neta fueron resultado de la combinación de un avance relativamente significativo de las exportaciones (especialmente en España y Portugal) y de un crecimiento muy débil o negativo de las importaciones (sobre todo en Grecia y Chipre). Las previsiones económicas de primavera de 2012 de la Comisión Europea pronostican una mejora continua de las posiciones de la balanza por cuenta corriente de todos los países acogidos a un programa; en el caso de Chipre, la Comisión Europea espera solo una reducción muy limitada de esta balanza para 2013, dado que se augura que, en particular, el crecimiento de las exportaciones siga siendo muy débil. Dejando a un lado las perspectivas relativas al comercio, la evolución de la balanza por cuenta corriente en algunos de los países también ha estado determinada, en gran medida, por las importaciones relacionadas con la energía y

Gráfico A Posiciones de la balanza por cuenta corriente (cuentas nacionales)

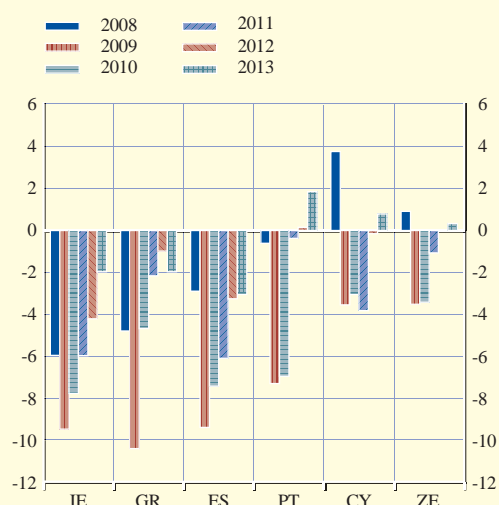
(en porcentaje del PIB)



Fuente: Previsiones económicas de primavera de 2012 de la Comisión Europea.
Nota: Los países se han agrupado en orden ascendente para 2008.

Gráfico B Saldo primario de las Administraciones Públicas

(en porcentaje del PIB)



Fuentes: Eurostat, previsiones económicas de primavera de 2012 de la Comisión Europea y cálculos del BCE.
Notas: Los niveles del saldo primario de Irlanda para el período 2009-2011 se han ajustado de los importantes efectos extraordinarios causados por el apoyo en forma de capital al sector bancario. Los datos del gráfico aún incluyen un importante efecto extraordinario en Portugal en 2011. Los países se han agrupado en orden ascendente para 2008, dejando la zona del euro en el extremo.

por los pagos netos por intereses, que han contribuido, por ejemplo, al elevado déficit por cuenta corriente que se espera que persista en Grecia en 2013. En general, a pesar de las mejoras esperadas, aún se prevé que el déficit por cuenta corriente en 2013 se mantenga por encima del nivel deseable, especialmente en Grecia, pero también en Chipre y en Portugal.

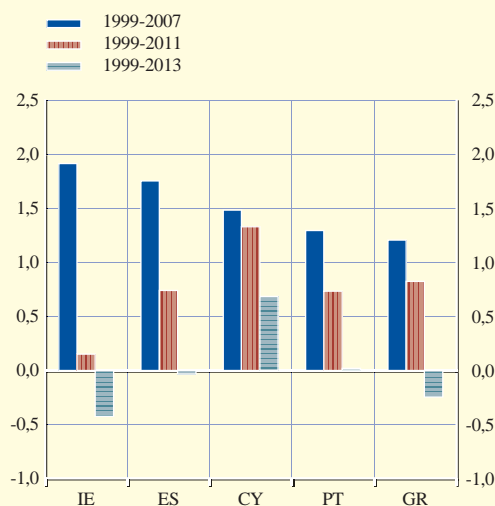
En cuanto al ámbito fiscal, Irlanda, Grecia y Portugal han realizado considerables esfuerzos de consolidación desde que se acogieron al programa de asistencia financiera, lo que se ha traducido en mejoras significativas del saldo primario de las Administraciones Públicas (véase gráfico B), fundamentalmente como consecuencia de la amplia gama de reformas fiscales y estructurales que se han puesto en marcha como parte de los programas. Según las previsiones económicas de primavera de 2012 de la Comisión Europea, esta mejora continuará en 2013. Portugal es el único país de los que está recibiendo ayuda financiera en el que se espera que se registre un superávit primario. Del mismo modo, en España, el ajuste fiscal va por buen camino y el saldo primario está mejorando, aunque en 2010 y 2011 la reducción del déficit fue menor de lo esperado. En general, todavía se prevé que la ratio de deuda en relación con el PIB de todos los países acogidos a un programa aumente en 2013.

Recuperación de la competitividad

El avance del crecimiento de las exportaciones y la reducción de los déficits por cuenta corriente reflejan, en cierto modo, las mejoras de competitividad asociadas a una disminución de los costes laborales unitarios (véase gráfico C). Al comparar la evolución registrada hasta 2007 con la observada hasta 2011 se advierte que los diferenciales del crecimiento medio anual de los costes laborales unitarios con respecto al correspondiente a la zona del euro ya han disminuido ligeramente, y los cinco países han recuperado una fracción de las pérdidas de competitividad registradas anteriormente. Parte del ajuste observado hasta ahora refleja las medidas estructurales adoptadas en estos países para corregir la evolución de los costes y precios relativos de forma más duradera. Sin embargo, otra parte es asimismo resultado de la destrucción de empleo, por ejemplo en sectores de baja productividad, lo que ha aumentado la productividad agregada, particularmente en Irlanda y España, pero también, aunque en menor grado, en Grecia y Portugal. La otra cara de la moneda ha sido el incremento de las tasas de paro, que ha sido especialmente pronunciado entre los trabajadores más jóvenes (véase gráfico D). Como sugiere el gráfico E, este incremento también puede haberse debido, en cierta medida, a la actuación tardía de los agentes sociales que participan en las negociaciones salariales, tanto en el sector privado como en el público. En concreto, en el caso de España, las autoridades finalmente aprobaron, en febrero de 2012, una reforma del mercado de trabajo de gran trascendencia y envergadura que podría haber sido muy útil para evitar la destrucción de empleo si se hubiese aprobado hace unos años. Tras el inicio de la crisis financiera mundial en 2008, y salvo en Irlanda, la

Gráfico C Incremento medio anual de los costes laborales unitarios en comparación con la zona del euro

(puntos porcentuales)

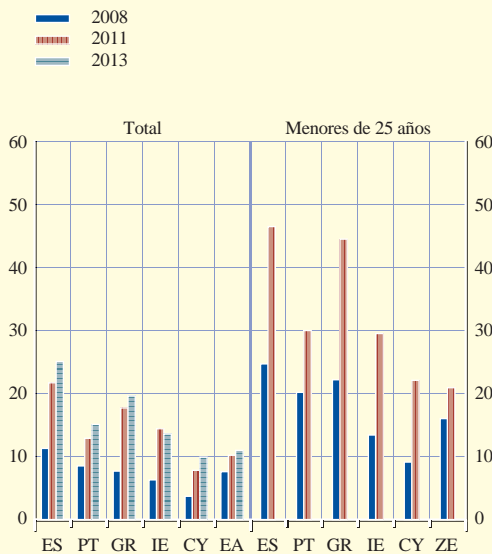


Fuentes: Eurostat y previsiones económicas de primavera de 2012 de la Comisión Europea.

Notas: Los países se han agrupado en orden descendente para el periodo 1999-2007. Solo se dispone de datos de Grecia y España a partir de 2001.

Gráfico D Desempleo total y juvenil

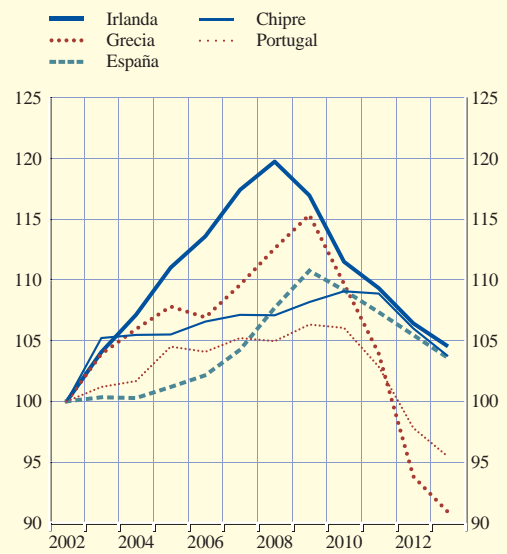
(en porcentaje de la población activa)



Fuentes: Eurostat y previsiones económicas de primavera de 2012 de la Comisión Europea.
Nota: Los países se han agrupado en orden descendente según la tasa total de desempleo en 2008, dejando la zona del euro en el extremo.

Gráfico E Remuneración por asalariado en comparación con la zona del euro

(índices: 2002 = 100, zona del euro = 100)



Fuentes: Eurostat y previsiones económicas de primavera de 2012 de la Comisión Europea.

moderación salarial se ha producido con un retraso considerable (en Portugal en 2010) o ha seguido siendo muy limitada (en España y Chipre, al final de 2011). De cara al futuro se espera una acusada caída de la remuneración por asalariado en los siguientes países: i) en Portugal, como consecuencia de recortes de los salarios del sector público y del impacto de la reforma laboral en la moderación de las reivindicaciones salariales del sector privado, y ii) en Grecia, como resultado de las recientes reformas del proceso de determinación de salarios en el sector privado.

Necesidad de reformas estructurales y fiscales adicionales

Dado que la necesidad de reequilibrio todavía es considerable, todos los países tendrán que emprender reformas adicionales de gran calado e introducir medidas adecuadas para aumentar la competitividad vía precios y la competitividad no precio, reducir el desempleo y restablecer la sostenibilidad de las finanzas públicas.

En cuanto a la competitividad, habida cuenta de su bajo nivel, es especialmente urgente aplicar sustanciales recortes adicionales de los costes laborales unitarios y de los márgenes de beneficio excesivos, sobre todo en países con niveles de desempleo muy elevados. Para conseguir esto, en primer lugar se ha de aumentar la flexibilidad del proceso de determinación de salarios, cuando sea necesario, por ejemplo, mediante la relajación de la legislación de protección del empleo, la supresión de los mecanismos de indiciación salarial, la reducción de los salarios mínimos, y permitiendo la negociación salarial a nivel de empresas. En segundo lugar, el ajuste de la competitividad debe reforzarse a través de incrementos permanentes de la productividad del trabajo, por ejemplo, mediante la privatización, la innovación de los procesos y el desarrollo de nuevos productos, la aplicación de medidas

para mejorar la cualificación de la población activa y la puesta en marcha de iniciativas para crear un entorno empresarial más favorable. Todo ello exige la adopción de políticas audaces en relación con las reformas estructurales (por ejemplo, la liberalización de profesiones cerradas y de la inmigración, una reorientación del gasto hacia la educación y la investigación y el desarrollo, y reformas en áreas clave, como la modificación de los marcos judiciales y regulatorios para impulsar un entorno de negocios más favorable) y valentía ante las presiones de grupos privilegiados y de intereses creados. Los márgenes de beneficio excesivos son especialmente predominantes en sectores orientados al mercado interno (fundamentalmente, los servicios). Las reformas estructurales pueden hacer frente al problema de las rentas excesivas eliminando los obstáculos a la competencia (internacional), en particular en las profesiones protegidas, por ejemplo mediante la reducción de las barreras de entrada para nuevas empresas y, más en general, de los trámites administrativos.

En el ámbito fiscal, sigue siendo esencial velar por la estricta observancia de los procesos de consolidación fiscal acordados, con el fin de poder aprovechar los beneficios de los esfuerzos de saneamiento realizados hasta ahora y anclar de manera creíble las expectativas de los mercados financieros.