

EDITORIAL

En su reunión celebrada el 10 de enero de 2013, el Consejo de Gobierno decidió, sobre la base de su análisis económico y monetario periódico, mantener sin variación los tipos de interés oficiales del BCE. Las tasas de inflación medidas por el IAPC han descendido en los últimos meses, como se había previsto, y se espera que se sitúen en niveles inferiores al 2% durante el presente año. En el horizonte temporal relevante para la política monetaria, las presiones inflacionistas deberían mantenerse contenidas. El ritmo subyacente de la expansión monetaria continúa siendo moderado. Las expectativas de inflación en la zona del euro siguen firmemente ancladas, de conformidad con el objetivo del Consejo de Gobierno de mantener las tasas de inflación en un nivel inferior, aunque próximo, al 2% a medio plazo. Se prevé que la debilidad de la economía de la zona del euro se prolongue durante 2013. En particular, la necesidad de ajuste de los balances en los sectores financiero y no financiero y la persistente incertidumbre seguirán lastimando la actividad económica. Más adelante en 2013, la actividad económica debería recuperarse gradualmente. En particular, la orientación acomodaticia de la política monetaria, junto con la mejora significativa de la confianza en los mercados financieros y la menor fragmentación, deberían transmitirse a la economía, y la demanda mundial debería fortalecerse. Para apoyar la confianza, es esencial que los gobiernos continúen reduciendo los desequilibrios presupuestarios y estructurales y avancen en la reestructuración del sector financiero.

Comenzando con el análisis económico, tras una contracción del 0,2% en tasas intertrimestrales en el segundo trimestre de 2012, el PIB real de la zona del euro se redujo en un 0,1% en el tercer trimestre. Las estadísticas y los indicadores de las encuestas disponibles siguen apuntando a una debilidad persistente de la actividad, que previsiblemente se prolongará durante el presente año, como consecuencia de la influencia negativa en el gasto interno de la débil confianza de consumidores e inversores, así como de la atonía de la demanda exterior. No obstante, más recientemente, algunos indicadores de coyuntura se han estabilizado en

general, aunque en niveles bajos, y la confianza en los mercados financieros ha mejorado considerablemente. Más adelante en 2013 debería comenzar una recuperación gradual, a medida que la orientación acomodaticia de la política monetaria, la mejora significativa de la confianza en los mercados financieros y la menor fragmentación se transmitan al gasto privado interno, y el fortalecimiento de la demanda externa apoye el crecimiento de las exportaciones.

Los riesgos para las perspectivas económicas de la zona del euro continúan apuntando a la baja y están relacionados principalmente con la lenta aplicación de reformas estructurales en la zona del euro, cuestiones geopolíticas y desequilibrios en los principales países industrializados. Estos factores pueden afectar a la confianza durante más tiempo de lo previsto actualmente y retrasar adicionalmente la recuperación de la inversión privada, el empleo y el consumo.

Según la estimación preliminar de Eurostat, la inflación interanual medida por el IAPC en la zona del euro se situó en el 2,2% en diciembre de 2012, sin variación respecto al nivel observado en noviembre, y por debajo del 2,5% registrado en octubre y el 2,6% observado en agosto y septiembre. Teniendo en cuenta los precios actuales de los futuros sobre el petróleo, se espera que las tasas de inflación sigan descendiendo hasta situarse por debajo del 2% este año. Durante el horizonte temporal relevante para la política monetaria, en un entorno de debilidad de la actividad económica en la zona del euro y de expectativas de inflación a largo plazo firmemente ancladas, las presiones subyacentes sobre los precios deberían seguir siendo moderadas.

Se considera que los riesgos para las perspectivas sobre la evolución de los precios están, en general, equilibrados a medio plazo. Los riesgos a la baja se derivan del debilitamiento de la actividad económica y los riesgos al alza están relacionados con un aumento de los precios administrados y los impuestos indirectos, así como con una subida de los precios del petróleo.



Por lo que se refiere al análisis monetario, el ritmo subyacente de la expansión monetaria sigue siendo contenido. La tasa de crecimiento interanual de M3 se mantuvo prácticamente sin variación en el 3,8% en noviembre de 2012, tras situarse en el 3,9% en octubre. La progresión de M3 siguió estando determinada por una preferencia por los activos líquidos, como muestra el crecimiento continuado de M1 hasta situarse en el 6,7% en noviembre, frente al 6,5% registrado en octubre, como consecuencia de la afluencia de fondos de hogares y sociedades no financieras a los depósitos a la vista. A raíz de las medidas de política monetaria no convencionales adoptadas por el BCE y las medidas aplicadas por otras autoridades, se observó un fortalecimiento generalizado de la base de depósitos de las IFM en algunos países en dificultades, lo que permitió a varias IFM seguir reduciendo su dependencia de la financiación del Eurosistema y contribuyó a reducir la fragmentación en los mercados financieros. El crecimiento de M3 también estuvo respaldado por la entrada de capitales en la zona del euro, como refleja el fuerte aumento de la posición acreedora neta de las IFM frente al exterior.

Se observaron pocas variaciones en el crecimiento del crédito, que siguió siendo débil en noviembre. Durante ese mes, la tasa de descenso interanual de los préstamos al sector privado (ajustada de ventas y titulaciones de préstamos) se mantuvo en el -0,5%. Esta evolución refleja las amortizaciones netas adicionales en los préstamos concedidos a sociedades no financieras. No obstante, dichas amortizaciones netas fueron menos importantes que en meses anteriores, ascendiendo a 4.000 millones de euros en noviembre, frente a la cifra de 7.000 millones en octubre y 21.000 millones en septiembre. La tasa de descenso interanual de los préstamos a sociedades no financieras se situó en el -1,4% en noviembre, frente al -1,5% de octubre. El crecimiento interanual de los préstamos de las IFM a los hogares se mantuvo, en general, sin cambios en el 0,7% en noviembre. En gran medida, la débil dinámica de los préstamos es reflejo de la actual fase del ciclo económico, del mayor riesgo crediticio y del ajuste en curso de los balances de los hogares y las empresas.

A fin de garantizar una transmisión adecuada de la política monetaria a las condiciones de financiación en los países de la zona del euro, es esencial que la capacidad de resistencia de las entidades de crédito siga reforzándose allí donde resulte necesario. La solidez de sus balances será un factor clave tanto para facilitar una provisión adecuada de crédito a la economía como para normalizar todos los canales de financiación. La adopción de medidas decididas para establecer un marco financiero integrado contribuirá a lograr este objetivo. El futuro mecanismo único de supervisión (MUS) es una de las piedras angulares y representa un paso esencial en el proceso de reintegración del sector bancario.

En síntesis, el análisis económico indica que la evolución de los precios debería seguir siendo acorde con su estabilidad a medio plazo. El contraste con las señales del análisis monetario confirma este panorama.

Se necesitarán nuevas contribuciones de otras áreas de la política económica para garantizar una sólida estabilización de los mercados financieros y una mejora de las perspectivas de crecimiento. Deberán aplicarse con rapidez reformas estructurales adicionales destinadas a aumentar la flexibilidad, el dinamismo y la competitividad de la economía de la zona del euro. En particular, son esenciales las reformas de los mercados de productos encaminadas a fomentar la competencia y la competitividad, así como medidas para mejorar el funcionamiento de los mercados de trabajo. Tales reformas elevarán el potencial de crecimiento y el empleo en la zona del euro y mejorarán la capacidad de ajuste de los países de la zona. También darán un nuevo impulso a los progresos que se están realizando en relación con los costes laborales unitarios y los desequilibrios por cuenta corriente. En lo que respecta a las políticas fiscales, la reciente disminución sustancial de los rendimientos de los bonos soberanos debería verse respaldada por nuevos progresos en materia de saneamiento presupuestario conforme a los compromisos adquiridos en el marco del Pacto de Estabilidad y Crecimiento.

La presente edición del Boletín Mensual contiene dos artículos. En el primero se estudia la utilidad de los indicadores de confianza basados en encuestas para el seguimiento y la predicción de la evolución económica en la zona del euro, con especial atención a la evolución de esos indicadores

desde el inicio de la crisis financiera mundial en 2007. En el segundo se examinan las tendencias del comercio dentro de la zona del euro durante el último decenio y se analiza su importancia en la acumulación y posterior corrección de desequilibrios por cuenta corriente en la zona.

EVOLUCIÓN ECONÓMICA Y MONETARIA RESÚMENES DE LAS SECCIONES



I ENTORNO EXTERIOR DE LA ZONA DEL EURO

La economía mundial continúa creciendo a un ritmo moderado, y la recuperación está cobrando cierto impulso paulatinamente, aunque sigue siendo frágil. Los indicadores de opinión más recientes apuntan a una posible mejora del clima internacional en el último trimestre de 2012, aunque algunos indicadores se mantienen por debajo de sus medias de largo plazo, y se espera que la actividad se fortalezca gradualmente. La inflación mundial se moderó en noviembre, debido a que los precios de la energía reanudaron su tendencia descendente.

2 EVOLUCIÓN MONETARIA Y FINANCIERA

2.1 DINERO Y CRÉDITO DE LAS IFM

Los datos monetarios disponibles hasta noviembre de 2012 confirman el débil ritmo de expansión subyacente del dinero y del crédito que se ha venido observando durante un período prolongado. Al mismo tiempo, la tasa de crecimiento interanual de M1 continuó aumentando, como consecuencia de la preferencia de los sectores tenedores de dinero por activos muy líquidos en un entorno de tipos de interés bajos. El crédito de las IFM al sector privado no financiero de la zona del euro mantuvo su debilidad en términos históricos y siguió ocultando una evolución heterogénea en los distintos países, si bien en los últimos meses ha mostrado algunas señales de estabilización. Las condiciones de demanda explican gran parte de la actual debilidad del crédito, aunque también persisten restricciones de oferta en algunos países. Los datos monetarios más recientes continúan apuntando a un aumento de la confianza y a una menor segmentación de los mercados financieros de la zona del euro.

2.2 EMISIONES DE VALORES

En octubre de 2012, la tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones emitidos por residentes en la zona del euro descendió como consecuencia de la caída de las emisiones observada en la mayoría de los sectores, salvo en el de las sociedades no financieras. El incremento interanual de los valores distintos de acciones emitidos por este sector parece haberse estabilizado en niveles muy elevados, lo que posiblemente se deba a que esta fuente de financiación ha sustituido, en cierta medida, al crédito bancario. La tasa de crecimiento interanual de la emisión de acciones cotizadas aumentó marginalmente en todos los sectores en octubre.

2.3 TIPOS DE INTERÉS DEL MERCADO MONETARIO

Los tipos de interés del mercado monetario se mantuvieron prácticamente estables entre principios de diciembre de 2012 y comienzos de enero de 2013. En consecuencia, en el duodécimo período de mantenimiento de 2012, que se inició el 12 de diciembre, el eonia permaneció en niveles muy bajos y registró un mínimo histórico hacia finales de año, reflejando así la persistencia de un abundante exceso de liquidez durante el período.

2.4 MERCADOS DE RENTA FIJA

Entre finales de noviembre de 2012 y principios de enero de 2013, el rendimiento de la deuda pública a largo plazo con calificación AAA de la zona del euro se incrementó unos 10 puntos básicos, hasta situarse en torno al 1,8% el 9 de enero. En Estados Unidos, el rendimiento de la deuda pública a largo plazo aumentó alrededor de 25 puntos básicos en ese mismo período, y el 9 de enero se situó en el 1,9% aproximadamente. En general, estos incrementos se registraron al final del período analizado, al mejorar el clima de los mercados en lo que respecta a los activos con riesgo. La incertidumbre existente en torno a la evolución futura de los mercados de renta fija de la zona del euro, medida por la volatilidad implícita en estos mercados, se mantuvo prácticamente inalterada. Los indicadores de mercado sugieren que las expectativas de inflación siguen firmemente ancladas en niveles acordes con la estabilidad de precios.

2.5 TIPOS DE INTERÉS DE LOS PRÉSTAMOS Y DE LOS DEPÓSITOS

En noviembre de 2012, los tipos de interés aplicados por las IFM a los préstamos a largo plazo concedidos a los hogares para adquisición de vivienda y a las sociedades no financieras volvieron a descender ligeramente, mientras que los tipos de interés de los préstamos a corto plazo otorgados a los hogares apenas registraron cambios y los correspondientes a las sociedades no financieras se redujeron. Los diferenciales entre los tipos de interés de los créditos de hasta un millón de euros y los de los créditos de más de un millón de euros concedidos a las sociedades no financieras siguieron siendo elevados, tanto para los vencimientos a corto plazo como a largo plazo.

2.6 MERCADOS DE RENTA VARIABLE

Entre finales de noviembre de 2012 y principios de enero de 2013, las cotizaciones bursátiles aumentaron tanto en la zona del euro como en Estados Unidos, pese a la publicación de información dispar sobre los mercados a ambos lados del Atlántico. En la zona del euro, las decisiones adoptadas por los líderes europeos sobre Grecia y el mecanismo único de supervisión respaldaron el favorable clima de los mercados. En Estados Unidos, por el contrario, el apetito por el riesgo se vio atenuado en diciembre por la persistencia de la incertidumbre en torno a la resolución de la cuestión del precipicio fiscal, a pesar del incipiente optimismo sobre la actividad económica. En ambas áreas económicas, las cotizaciones bursátiles del sector financiero se comportaron mejor que las del sector no financiero, y la incertidumbre imperante en los mercados bursátiles se mantuvo en niveles reducidos.

3 PRECIOS Y COSTES

Según la estimación preliminar de Eurostat, la inflación interanual medida por el IAPC de la zona del euro fue del 2,2%, sin variación con respecto a noviembre e inferior al 2,5% de octubre y el 2,6% de agosto y septiembre. Teniendo en cuenta los precios actuales de los futuros sobre el petróleo, se espera que las tasas de inflación caigan de nuevo hasta situarse por debajo del 2% este año. A lo largo del horizonte relevante para la política monetaria, en un entorno de debilidad de la actividad económica de la zona del euro y de expectativas de inflación a largo plazo firmemente ancladas, las presiones inflacionistas subyacentes

deberían seguir siendo limitadas. Se considera que los riesgos para las perspectivas de evolución de los precios siguen estando prácticamente equilibrados en el medio plazo.

4 PRODUCTO, DEMANDA Y MERCADO DE TRABAJO

Después de registrar una contracción del 0,2 %, en tasa intertrimestral, en el segundo trimestre de 2012 el PIB real de la zona del euro retrocedió un 0,1 % en el tercer trimestre. Las estadísticas y los indicadores de opinión disponibles siguen apuntando a una nueva debilidad de la actividad, que previsiblemente continuará este año, reflejando el impacto negativo sobre la demanda interna del bajo nivel de confianza de los consumidores y los inversores, así como de la atonía de la demanda externa. No obstante, más recientemente, algunos indicadores coyunturales prácticamente se han estabilizado, aunque en niveles reducidos, y la confianza de los mercados financieros ha aumentado de forma significativa. Más avanzado 2013 debería comenzar una recuperación gradual, a medida que la orientación acomodaticia de la política monetaria, la sustancial mejora de la confianza de los mercados financieros y la menor fragmentación empiecen a mostrar sus efectos sobre la demanda interna privada, mientras que el fortalecimiento de la demanda externa debería sostener el crecimiento de las exportaciones. Los riesgos en torno a las perspectivas económicas de la zona del euro siguen siendo a la baja.

[Si desea leer la versión completa en inglés, haga clic aquí.](#)



I INDICADORES DE CONFIANZA Y EVOLUCIÓN ECONÓMICA

La crisis actual ha sido calificada con frecuencia como «una crisis de confianza». Mientras que en 2007 y 2008 la crisis se asoció principalmente a los mercados financieros, posteriormente, en la zona del euro, se ha convertido en una crisis de deuda soberana. La confianza empresarial y de los consumidores se ha visto afectada por esta evolución. La teoría económica viene considerando desde hace mucho tiempo la posibilidad de que las oleadas de optimismo y de pesimismo pudieran ser importantes factores determinantes de los ciclos económicos. Los datos de las encuestas sobre el sentimiento de los agentes económicos pueden aportar información sobre esas visiones optimistas o pesimistas de la evolución económica futura, especialmente en términos de incertidumbre, que pueden tener implicaciones sustanciales para la economía real. En el presente artículo se muestra la utilidad de los indicadores de confianza basados en las encuestas para realizar un seguimiento de la evolución económica en la zona del euro e identificar la aparición de esas oleadas de optimismo y pesimismo con el telón de fondo de la crisis actual.

[Si desea leer el artículo completo en su versión en inglés, haga clic aquí.](#)

2 VÍNCULOS COMERCIALES ENTRE LOS PAÍSES DE LA ZONA DEL EURO Y AJUSTE EXTERNO

En el presente artículo se examinan las tendencias del comercio entre los países de la zona del euro observadas en los diez últimos años. Este comercio representa casi la mitad de los intercambios comerciales totales de la zona. Además, la integración comercial dentro de la zona del euro ha aumentado de forma continua, estableciéndose un importante canal para la transmisión de perturbaciones. En los años anteriores a la crisis financiera global, los países de la zona del euro con abultados déficits por cuenta corriente registraban también, por lo general, grandes déficits comerciales frente al resto de la zona. Desde el inicio de la crisis se ha avanzado considerablemente en la corrección de los desequilibrios por cuenta corriente de la zona del euro, lo que se ha reflejado también en unos intercambios comerciales más equilibrados entre los países que la integran. No obstante, en varios países miembros es necesario aplicar con determinación medidas que permitan llevar a término el proceso de reequilibrio y garanticen su sostenibilidad, especialmente a través de nuevas mejoras de la competitividad vía precios y de la competitividad no precio. Además, las reformas estructurales encaminadas a aumentar la flexibilidad de los mercados de trabajo y productos son esenciales para facilitar el reequilibrio externo dentro de la zona del euro ahora y en el futuro.

[Si desea leer el artículo completo en su versión en inglés, haga clic aquí.](#)