

EVOLUCIÓN ECONÓMICA Y MONETARIA

I ENTORNO EXTERIOR DE LA ZONA DEL EURO

La recuperación de la economía mundial continúa y se está haciendo cada vez más autosostenida. Los indicadores más recientes apuntan a que el ritmo de crecimiento mundial, que se afianzó a lo largo del último trimestre de 2010, ha seguido siendo sólido a comienzos de 2011. En las economías avanzadas, las presiones inflacionistas siguen estando contenidas, aunque los precios de los bienes intermedios han estado repuntando, como resultado de la subida de los precios de los alimentos y las materias primas. En las economías emergentes más dinámicas, estos incrementos de los precios de los bienes intermedios, sumados a la solidez de la actividad económica, han hecho que las tasas de inflación hayan seguido aumentando.

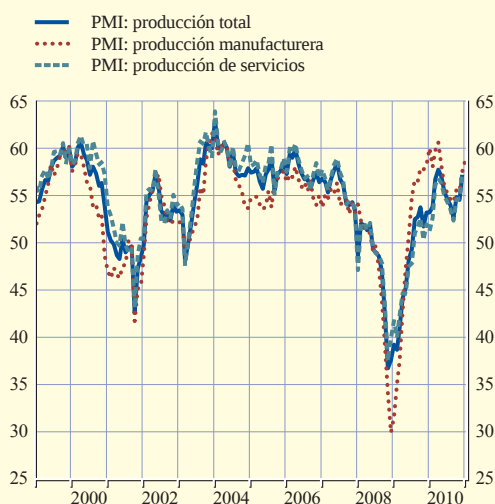
I.1 EVOLUCIÓN DE LA ECONOMÍA MUNDIAL

La recuperación de la economía mundial continúa y es cada vez más autosostenida. Los datos sobre el PIB publicados para el tercer y el cuarto trimestre han confirmado que dicha recuperación continuó en el segundo semestre de 2010, aunque a un ritmo más moderado que en el primer semestre del año. Al mismo tiempo, se observan diferencias en cuanto a la fuerza de la recuperación entre unas regiones y otras. Los indicadores más recientes señalan que el ritmo de crecimiento mundial, que se afianzó a lo largo del último trimestre de 2010, continuó a comienzos de 2011. En enero, el índice PMI global de producción manufacturera aumentó hasta 58,65 (véase gráfico 1). Este repunte de la actividad también ha venido acompañado de un incremento del componente de nuevos pedidos del índice PMI, que alcanzó su nivel más elevado para un año.

En las economías avanzadas, las presiones inflacionistas siguen estando contenidas, aunque los precios de los bienes intermedios han estado repuntando, como resultado de la subida de los precios de los alimentos y las materias primas. En las economías emergentes más dinámicas, estos incrementos

Gráfico 1 PMI: producción mundial

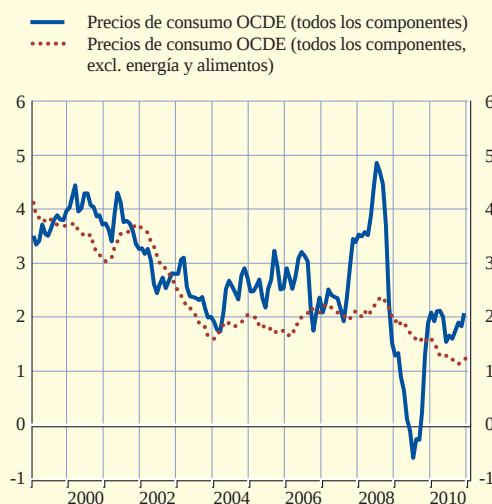
(índice de difusión; datos mensuales desestacionalizados)



Fuente: Markit.

Gráfico 2 Evolución internacional de los precios

(datos mensuales; tasas de variación interanual)



Fuente: OCDE.

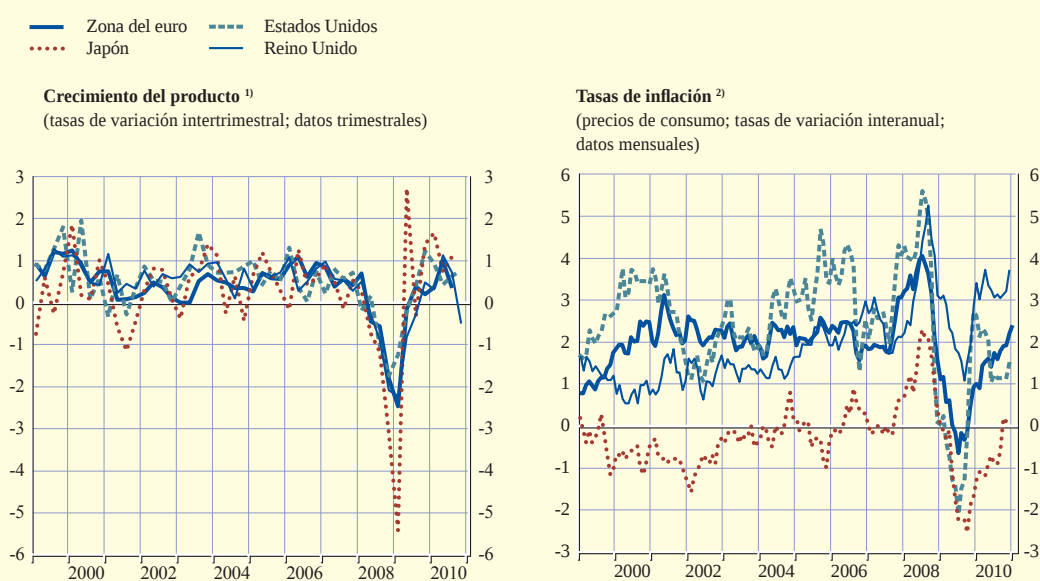
de los precios de los bienes intermedios, sumados a la solidez de la actividad económica, han hecho que las tasas de inflación hayan seguido aumentando. La inflación interanual aumentó en los países de la OCDE hasta el 2,1% en diciembre, frente al 1,8% observado en noviembre (véase gráfico 2). Excluidos la energía y los alimentos, la inflación interanual se situó en el 1,2% en diciembre, sin variación con respecto a noviembre.

ESTADOS UNIDOS

En Estados Unidos, la economía siguió recuperándose en el último trimestre de 2010. Según la estimación preliminar de la Oficina de Análisis Económico, el crecimiento intertrimestral del PIB real se situó en el 0,8% (3,2%, en tasa anualizada), frente al 0,6% del tercer trimestre (véase gráfico 3). Esta aceleración refleja un ritmo de crecimiento más sólido del gasto en consumo y una contribución positiva de la demanda exterior neta, dado que las exportaciones continuaron creciendo y las importaciones se redujeron. La inversión en bienes de equipo y *software* también se incrementó, aunque a un ritmo más lento que en trimestres anteriores. Por el contrario, la significativa contribución negativa de la acumulación de existencias moderó el crecimiento. En términos reales, el nivel del PIB en el cuarto trimestre sobrepasó, por primera vez, el máximo alcanzado antes de la recesión en el cuarto trimestre de 2007. De cara al futuro, se prevé que la recuperación siga siendo moderada en el medio plazo.

Las presiones inflacionistas siguen estando contenidas en Estados Unidos en un contexto de notable atonía económica. La inflación, medida por el IPC, ascendió hasta el 1,5% en diciembre, excediendo, por primera vez, la estrecha banda del 1,1% al 1,2% registrada desde junio de 2010. El aumento de los precios de consumo reflejó, principalmente, el impacto de los costes más elevados de la energía. Excluidos la energía y los alimentos, la inflación interanual no experimentó variación en diciembre,

Gráfico 3 Principales indicadores de las economías más industrializadas



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

1) Para la zona del euro y 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 Reino Unido; IPC para Estados Unidos y Japón.

manteniéndose en el 0,8% y alcanzando una media del 1% a lo largo de 2010, frente al 1,7% de 2009. El 26 de diciembre, el Comité de Operaciones de Mercado Abierto de la Reserva Federal decidió mantener sin cambios el objetivo fijado para el tipo de interés de los fondos federales en una banda comprendida entre el 0% y el 0,25%, y siguió pronosticando que la situación económica probablemente justifique que dicho tipo de interés se mantenga en niveles excepcionalmente bajos durante un período prolongado.

JAPÓN

En Japón, los datos disponibles apuntan a una desaceleración de la actividad económica en el cuarto trimestre de 2010, principalmente como consecuencia de la debilidad del gasto de los hogares, que se redujo en diciembre, por tercer mes consecutivo, un 3,3%, en tasa interanual. Con todo, los datos de las encuestas aportan señales positivas. La encuesta Economy Watchers Survey muestra un aumento por segundo mes consecutivo en diciembre, con una mejora del clima económico que afecta a una amplia gama de sectores. El índice PMI de enero correspondiente al sector manufacturero se situó en 51,4, es decir, por encima del umbral de 50 que separa la expansión de la contracción, lo que indica una aceleración de la actividad manufacturera. También se observan indicios de una reanudación del crecimiento en los sectores de exportación, dado que las exportaciones mejoraron en noviembre y diciembre, y la producción industrial aumentó por primera vez en seis meses en noviembre. De cara al futuro, es probable que la actividad económica experimente una moderada aceleración en el primer trimestre de 2011, respaldada principalmente por el constante y sólido crecimiento que registran las economías emergentes de Asia. No obstante, se prevé que el consumo privado siga siendo débil en ausencia de nuevos planes de estímulo fiscal.

La inflación interanual, medida por el IPC, se situó en el 0% en diciembre, tras haber aumentado durante dos meses consecutivos en noviembre y octubre. Excluidos los alimentos frescos, la tasa interanual, medida por el IPC, fue del -0,4%, mientras que, si se excluyen los alimentos frescos y la energía, se situó en el -0,7%. El 25 de enero, el Banco de Japón decidió mantener sin variación, entre el 0,0% y el 0,1%, el objetivo fijado para los tipos de interés de los préstamos a un día sin garantía.

REINO UNIDO

En el Reino Unido, la recuperación económica ha sido vacilante en los últimos meses. Según las estimaciones provisionales, la tasa de crecimiento intertrimestral del PIB real se redujo un 0,5% en el cuarto trimestre de 2010, tras registrar una expansión del 0,7% en el tercer trimestre (véase gráfico 3). Atribuido, en parte, a las desfavorables condiciones meteorológicas de diciembre, el descenso del producto a lo largo del trimestre tuvo su origen en la evolución de los sectores de servicios y construcción. Los precios de la vivienda han mantenido su tendencia a la baja en los últimos meses en un contexto de moderación de la actividad en el mercado de la vivienda. De cara al futuro, los ajustes de las existencias, las políticas de estímulo monetario, la demanda externa y la anterior depreciación de la libra esterlina deberían respaldar la actividad económica. No obstante, se prevé que el crecimiento de la demanda interna seguirá 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, ha seguido siendo elevada, aumentando hasta el 3,7% en diciembre de 2010, frente al 3,3% registrado en noviembre. De cara al futuro, se prevé que los efectos retardados de la depreciación de la libra esterlina, la subida de los precios de las materias primas y el aumento del IVA en enero de 2011 ejerzan nuevas presiones al alza sobre los precios de consumo. En los últimos trimestres, el Comité de Política Monetaria del Banco de Inglaterra ha mantenido en el 0,5% el tipo de interés oficial al que se remuneran las reservas de las entidades de crédito.

CHINA

En China, el PIB real creció un 9,8%, en tasa interanual, en el cuarto trimestre de 2010, frente al 9,6% registrado en el tercer trimestre, lo que indica la capacidad de resistencia de la economía frente a la retirada de las medidas de estímulo a lo largo de 2010. La inversión siguió siendo la principal fuente de crecimiento del PIB en el cuarto trimestre de 2010, mientras que la contribución del consumo privado se redujo y se sitúa ahora por debajo de la media histórica de largo plazo. La contribución de la demanda exterior neta al crecimiento continuó siendo positiva en el último trimestre de 2010, debido a la fortaleza de la demanda externa.

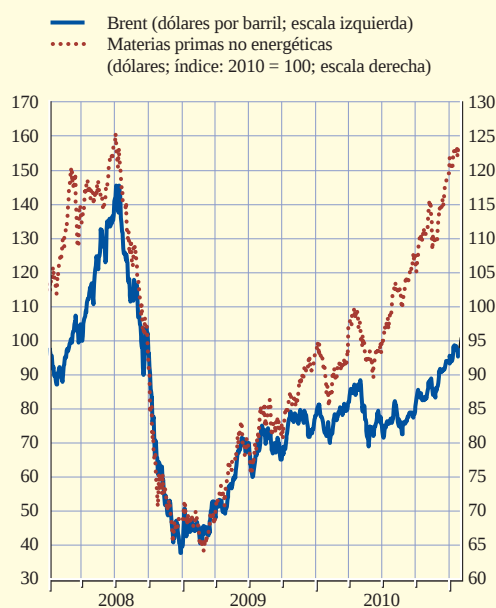
En diciembre, la inflación interanual, medida por el IPC, descendió hasta el 4,6%, desde el 5,1% registrado en noviembre, como consecuencia de efectos de base y de una desaceleración de la inflación de precios de los alimentos en respuesta a las medidas administrativas adoptadas en noviembre. No obstante, se prevé que, como consecuencia de los elevados precios de las materias primas y de la abundante liquidez interna, las presiones inflacionistas sigan siendo altas en el primer semestre de 2011. Los precios inmobiliarios también siguieron aumentando en diciembre por cuarto mes consecutivo. La concesión de préstamos bancarios continuó con fuerza en diciembre, alcanzándose un total de 7,9 billones de renminbis en concepto de nuevos préstamos otorgados en 2010, superando así el objetivo oficial de 7,5 billones de renminbis. En un contexto de holgada liquidez interna y de mantenimiento de las presiones inflacionistas, el Banco Central de la República Popular China imprimió una orientación aún más restrictiva a su política monetaria. El 20 de enero, las autoridades monetarias elevaron en 50 puntos básicos el coeficiente de reservas, que ahora se sitúa en el 19% para los grandes bancos y en el 17% para las entidades de crédito pequeñas y medianas.

1.2 MERCADOS DE MATERIAS PRIMAS

Los precios del petróleo siguieron subiendo en enero. El 2 de febrero, el precio del barril de Brent se situaba en 101,1 dólares estadounidenses, es decir, un 29,2% por encima del nivel registrado a comienzos de 2010 y un 8,5% por encima del observado a principios de enero (véase gráfico 4). De cara al futuro, los participantes en el mercado prevén que los precios del crudo se mantengan estables en el medio plazo, negociándose actualmente los futuros con entrega en diciembre de 2012 a 103,3 dólares estadounidenses el barril.

Si se consideran las variables fundamentales, la recuperación de la demanda de petróleo se está consolidando tanto en las economías emergentes como en las desarrolladas, y los elevados precios no parecen haber moderado, hasta ahora, las presiones de la demanda. Por el lado de la oferta, pese a la reciente decisión de la OPEP de no modificar las cuotas de producción, han comenzado a observarse algunas señales de sobreproducción por parte de los principales países miembros de

Gráfico 4 Evolución de los precios de las materias primas



Fuentes: Bloomberg y HWWI.

la organización, lo que podría interpretarse como una acción deliberada para atenuar las presiones de precios. De hecho, el ritmo de reducción de las existencias ha mostrado también algunos signos de desaceleración.

Los precios de las materias primas no energéticas también aumentaron en enero. Los precios de los alimentos siguieron registrando incrementos significativos, impulsados en particular por el trigo, el maíz y el cacao. Estos incrementos fueron sostenidos, debido a la combinación de dos factores: la solidez de la demanda y la escasez de oferta como consecuencia de las adversas condiciones meteorológicas. Por el contrario, los precios de los metales se mantuvieron, en general, estables, registrándose aumentos en el caso del níquel y del estaño, que se compensaron con descensos en los precios del plomo y el zinc. En cifras agregadas, el índice de precios de las materias primas no energéticas (denominado en dólares estadounidenses) se situaba, a finales de enero de 2011, un 34% por encima del nivel de comienzos de ese mes.

1.3 TIPOS DE CAMBIO

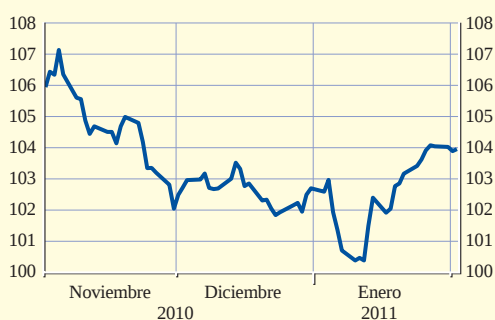
Tras la depreciación experimentada desde noviembre de 2010 hasta la primera semana de enero de 2011, el euro se apreció de nuevo a finales de enero en términos efectivos nominales, medido frente a las monedas de 20 de los socios comerciales más importantes de la zona del euro. Desde el máximo alcanzado el 4 de noviembre hasta el mínimo del 10 de enero, el tipo de cambio efectivo del euro se había depreciado en torno a un 6%, para repuntar de nuevo un 4% hasta el 2 de febrero. Como resultado, el 2 de febrero de 2011, el tipo de cambio efectivo nominal del euro se situaba un 1,7% por debajo del nivel de finales de octubre de 2010 y un 0,7% por debajo de la media de 2010 (véase gráfico 5).

En términos bilaterales, durante los dos últimos meses de 2010 y enero de 2011, el euro se debilitó frente a la mayoría de las principales monedas. Entre el 29 de octubre de 2010 y el 2 de febrero de 2011,

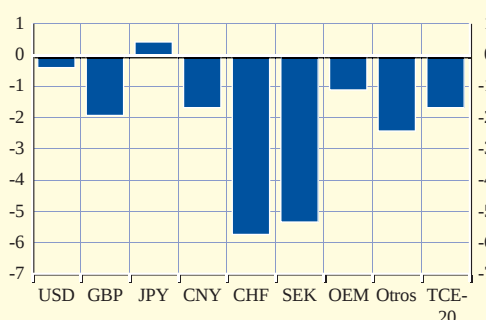
Gráfico 5 Tipo de cambio efectivo del euro (TCE-20) y sus componentes¹⁾

(datos diarios)

Índice: 1 1999 = 100



Contribuciones a las variaciones del TCE-20²⁾
Del 29 de octubre de 2010 al 2 de febrero de 2011
(en puntos porcentuales)



Fuente: BCE.

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

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

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 al 2 de febrero de 2011	Apreciación (+)/depreciación (-) del euro al 2 de febrero de 2011		
			desde:		en comparación con: media de 2010
			29 de octubre de 2010	1 de enero de 2010	
Dólar estadounidense	19,4	1,38	-0,4	-4,1	4,1
Libra esterlina	17,8	0,852	-1,9	-4,4	-0,7
Renminbi chino	13,6	9,09	-1,7	-7,5	1,3
Yen japonés	8,3	112,4	0,4	-15,9	-3,3
Franco suizo	6,4	1,29	-5,7	-13,1	-6,4
Zloty polaco	4,9	3,91	-1,7	-4,6	-2,0
Corona sueca	4,9	8,86	-5,3	-13,1	-7,1
Corona checa	4,1	24,12	-1,9	-8,2	-4,6
Won coreano	3,9	1.521,85	-2,3	-8,5	-0,7
Forint húngaro	3,1	269,59	-0,8	-0,1	-2,1
TCEN ²⁾		104,0	-1,7	-7,1	-0,7

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).

se depreció un 5,7% frente al franco suizo, un 5,3% frente a la corona sueca, un 1,7% frente al renminbi chino y un 0,4% frente al dólar estadounidense. La depreciación frente al dólar estadounidense, sumada a la correspondiente depreciación de las monedas vinculadas a este, representó menos de una cuarta parte de la depreciación total en términos efectivos (véase gráfico 5). La moneda única también se depreció significativamente frente a las monedas de los países productores de materias primas (dólar australiano, dólar canadiense y corona noruega) y, en menor medida, frente a la libra esterlina, mientras que se apreció ligeramente (un 0,4%) frente al yen japonés (véase cuadro 1).

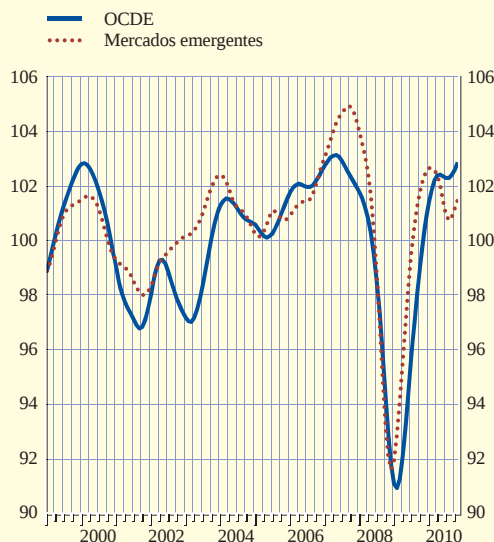
Entre el 29 de octubre de 2010 y el 2 de febrero de 2011, las monedas que participan en el MTC II se mantuvieron prácticamente estables frente al euro, cotizando al tipo de cambio correspondiente a las respectivas paridades o en torno a dichas paridades. El lats letón, tras haber permanecido durante muchos meses en la zona débil de la banda de fluctuación de $\pm 1\%$, también se desplazó, acercándose a la paridad central en enero.

1.4 PERSPECTIVAS DEL ENTORNO EXTERIOR

Los indicadores más recientes señalan que el ritmo de crecimiento mundial ha seguido afianzándose a comienzos de 2011. De cara al futuro, se prevé que la economía mundial se fortalezca gradualmente a medida que las condiciones de financiación continúen normalizándose en un en-

Gráfico 6 Indicadores sintéticos adelantados de la OCDE

(datos mensuales; ajustados a la amplitud del ciclo)



Fuente: OCDE.

Nota: El indicador de los mercados emergentes es una media ponderada del indicador sintético adelantado de Brasil, Rusia y China.

torno de políticas monetarias acomodaticias. Esta evolución está en consonancia con los últimos indicadores sintéticos de la OCDE, correspondientes a noviembre, que apuntan a que se mantendrá el ritmo de crecimiento en los países de la OCDE (véase gráfico 6).

Los riesgos para la actividad mundial se inclinan ligeramente a la baja y la incertidumbre sigue siendo elevada. Por un lado, el comercio mundial podría seguir creciendo con más rapidez de la esperada. Por otro lado, siguen preocupando las tensiones en algunos segmentos de los mercados financieros, los nuevos aumentos de los precios del petróleo y de otras materias primas, las presiones proteccionistas y la posibilidad de que se produzca una corrección desordenada de los desequilibrios mundiales.

2 EVOLUCIÓN MONETARIA Y FINANCIERA

2.1 DINERO Y CRÉDITO DE LAS IFM

Las tasas de crecimiento interanual de M3 y de los préstamos concedidos por las IFM al sector privado experimentaron un descenso en diciembre. Esta disminución se debe, en cierta medida, a la reversión parcial de un factor especial observado en noviembre relacionado con operaciones interbancarias realizadas a través de plataformas electrónicas de negociación. Si se considera más allá de este efecto, los datos más recientes indican una recuperación constante, aunque modesta, del crecimiento monetario y de los préstamos, y confirman la valoración de que la expansión monetaria subyacente es moderada y de que las presiones inflacionistas a medio y a largo plazo deberían permanecer contenidas. Una vez ajustados por la baja de balance de préstamos de las IFM, los datos más recientes confirman que el crecimiento de los préstamos al sector privado se está viendo favorecido por la continuada recuperación de los préstamos a los hogares y a las sociedades no financieras. Por último, los principales activos de las IFM registraron una contracción en diciembre, reflejando una reducción del crédito interbancario, mientras que continuó la expansión de los préstamos al sector privado.

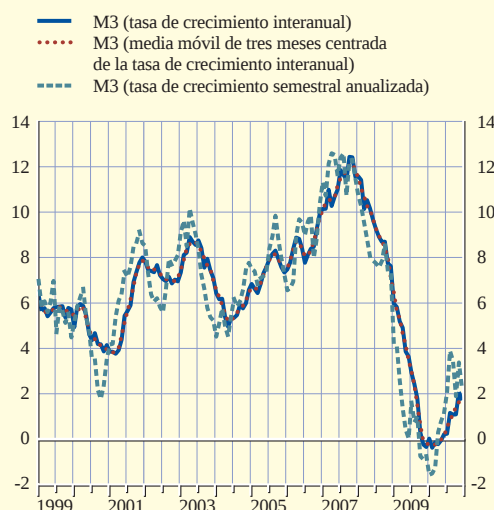
EL AGREGADO MONETARIO AMPLIO M3

La tasa de crecimiento interanual de M3 se redujo hasta situarse en el 1,7% en diciembre, desde el 2,1% de noviembre (véase gráfico 7), aunque continuó en niveles claramente superiores a los de meses anteriores. En cierta medida, este descenso es consecuencia de la reversión parcial de un factor especial (concretamente, los elevados flujos de entrada registrados en las cesiones temporales, reflejo de operaciones interbancarias realizadas a través de entidades de contrapartida central), que incrementó el crecimiento de M3 el mes precedente. El crecimiento intermensual siguió siendo volátil, y volvió a ser negativo en diciembre (el -0,1%), tras haber sido positivo en noviembre (el 0,5%) y negativo en octubre. Los datos más recientes son acordes con la valoración de que la dinámica monetaria de la zona del euro se está recuperando gradualmente, aunque llevan asociada cierta incertidumbre en torno a su fortaleza actual.

En los últimos meses, la pendiente de la curva de rendimientos ha aumentado ligeramente su inclinación (tras el aplanamiento observado durante la mayor parte de 2010), reduciendo con ello el atractivo de mantener activos monetarios incluidos en M3 frente a activos a más largo plazo mejor remunerados no incluidos en este agregado monetario. Este factor puede haber influido en las salidas que se registraron en M3 en diciembre. Estas salidas fueron particularmente abultadas en el caso de ciertos instrumentos no incluidos en M1, pero quedaron compensadas, en parte, por las entradas observadas en los depósitos a la vista. Esta evolución divergente dentro de M3 puede reflejar el hecho de que los diferenciales entre los tipos de interés a los que se remuneran los diversos depósitos a corto plazo no han vuelto a ampliarse, de modo que el coste de oportunidad de mantener depósitos a la vista no se ha incrementado.

Gráfico 7 Crecimiento de M3

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



Fuente: BCE.

En cuanto a las contrapartidas, el descenso observado en la tasa de crecimiento interanual de M3 en diciembre se plasmó en una ligera caída de la tasa de crecimiento interanual de los préstamos al sector privado. Esa disminución fue reflejo de un marcado descenso de la tasa de crecimiento interanual de los préstamos a los intermediarios financieros no monetarios distintos de las empresas de seguros y los fondos de pensiones (OIF) y de una ligera reducción de la tasa de crecimiento interanual de los préstamos a las sociedades no financieras.

Los principales activos mantenidos por las IFM de la zona del euro disminuyeron en diciembre, principalmente como consecuencia de la contracción de los volúmenes de préstamos interbancarios y de las tenencias de valores distintos de acciones emitidos por las IFM. Los datos de los últimos meses indican que el tamaño del balance agregado de las IFM ha vuelto a reducirse, tras haberse incrementado durante la mayor parte de 2010. No obstante, esta evolución no ha ido acompañada de un descenso de los préstamos al sector privado de la zona del euro, que han continuado aumentando con moderación.

Las estadísticas monetarias de Estonia se incluirán por primera vez en los agregados de la zona del euro de enero de 2011 (véase más adelante).

Recuadro I

EL SECTOR DE IFM EN ESTONIA Y SU IMPACTO EN LAS ESTADÍSTICAS MONETARIAS DE LA ZONA DEL EURO

El 1 de enero de 2011, Estonia adoptó el euro, con lo que el número de países miembros que integran la zona del euro pasó de 16 a 17. Las estadísticas monetarias de Estonia se incluirán por primera vez en los agregados de la zona del euro de enero de 2011, que se publicarán el 25 de febrero y aparecerán en el Boletín Mensual de marzo de 2011¹. A continuación se destacan algunas características de los balances de las IFM residentes en Estonia², que forman la base de la contribución de este país a las estadísticas monetarias de la zona del euro.

Principales características del sector de IFM de Estonia

A finales de diciembre de 2010, el total de IFM residentes en Estonia era de 37, mientras que en la zona del euro (excluida Estonia) había, en total, 7.828 IFM³. El balance agregado de las IFM de Estonia ascendía a un total de 22 mm de euros a finales de diciembre de 2010, lo que representa, aproximadamente, el 0,1% del balance agregado de las IFM de la zona del euro ampliada. Esta contribución es menor que las de otros países que se han incorporado a la zona del euro en los últimos años. En el caso de Malta, Eslovaquia y Eslovenia, los balances agregados de las respectivas IFM representaron alrededor del 0,2% del balance agregado de las IFM de la zona del euro, mientras que en el caso de las IFM de Chipre se situó en torno al 0,4%.

1 A efectos de las estadísticas monetarias, la serie de la zona del euro incluye todos los Estados miembros de la UE que habían adoptado el euro en el momento al que se refieren las estadísticas. Este enfoque, que se aplica también a las estadísticas de tipos de interés de las IFM y al IAPC, se diferencia del aplicado a todas las demás series de datos, como el PIB, en cuyo caso los datos se refieren a la composición actual de la zona del euro en toda la serie temporal.

2 Para más información sobre la metodología estadística adoptada para las estadísticas del balance de las IFM con respecto a la ampliación de la zona del euro, véase el recuadro titulado «Repercusiones de la incorporación de Eslovenia a la zona del euro en las estadísticas monetarias», *Boletín Mensual*, BCE, febrero de 2007. Véanse también las «Notas generales» que aparecen al final del *Boletín Mensual*.

3 Para más información sobre la evolución del sector de IFM de la UE, véase, por ejemplo, <http://www.ecb.europa.eu/stats/money/mfi/general/html/index.en.html>.

Impacto de los datos de Estonia sobre el agregado M3 de la zona del euro

Según los cálculos del BCE, la contribución de Estonia al agregado M3 de la zona del euro habría ascendido a 9 mm de euros en diciembre de 2010. Los depósitos representaban el 96% de esa contribución. Los depósitos a la vista y los depósitos a plazo hasta dos años (es decir, los depósitos a corto plazo) representaban los porcentajes más altos, con un 48% y un 42% del agregado M3 de Estonia, respectivamente (véase gráfico A), mientras que los depósitos disponibles con preaviso hasta tres meses representaban el 6%. En comparación, los depósitos totales, excluidas las cesiones temporales, totalizaban el 81% de M3 de la zona del euro (es decir, excluida Estonia) ese mes, mientras que las contribuciones de los depósitos a la vista y los depósitos a plazo hasta dos años eran algo menores (véase gráfico B). Las tenencias de valores distintos de acciones a corto plazo y de cesiones temporales de las IFM, que en la zona del euro ascendían, respectivamente, al 1% y al 4% de las tenencias de M3, eran insignificantes en Estonia. En este país no había fondos del mercado monetario residentes, mientras que las participaciones emitidas por los fondos del mercado monetario residentes en la zona del euro representaban el 6% del agregado M3 de la zona.

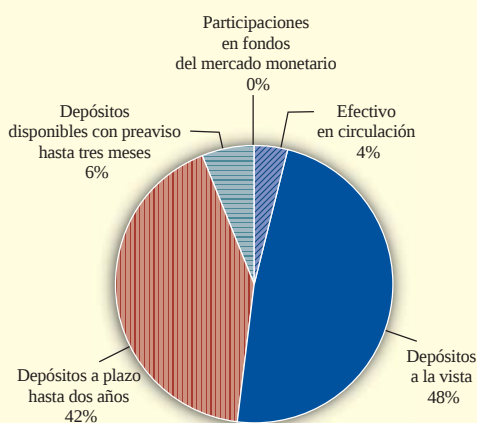
Por lo que respecta a las contrapartidas de M3, los pasivos a más largo plazo de las IFM estonias ascendían a cerca de 2,5 mm de euros en diciembre de 2010, mientras que, en el activo del balance, los préstamos de las IFM al sector privado totalizaban alrededor de 14 mm de euros. En cuanto a la distribución por sectores, se concedieron préstamos por importe de 6 mm de euros a las sociedades no financieras y de 7 mm de euros a los hogares, mientras que los intermediarios financieros no monetarios distintos de las empresas de seguros y los fondos de pensiones recibieron menos de 0,5 mm de euros.

Las estadísticas del balance de las IFM de la zona del euro incluyen datos correspondientes a los Estados miembros de la UE que formaban parte de la zona en el mes de referencia. Así pues, a partir de enero de 2011, tanto los saldos vivos como las tasas de crecimiento incluirán los 17 países que integran actualmente la zona del euro⁴. La contribución de Estonia al saldo vivo del agregado M3 de

4 A fin de evitar rupturas en las estadísticas, la inclusión de nuevos países se considera una reclasificación, es decir, se corrige en los datos sobre operaciones y, por consiguiente, también en las tasas de crecimiento.

Gráfico A Composición de M3 de Estonia

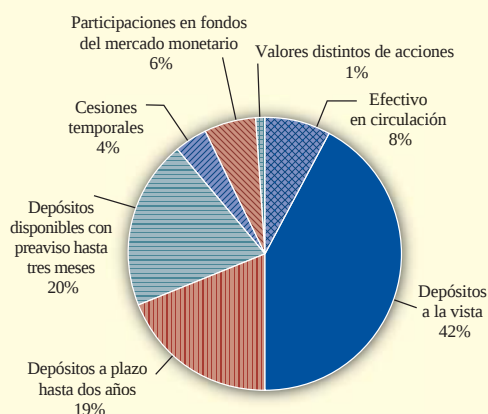
(diciembre 2010)



Fuente: BCE.

Gráfico B Composición de M3 de la zona del euro

(diciembre 2010)



Fuente: BCE.

la zona del euro en diciembre de 2010 habría sido de alrededor del 0,1%. En conjunto, dado el tamaño de esa contribución, la integración de Estonia en enero de 2011 no afectará a la dinámica de las estadísticas de M3 de la zona.

PRINCIPALES COMPONENTES DE M3

En diciembre, la evolución de M3 se caracterizó por la reducción de la tasa de crecimiento interanual de los instrumentos negociables, así como por un nuevo descenso de la tasa de crecimiento interanual de M1. La tasa de crecimiento interanual de los depósitos a corto plazo distintos de los depósitos a la vista se mantuvo invariable, en niveles negativos. Por tanto, el estrechamiento de la brecha entre las tasas de crecimiento interanual de M1 y las de otros componentes de M3 observada en los últimos meses no continuó en diciembre.

La tasa de crecimiento interanual de M1 experimentó un ligero descenso y se situó en el 4,4% en diciembre, desde el 4,6% de noviembre, como consecuencia de la reducción de la tasa de crecimiento interanual del efectivo en circulación (véase cuadro 2). La tasa de crecimiento interanual de los depósitos a la vista se mantuvo estable, en el 4,4%, pero esta evolución ocultó un flujo mensual considerablemente positivo, que posiblemente refleje que la configuración de los tipos de interés de los depósitos a corto plazo prácticamente no se ha modificado, lo que implica que el coste de oportunidad de mantener depósitos a la vista en comparación con otros depósitos a corto plazo no aumentó de nuevo en diciembre.

La tasa de crecimiento interanual de los depósitos a corto plazo distintos de los depósitos a la vista permaneció invariable, en el -0,5%, en diciembre. Esta evolución ocultó una disminución perceptible de la tasa de crecimiento interanual de los depósitos disponibles con preaviso hasta tres meses, que no obstante se mantuvo considerablemente positiva. En cambio, la tasa de crecimiento interanual de los depósitos a plazo hasta dos años experimentó un aumento, aunque se mantuvo en niveles muy negativos. Ambos tipos de depósito registraron salidas en diciembre, reflejo, probablemente, del reciente aumento de la inclinación de la pendiente de la curva de rendimientos y, por tanto, de la existencia de mayores incentivos para desplazar fondos hacia activos a largo plazo no incluidos en M3.

La tasa de crecimiento interanual de los instrumentos negociables se redujo hasta el -1,8% en diciembre, desde el 0,5% de noviembre. Este descenso estuvo relacionado con el hecho de que las participaciones en fondos del mercado monetario registraron una nueva salida, mostrando una evolución acorde con la de meses anteriores, en un entorno de bajos rendimientos¹. También reflejó la moderación de la actividad en lo que respecta a las cesiones temporales, debido a la reversión parcial del elevado flujo de entrada observado en noviembre, que estuvo relacionado con operaciones interbancarias realizadas a través de entidades de contrapartida central. Al mismo tiempo, el sector tenedor de dinero reanudó las adquisiciones de valores distintos de acciones a corto plazo de las IFM, después de varios meses de desacumulación de estos instrumentos.

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, experimentó un ligero retroceso en diciembre y se situó en el 3,2%, desde el 3,5% de noviembre. Esta evolución refleja, fundamentalmente, un pronunciado descenso de la contribución de los OIF. En cambio, los sectores privados no financieros continuaron aumentando sus tenencias de depósitos de M3 en diciembre, y las contribuciones de los hogares y de las sociedades no financieras a la tasa de crecimiento interanual de estos depósitos registraron incrementos similares. La contribución

¹ Para más detalles, véase el recuadro titulado «Evolución reciente de los fondos del mercado monetario de la zona del euro», *Boletín Mensual*, BCE, octubre de 2010.

de los hogares a la tasa de crecimiento total de la zona del euro ha mejorado gradualmente desde mediados de 2010, aunque se mantiene en un nivel relativamente reducido. En general, el sector de los OIF siguió siendo el que más contribuyó al crecimiento interanual de los depósitos de M3 en diciembre.

PRINCIPALES CONTRAPARTIDAS DE M3

En cuanto a las contrapartidas de M3, la tasa de crecimiento interanual del crédito total concedido por las IFM a residentes en la zona del euro se redujo hasta situarse en el 3,5% en diciembre, desde el 4% de noviembre (véase cuadro 2). Esta evolución refleja el menor crecimiento del crédito concedido tanto a las Administraciones Públicas como al sector privado. El descenso observado en el caso del crédito a las Administraciones Públicas fue resultado, en gran medida, de que, en octubre, hubo que deshacer gradualmente una operación relacionada con los acuerdos de financiación relativos a un «banco malo»².

La tasa de crecimiento interanual del crédito otorgado al sector privado de la zona del euro descendió hasta el 1,6% en diciembre, desde el 1,9% del mes anterior, observándose reducciones en las contribuciones tanto de los préstamos como de las adquisiciones de valores de las IFM. La tasa de crecimiento interanual de los préstamos al sector privado se redujo ligeramente y se situó en el 1,9%, reflejando una contracción del volumen de préstamos otorgados a los OIF (principalmente relacionados con la reversión de los efectos de las actividades de negociación interbancaria realizadas a través de plataformas electrónicas) y a las sociedades no financieras. Si los datos se ajustan por la baja del balance de préstamos de las IFM, la tasa de crecimiento interanual de los préstamos al sector privado se mantuvo invariable, en el 2,3%, en diciembre.

La tasa de crecimiento interanual de los préstamos a las sociedades no financieras prácticamente no se modificó en diciembre y fue del -0,2% (véase cuadro 3), registrándose flujos mensuales negativos en todos los plazos de vencimiento. Hasta ahora, el ritmo de recuperación del crédito concedido por las IFM a las sociedades no financieras ha sido moderado, posiblemente como consecuencia de que la recupera-

2 Para más detalles, véase el recuadro titulado «Reevaluación del impacto de las transferencias de activos a los “bancos malos” sobre el crédito de las IFM al sector privado de la zona del euro», *Boletín Mensual*, BCE, enero de 2011.

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					
		2010 I	2010 II	2010 III	2010 IV	2010 Nov	2010 Dic
M1	49,4	11,3	10,3	7,9	4,9	4,6	4,4
Efectivo en circulación	8,3	6,2	6,4	6,6	5,6	5,6	4,6
Depósitos a la vista	41,1	12,4	11,1	8,1	4,8	4,4	4,4
M2 - M1 (= otros depósitos a corto plazo)	38,7	-8,2	-8,0	-5,1	-1,1	-0,5	-0,5
Depósitos a plazo hasta dos años	18,6	-22,7	-21,5	-16,1	-8,7	-7,6	-6,9
Depósitos disponibles con preaviso hasta tres meses	20,0	13,3	10,3	8,3	7,2	7,3	6,2
M2	88,0	1,7	1,4	1,8	2,2	2,3	2,2
M3 - M2 (= instrumentos negociables)	12,0	-11,7	-9,7	-6,6	-3,0	0,5	-1,8
M3	100,0	-0,2	-0,1	0,7	1,5	2,1	1,7
Crédito a residentes en la zona del euro		1,9	1,8	2,1	3,4	4,0	3,5
Crédito a las Administraciones Públicas		9,8	9,2	8,0	11,9	13,3	12,0
Préstamos a las Administraciones Públicas		3,5	6,8	6,9	15,5	19,2	20,2
Crédito al sector privado		0,3	0,2	0,8	1,5	1,9	1,6
Préstamos al sector privado		-0,4	0,2	1,0	1,7	2,0	1,9
Préstamos al sector privado ajustados por ventas y titulizaciones		-0,2	0,2	1,0	1,9	2,3	2,3
Pasivos financieros a más largo plazo (excluidos capital y reservas)		5,5	4,4	2,6	2,7	2,8	3,0

Fuente: BCE.

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

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					
		2010 I	2010 II	2010 III	2010 IV	2010 Nov	2010 Dic
Sociedades no financieras	42,3	-2,5	-2,2	-1,3	-0,4	-0,1	-0,2
Hasta un año	24,2	-12,3	-10,8	-8,3	-5,0	-4,3	-3,6
De uno a cinco años	19,3	-3,4	-4,6	-3,4	-2,1	-1,9	-2,3
Más de cinco años	56,5	3,2	3,1	2,9	2,4	2,4	2,2
Hogares²⁾	46,8	1,7	2,6	2,8	2,8	2,8	3,0
Crédito al consumo ³⁾	12,4	-0,7	-0,5	-0,5	-0,7	-0,3	-0,9
Préstamos para adquisición de vivienda ³⁾	71,7	2,0	3,0	3,4	3,5	3,4	3,7
Otras finalidades	15,9	2,7	3,2	2,9	2,6	2,3	2,7
Empresas de seguros y fondos de pensiones	0,9	-9,3	-9,1	-0,8	7,7	14,2	8,1
Otros intermediarios financieros no monetarios	10,1	0,2	0,9	2,7	4,8	7,0	5,2

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) Según la definición del SEC 95.

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

ción económica está siendo desigual en los distintos países y sectores, así como de diferencias en la medida en que los sectores individuales necesitan y pueden recurrir a los préstamos bancarios, en lugar de financiarse mediante fondos internos o en los mercados. Para más detalles de la evolución de la demanda de préstamos de las sociedades no financieras y los hogares de la zona del euro, así como de los criterios aplicados por las entidades de crédito para la aprobación de préstamos, véase el recuadro 2, titulado «Resultados de la encuesta sobre préstamos bancarios de la zona del euro de enero de 2011». En el recuadro 4, titulado «Cuentas integradas de la zona del euro del tercer trimestre de 2010», se presenta un análisis más amplio del ahorro, la inversión y la financiación detallado por sectores institucionales.

Los préstamos concedidos por las IFM a los hogares registraron entradas mensuales relativamente elevadas en diciembre, que hicieron que la tasa de crecimiento interanual aumentara hasta el 3%, desde el 2,8% del mes precedente, pero se mantuvo en los niveles observados desde mediados de 2010. Este incremento tuvo su origen, en gran medida, en el aumento de los préstamos para adquisición de vivienda, en consonancia con la evidencia obtenida de los mercados de la vivienda de la zona del euro de que gran parte de la disminución del crecimiento del precio de la vivienda ya ha tocado fondo y de que, en algunos países, las tasas de crecimiento han pasado a ser positivas. Al mismo tiempo, se observó una nueva reducción del crédito al consumo, con una tasa de crecimiento interanual que permaneció en niveles negativos. La tasa de crecimiento interanual de otros préstamos aumentó hasta situarse en el 2,7% en diciembre.

Entre 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 aumentar ligeramente en diciembre, como consecuencia del mayor crecimiento de las tenencias del sector de dinero de valores distintos de acciones a largo plazo de las IFM. Los depósitos a largo plazo continuaron registrando salidas, en consonancia con los movimientos de los tipos de interés, lo que se tradujo en un leve estrechamiento del diferencial con respecto a los tipos de interés a los que se remuneran los depósitos a corto plazo y los depósitos de ahorro, por un lado, y en una ampliación del diferencial frente a los tipos de interés a largo plazo de mercado, por otro.

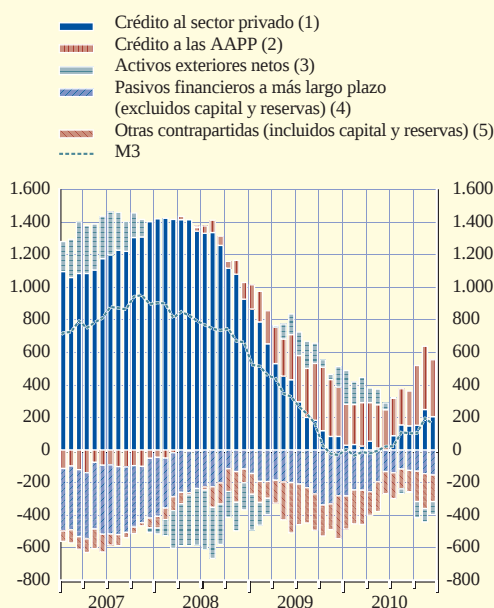
En la posición acreedora neta frente al exterior del sector de las IFM se registraron flujos interanuales de salida por importe de 79 mm de euros en diciembre, prácticamente sin variaciones con respecto a

la evolución observada en noviembre (véase gráfico 8). Estas salidas que se han producido, en términos interanuales, en los activos exteriores netos reflejaron la persistencia de flujos negativos en los activos exteriores (concretamente, en los valores distintos de acciones), que superaron los flujos interanuales negativos registrados en los pasivos exteriores. La contracción de los pasivos exteriores se debió, en gran parte, a la amortización de valores distintos de acciones a corto plazo de las IFM. No obstante, los flujos interanuales observados recientemente en las posiciones acreedora y deudora bruta de este sector han sido reducidos, si se comparan con los de años anteriores. En los últimos años, en general, las IFM de la zona del euro han sido acreedoras netas frente al resto del mundo (es decir, se han registrado flujos positivos en los activos exteriores netos), mientras que la zona del euro en su conjunto ha sido deudora neta (véase el recuadro 3, titulado «Evolución de la posición de inversión internacional de la zona del euro en 2008 y 2009»).

En general, si se considera más allá de la volatilidad a corto plazo, los datos monetarios más recientes continúan apuntando a una recuperación modesta del crecimiento monetario y de los préstamos en la zona del euro, y confirman la valoración de que el ritmo de expansión monetaria subyacente es moderado y de que, a medio y a largo plazo, las presiones inflacionistas deberían permanecer contenidas.

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 DE LA ZONA DEL EURO DE ENERO DE 2011

En este recuadro se presentan los principales resultados de la encuesta sobre préstamos bancarios en la zona del euro de enero de 2011, que realiza el Eurosistema y que se llevó a cabo entre el 6 de diciembre de 2010 y el 10 de enero de 2011¹. En general, los criterios que se aplican para la aprobación de préstamos a las sociedades no financieras y a los hogares con fines de consumo prácticamente no se modificaron en el último trimestre de 2010, mientras que los aplicados a los préstamos a los hogares para adquisición de vivienda volvieron a endurecerse ligeramente. Al mismo tiempo, las entidades de crédito de la zona del euro indicaron que la demanda neta de préstamos a empresas y de préstamos a hogares para adquisición de vivienda continuó aumentando, mientras que la demanda neta de crédito al consumo se contrajo bastante menos que en los tres meses anteriores.

1 La fecha límite para la recepción de los datos de las entidades participantes fue el 10 de enero de 2011. El 27 de enero de 2011 se publicó una valoración exhaustiva de los resultados, que se puede consultar en la dirección del BCE en Internet.

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

(en 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.

Préstamos y líneas de crédito a empresas

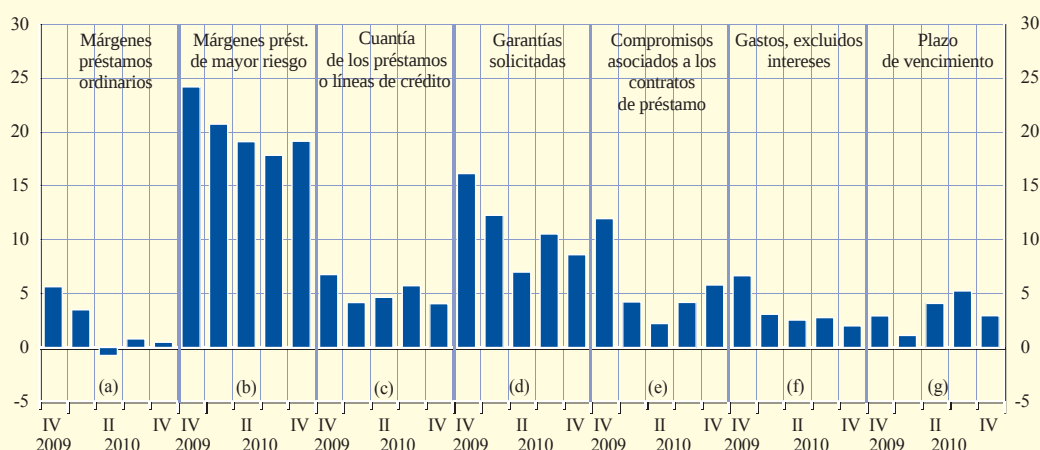
Criterios de aprobación del crédito: En el cuarto trimestre de 2010, el porcentaje neto² de entidades que indicó que los criterios aplicados para la aprobación de préstamos y líneas de crédito a empresas se habían endurecido se redujo hasta el 0%, desde el 4% del trimestre anterior (véase gráfico A). En comparación con las expectativas de las entidades participantes en la encuesta anterior (el 5%), esta evolución ha sido una pequeña sorpresa positiva, y fue resultado de un ligero aumento del endurecimiento neto de los criterios en el caso de los préstamos concedidos a pequeñas y medianas empresas (pymes) (el 2%, frente al 7% del tercer trimestre de 2010) y del mantenimiento de los criterios aplicados a los préstamos otorgados a grandes empresas, que no se modificaron (el 0%, en comparación con el 5% del trimestre precedente).

Si se consideran los factores determinantes de la evolución general de los citados criterios, la percepción de riesgos de las entidades, y particularmente las perspectivas relativas a sociedades o sectores concretos (el 5%, desde el 10% del tercer trimestre de 2010), contribuyeron en menor medida al endurecimiento neto de los criterios que en el trimestre anterior. Las presiones de la competencia en los mercados de crédito causaron un impacto moderador continuado. En cambio, los costes de financiación y disponibilidad de fondos de las entidades, concretamente el coste del capital, su capacidad para acceder a la financiación en los mercados y su situación de liquidez, continuaron contribuyendo a un endurecimiento neto de los criterios, si bien los niveles de los porcentajes netos permanecieron prácticamente invariables.

2 El porcentaje neto se refiere a la diferencia entre el porcentaje de entidades que han 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 B Cambios en las condiciones para la aprobación de préstamos o líneas de crédito a empresas

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



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

En cuanto a las condiciones relacionadas con el precio y otras condiciones aplicadas en la concesión de préstamos a empresas, en el último trimestre de 2010 se observó un leve descenso del endurecimiento neto (gráfico B), aunque se registraron ligeros aumentos de los márgenes, ya considerablemente amplios, de los préstamos de mayor riesgo, así como del endurecimiento neto de los compromisos asociados a los contratos de préstamo. Si se realiza una comparación entre los distintos tamaños de empresas, los márgenes de los préstamos ordinarios concedidos a grandes empresas prácticamente no se modificaron, mientras que los márgenes de los préstamos a las pymes volvieron a ampliarse ligeramente. En el caso de los préstamos de mayor riesgo, la significativa ampliación de los márgenes señalada por los participantes en la encuesta afectó de manera similar a las distintas categorías de empresas.

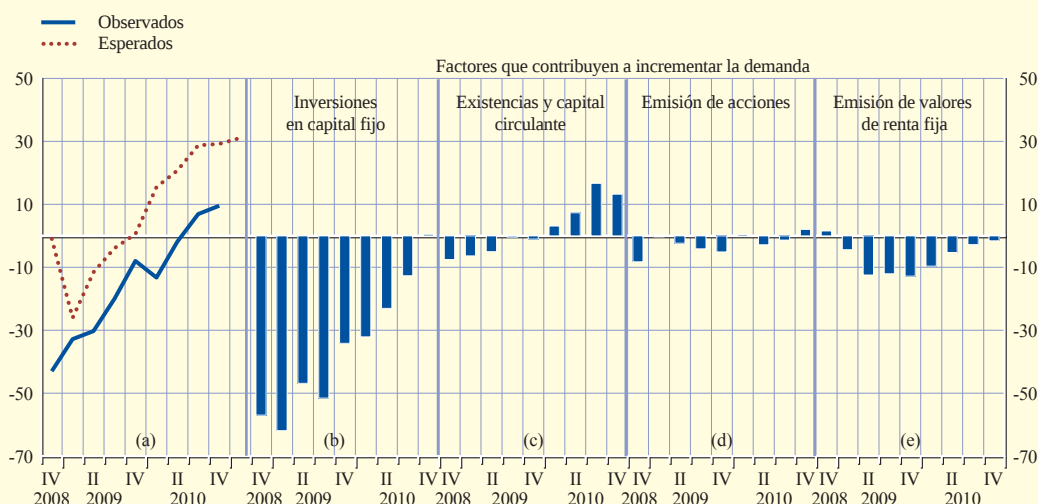
De cara al futuro, las entidades de crédito de la zona del euro participantes en la encuesta esperan que los criterios de aprobación aplicados a los préstamos a empresas registren un leve endurecimiento neto en el primer trimestre de 2011 (el 2%; véase gráfico A), que se concentraría en las grandes empresas. Se espera que este endurecimiento afecte principalmente a los préstamos a largo plazo, mientras que prácticamente no se prevén cambios en los préstamos a corto plazo.

Demanda de préstamos: En el cuarto trimestre de 2010, la demanda neta de préstamos por parte de las empresas³ aumentó de nuevo (hasta el 10%, desde el 7% del tercer trimestre de 2010 y el -2% del segundo trimestre), confirmando con ello el punto de giro registrado el trimestre anterior (véase gráfico C). La evolución observada en los distintos tamaños de empresas fue similar. Las entidades participantes en la encuesta indicaron una demanda neta positiva de préstamos a pymes (el 19%, frente al 10% de la encuesta anterior) y de préstamos a grandes empresas (el 11%, desde el 3% tres meses antes). En cuanto a los plazos de vencimiento, la demanda neta fue particularmente dinámica en el caso de los préstamos a largo plazo (el 21%, en comparación con el 6% del tercer trimestre de 2010), pero también experimentó un nuevo aumento en el de los préstamos a corto plazo (hasta el 15%, desde el 12%).

3 La demanda neta de préstamos se calcula en función de la diferencia porcentual entre aquellas entidades financieras que han señalado que la demanda de préstamos se ha incrementado y aquellas que han señalado que la demanda de préstamos ha descendido.

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

(en porcentaje neto)



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

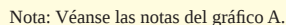
La mejora observada en la demanda neta de préstamos por parte de las empresas estuvo impulsada, principalmente, por la interrupción de la disminución de las necesidades de financiación de inversiones en capital fijo (el 0%, desde el -13% del tercer trimestre de 2010). Además, el repunte de la financiación de las fusiones y adquisiciones (el 8%, desde el -3%) tuvo un impacto positivo, mientras que la contribución de las necesidades de financiación de existencias y capital fijo experimentó un descenso (el 13%, desde el 17%). Por lo que respecta a otros tipos de financiación, la financiación interna siguió moderando las necesidades de financiación de las empresas (el -6%, desde el -3% del tercer trimestre de 2010). Al mismo tiempo, la limitada disponibilidad de préstamos de otras entidades de crédito y de instituciones no bancarias de nuevo contribuyó a la mejora de la demanda neta. La emisión de acciones dejó de ser una alternativa para los clientes bancarios, mientras que el efecto ligeramente atemperador de la emisión de valores de renta fija disminuyó solo ligeramente.

De cara al futuro, las entidades de crédito de la zona del euro esperan que la demanda neta de préstamos por parte de las empresas aumente de nuevo en el primer trimestre de 2011 (hasta el 31%). Se espera que este incremento de la demanda proceda en mayor medida de las pymes (el 33%) que de las grandes empresas (el 22%). Además, las entidades esperan que se igualen los factores determinantes de la evolución de los distintos plazos de vencimiento, con una progresiva convergencia de la demanda neta esperada de préstamos a corto y a largo plazo (el 28% y el 24%, respectivamente).

Préstamos a hogares para adquisición de vivienda

Criterios de aprobación del crédito: En el cuarto trimestre de 2010, el porcentaje neto de entidades que señaló que se había producido un endurecimiento de los criterios de aprobación de los préstamos a hogares para adquisición de vivienda volvió a crecer y se situó en el 11%, desde el 0%

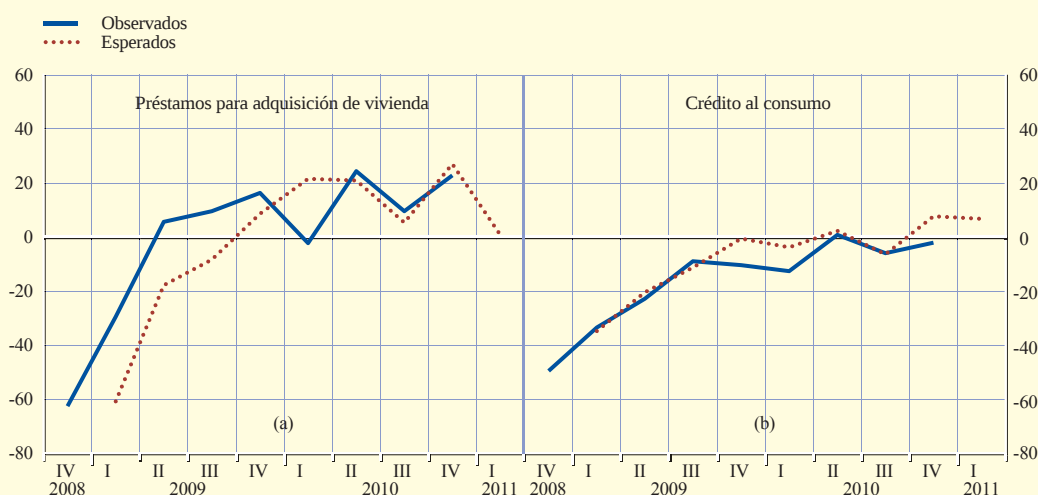
(en porcentaje neto)



Demanda de préstamos: En general, en consonancia con las expectativas, la demanda neta de préstamos para adquisición de vivienda aumentó en el cuarto trimestre de 2010, ya que el porcentaje neto de entidades que señalaron que se había producido un incremento de la demanda de esta modalidad de préstamo aumentó hasta el 23% (desde el 10% del trimestre anterior; véase gráfico E). La demanda neta positiva de préstamos para adquisición de vivienda se vio favorecida por la mejora de la percep-

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

(en 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.

ción de los hogares de las perspectivas del mercado de la vivienda y por una contribución considerablemente menos negativa de la confianza de los consumidores.

De cara al futuro, las entidades de crédito de la zona del euro esperaban que la demanda de préstamos permanezca prácticamente invariable en el primer trimestre de 2011.

Crédito al consumo y otros préstamos a hogares

Criterios de aprobación del crédito: El porcentaje neto de entidades que indicó que los criterios de aprobación del crédito al consumo y otros préstamos a hogares se habían endurecido aumentó ligeramente y se situó en el 2% en el cuarto trimestre de 2010 (desde el 0% del trimestre anterior; véase gráfico F). El endurecimiento observado en el último trimestre del año fue mayor que el previsto por las entidades en el trimestre anterior, y los factores relacionados con la percepción de riesgos parecen haber influido en este aumento. Más concretamente, las entidades señalaron que la contribución de la solvencia de los consumidores (el 5%, en comparación con el 4% de la encuesta anterior) y de los riesgos relativos a las garantías solicitadas (el 5%, en comparación con el 3% de la encuesta anterior) había aumentado ligeramente, mientras que la contribución de las expectativas en torno a la actividad económica en general volvió a disminuir (el 2%, en comparación con el 5% de la encuesta anterior).

De cara al futuro, las entidades esperan un nuevo endurecimiento neto de los criterios de aprobación del crédito al consumo y otros préstamos a hogares (el 4%) en el primer trimestre de 2011.

Demanda de préstamos: Contrariamente a lo esperado, la demanda neta de crédito al consumo y de otros préstamos a hogares no pasó a ser positiva en el cuarto trimestre de 2010, pero se acercó más a valores positivos (el -2%, en comparación con el -6% del trimestre anterior; véase gráfico E). La demanda neta se vio moderada por la evolución de la confianza de los consumidores y del ahorro de los hogares.

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

(en porcentaje neto)



Nota: Véanse las notas del gráfico A.

De cara al futuro, las entidades participantes en la encuesta esperan una demanda neta positiva de crédito al consumo y otros préstamos a hogares en el primer trimestre de 2011 (el 7%).

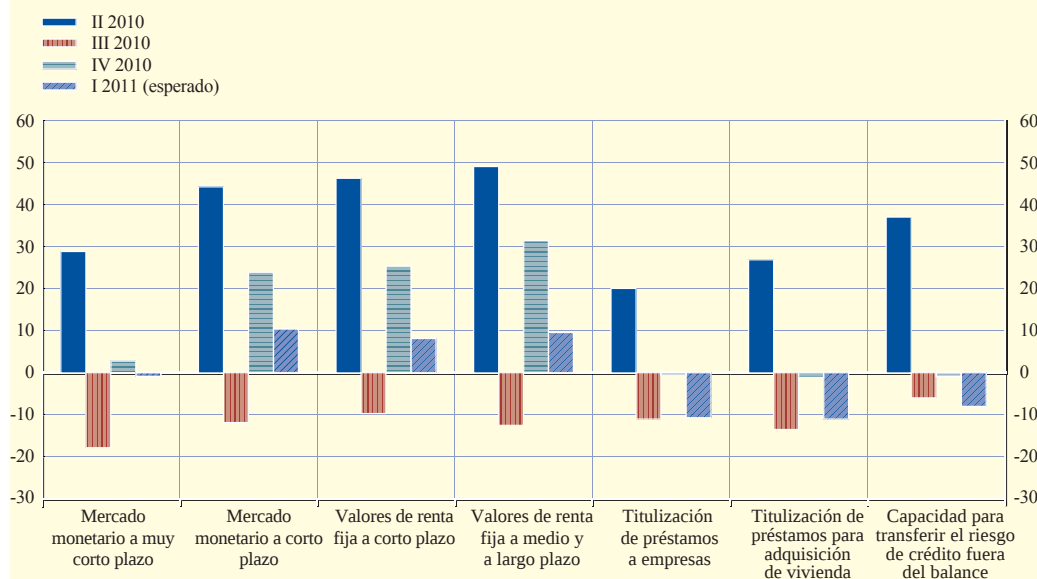
Preguntas ad hoc sobre el impacto de las turbulencias en los mercados financieros

Al igual que en encuestas anteriores, en la de enero de 2011 se plantearon una serie de preguntas ad hoc con el objeto de conocer la magnitud del impacto de las tensiones registradas en los mercados financieros sobre los criterios aplicados para la aprobación de préstamos a empresas y a hogares en la zona del euro en el último trimestre de 2010, y la medida en que podrían seguir influyendo en el primer trimestre de 2011.

Para el cuarto trimestre de 2010, posiblemente como consecuencia de la reaparición de las tensiones en los mercados financieros derivadas de la preocupación acerca del riesgo soberano, las entidades participantes en la encuesta señalaron, en general, que su acceso a los mercados monetarios a corto plazo y a los mercados de valores de renta fija se había deteriorado (gráfico G), mientras que indicaron que las condiciones de acceso a la titulización fuera de balance o real de préstamos a empresas y de préstamos a hogares para adquisición de vivienda, así como a la titulización sintética, es decir, a su capacidad para transferir el riesgo de crédito fuera del balance, prácticamente no se habían modificado. En términos netos, el 24% de las entidades participantes en la encuesta (excluidas aquellas que respondieron «no es aplicable a mi entidad») señalaron que el acceso a los mercados monetarios a corto plazo con plazos de vencimiento superiores a una semana se había deteriorado en el cuarto trimestre de 2010 (en contraste con el 12% que indicó que el acceso había mejorado en la encuesta anterior), mientras que el acceso a los mercados monetarios a muy corto plazo empeoró solo para el 3% (en comparación con el 18% que manifestó una mejora en la encuesta anterior). En cuanto al acceso a los mercados de valores de renta fija, aproximadamente entre el 25% y el 30% de las entidades, en términos netos, indicaron que se había deteriorado (frente a alrededor de un 10% que había

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

(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».

señalado que el acceso a estos mercados había mejorado en el tercer trimestre). En cambio, en lo que respecta a la titulización fuera de balance o real de préstamos a empresas y de préstamos a hogares para adquisición de vivienda, así como a la titulización sintética, el acceso prácticamente no se modificó, en términos netos (en comparación con una mejora de entre el 6% y el 14% indicada por las entidades en la encuesta anterior).

Para los tres próximos meses, las entidades esperan unas dificultades similares, aunque menores, para acceder a la financiación en los mercados mayoristas. En términos netos, alrededor del 10% de las entidades espera que el acceso a los mercados monetarios a corto plazo (excepto al segmento a muy corto plazo) y a los mercados de valores de renta fija siga deteriorándose, mientras que aproximadamente el 10% espera una mejora en el acceso a la titulización.

Por lo que se refiere al impacto de las turbulencias financieras sobre los costes relacionados con el nivel de capital de las entidades y sobre su política crediticia, las entidades participantes en la encuesta indicaron que apenas se había modificado en el cuarto trimestre de 2010 con respecto al tercer trimestre. Aproximadamente el 37% señaló que las turbulencias habían causado «cierto» impacto o un impacto «considerable» sobre el capital y sobre la política crediticia (como en el trimestre anterior). Al mismo tiempo, el 32% (frente al 37% del tercer trimestre) manifestó que básicamente no se había producido ningún impacto sobre el capital como consecuencia de las turbulencias financieras.

Recuadro 3

EVOLUCIÓN DE LA POSICIÓN DE INVERSIÓN INTERNACIONAL DE LA ZONA DEL EURO EN 2008 Y 2009

La posición de inversión internacional (p.i.i.) indica las tenencias totales de activos exteriores en poder de residentes nacionales (activos) y las tenencias totales de activos nacionales en poder de residentes extranjeros (pasivos). La posición neta (activos menos pasivos) mide la posición acreedora o deudora neta de un país, o de un grupo de países, frente al resto del mundo. A continuación, se analiza la evolución de la p.i.i. de la zona del euro en 2008 y 2009 (a final de año), haciendo especial hincapié en los efectos de la reciente crisis financiera, que son especialmente evidentes en las inversiones de cartera. La desagregación geográfica de las inversiones de cartera de la zona del euro muestra algunos cambios en la importancia relativa de los grupos de países en su calidad de inversores en la zona en los años 2008 y 2009.

En los últimos años, tanto los activos (inversiones en el exterior de residentes en la zona del euro) como los pasivos (inversiones de residentes extranjeros en la zona del euro) de la p.i.i. de la zona del euro mostraron una tendencia al alza antes de la contracción registrada al intensificarse la crisis financiera en 2008. Sin embargo, en 2009 tanto la posición acreedora como la posición deudora experimentaron un repunte, situándose a final de año en el 154% y el 170% del PIB de la zona, respectivamente (véase gráfico A). La posición deudora neta de la zona del euro también registró una tendencia al alza, alcanzando un máximo del 17,7% del PIB en 2008, para reducirse hasta el 16,2% en 2009. Las inversiones de cartera (valores de renta variable y de renta fija) fueron el principal factor determinante del incremento de la posición deudora neta. De hecho, los pasivos netos por este concepto ascendían al 28% del PIB en 2009. La contribución negativa de las inversiones de cartera a la posición de inversión neta de la zona del euro se compensó, en parte, con la evolución de la posición acreedora neta de la inversión directa extranjera (IDE), que alcanzó el 9% en 2009. Por el contrario, la contribución de las «otras inversiones» a la p.i.i. de la zona del euro se mantuvo relativamente estable, registrándose en 2009 pasivos netos equivalentes al 2% del PIB¹.

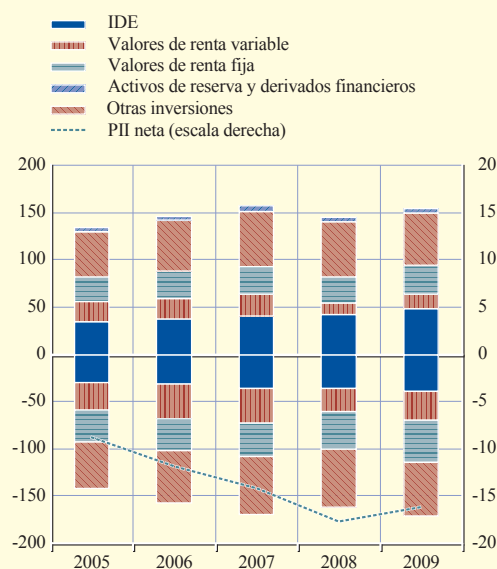
Las variaciones de la p.i.i. pueden explicarse por tres factores: (i) flujos financieros netos (efecto transacción); (ii) revalorizaciones por variaciones de los tipos de cambio y de los precios de los activos, y (iii) «otros ajustes»². Tradicionalmente,

1 Para obtener la p.i.i. neta final es necesario tener en cuenta los activos de reserva y los derivados financieros. Este bloque solo asciende en promedio a un 4%, aproximadamente, del PIB de la zona del euro durante el período 2005-2009 y no tiene «pasivos», por lo que contribuye positivamente a la p.i.i. neta. Obsérvese que, como los componentes de la p.i.i. se expresan como porcentaje del PIB, existe un «efecto crecimiento». Sin embargo, no se analizan, dado que las variaciones del PIB son comunes a todos los componentes y no afectan al análisis.

2 «Otros ajustes» incluyen, por ejemplo, reclasificaciones, saneamientos parciales de empresas, cambios en la cobertura de las encuestas y cambios de residencia de las empresas.

Gráfico A Posición de inversión internacional de la zona del euro y su desagregación por instrumentos

(en porcentaje del PIB de la zona del euro)



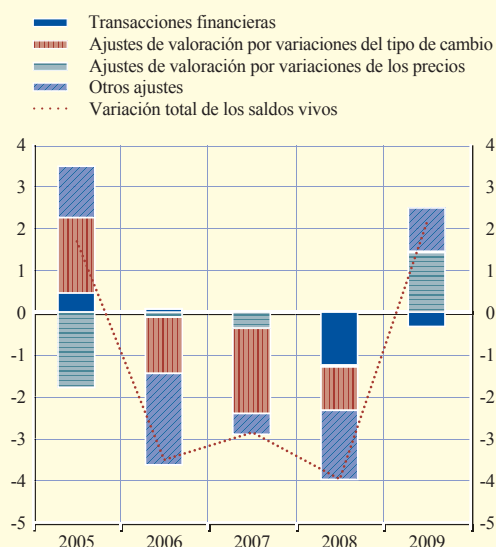
Fuente: BCE.

Notas: Las cifras negativas reflejan pasivos de la zona del euro, mientras que las positivas representan activos. Los datos se refieren a los saldos vivos a finales del año.

los «otros ajustes» y los «ajustes de valorización relacionados con variaciones de los tipos de cambio» han sido los principales factores determinantes de las variaciones de la p.i.i. de la zona del euro. Sin embargo, durante la reciente crisis financiera, las «transacciones financieras» y los «ajustes de valorización relacionados con las variaciones de los precios» han desempeñado un papel importante (véase gráfico B). Concretamente, en 2008, la desinversión total en activos exteriores por parte de residentes en la zona del euro fue mayor que la desinversión en activos de la zona del euro por no residentes (un efecto transacción), lo que contribuyó negativamente a la variación de la p.i.i. neta. En 2009, las revalorizaciones por variaciones de los precios contribuyeron positivamente a dicha variación, dado que los incrementos de los índices bursátiles en algunos de los principales mercados no pertenecientes a la zona del euro fueron mayores que los registrados en los mercados de la zona.

Gráfico B Desglose de las variaciones de la PII neta de la zona del euro

(en porcentaje del PIB de la zona del euro)



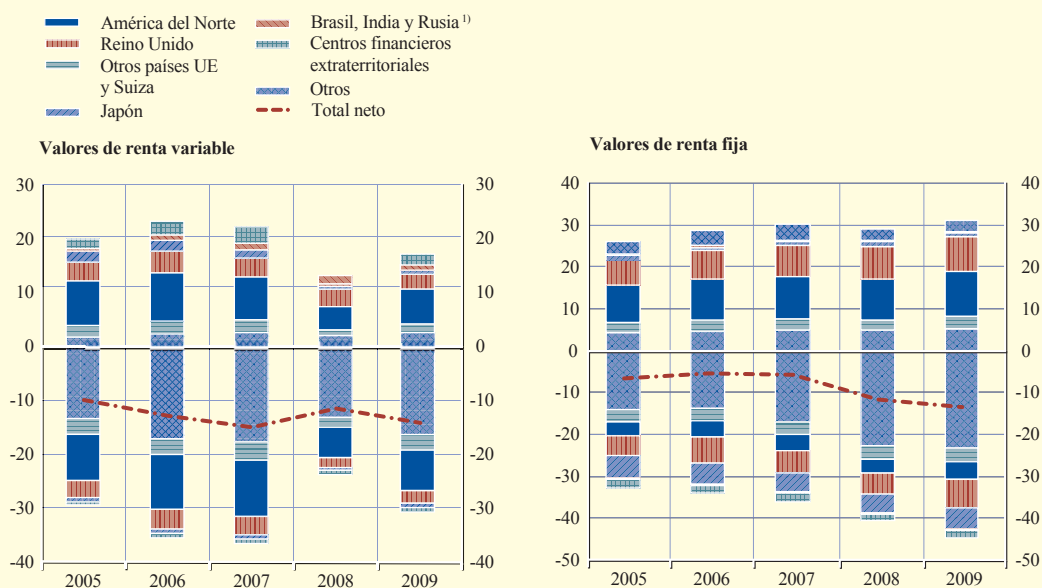
Fuente: BCE.

La reciente crisis financiera dio lugar inicialmente a una significativa reducción de la p.i.i. de la zona del euro, registrándose un descenso de los activos y los pasivos totales de 11 y 7 puntos porcentuales del PIB, respectivamente, en 2008. En 2009, las posiciones se reconstituyeron de nuevo, recuperándose en parte la inversión en el exterior de los residentes en la zona del euro (activos) unos 10 puntos porcentuales del PIB, mientras que las inversiones de los residentes extranjeros en la zona del euro (pasivos) se recuperaron totalmente. Los significativos efectos de la crisis se manifestaron de forma más evidente en la evolución de los instrumentos de renta variable y de renta fija de las inversiones de cartera (véase gráfico C). En 2008, el elevado nivel de volatilidad en los mercados financieros, el nivel excepcionalmente alto de incertidumbre económica y las sombrías perspectivas de la economía mundial incrementaron el sesgo nacional y provocaron reducciones significativas de los precios de los activos y de las ventas de valores de renta variable, tanto por parte de residentes como de no residentes en la zona del euro. Sin embargo, más adelante, a medida que las perspectivas económicas mundiales comenzaron a mejorar y aumentaron los precios de los activos, las tenencias de valores de renta variable en poder de residentes en la zona del euro y de no residentes se incrementaron de nuevo en 2009. Concretamente, como resultado de la reducción tanto de las inversiones como de los precios, las tenencias de valores de renta variable extranjeros en poder de residentes en la zona del euro (activos) disminuyeron desde el 22% del PIB de la zona en 2007 hasta el 12% en 2008, para aumentar de nuevo hasta el 17% en 2009. De la misma manera, las tenencias de valores de renta variable de la zona del euro en poder de no residentes (pasivos) experimentaron una notable caída, pasando del 37% del PIB en 2007 al 24% en 2008, para incrementarse de nuevo hasta el 31% en 2009³. Además, la crisis financiera dio lugar a un desplazamiento de la inversión en renta variable hacia la inversión en renta fija. Por consiguiente, la fuerte caída de las inversiones de no residentes en valores de renta variable de la zona del euro se vio atenuada, en cierta medida, por un acusado aumento de las inversiones en valores

3 La reducción del valor de mercado de las inversiones en valores de renta variable en 2008 fue, aproximadamente, de 800 mm de euros en el caso de los activos y de 1,1 billones de euros en lo que respecta a los pasivos.

Gráfico C Desagregación por países de las posiciones en valores de renta variable y de renta fija de la zona del euro

(en porcentaje del PIB de la zona del euro)



Fuentes: BCE y FMI (CPIS).

Notas: Las cifras negativas reflejan pasivos de la zona del euro, mientras que las positivas representan activos. Los datos se refieren a los saldos vivos a finales del año.

1) Dado que China no figura en el informe del FMI, se incluye dentro del grupo «Otros», que se calcula por diferencia.

de renta fija en 2008 y 2009. La inversión en valores de renta fija de la zona del euro por no residentes se incrementó en casi 9 puntos porcentuales del PIB a lo largo de esos dos años⁴.

La desagregación geográfica de los activos y los pasivos de las inversiones en valores de renta variable muestra que la reducción de los activos exteriores en poder de residentes en la zona del euro en 2008 fue generalizada, mientras que la reducción de los pasivos estuvo determinada, principalmente, por América del Norte (es decir, Estados Unidos y Canadá) y el grupo de «otros países»⁵. El consiguiente aumento de los activos y los pasivos de los valores de renta variable en 2009 indica una tendencia geográfica similar. Por lo que respecta a los valores de renta fija, los activos de los residentes en la zona del euro se invirtieron, en su mayoría, en América del Norte (principalmente en Estados Unidos) y Reino Unido, y muestran variaciones muy pequeñas en 2008 y 2009. Por el contrario, los pasivos de las inversiones en valores de renta fija de la zona del euro (inversiones de no residentes en instrumentos de deuda de la zona del euro) corresponden básicamente al grupo de «otros países», mientras que

4 Los valores de renta fija de la zona del euro en poder de residentes en la zona aumentaron alrededor de 6 puntos porcentuales del PIB de la zona del euro durante el mismo período.

5 Los datos específicos de cada país sobre activos y pasivos de las inversiones en valores de renta variable y de renta fija proceden de la encuesta coordinada sobre la inversión de cartera (CPIS, en sus siglas en inglés) del FMI, mientras que los datos sobre activos y pasivos totales de países no pertenecientes a la zona del euro provienen del BCE. Los países o grupos de países que se incluyen en los cálculos son: la zona del euro (excluida Estonia), los centros financieros extraterritoriales, Dinamarca, Suecia, Reino Unido, los países que se incorporaron a la UE en 2004 y 2007 (UE 8), Suiza, Canadá, Estados Unidos, Japón, Brasil, India y Rusia. El grupo de «otros» países incluye, aparte de China, todos los principales países exportadores de petróleo —salvo Rusia— y se calcula por diferencia con respecto al total de países no pertenecientes a la zona del euro. Cabe señalar que los centros financieros extraterritoriales parecen desempeñar un papel bastante limitado en los pasivos de las inversiones de cartera de la zona del euro. Finalmente, la desagregación por países de las posiciones en IDE y otras inversiones no indica cambios importantes durante el período considerado.

América del Norte y Reino Unido desempeñaron un papel más limitado. Con todo, aunque el aumento de los pasivos de los valores de renta fija de la zona del euro en 2008 estuvo determinado, principalmente, por el grupo de «otros países», el incremento de 2009 fue atribuible, sobre todo, a Reino Unido. En definitiva, la importancia de los «otros países» como inversores en la zona del euro aumentó de forma acusada durante el período 2008-2009, correspondiendo a este grupo más de la mitad de las inversiones de cartera totales en la zona del euro a finales de 2009. Ello podría indicar que, pese a que la crisis financiera fue un fenómeno mundial, afectó a cada país en distinta medida. Sin embargo, la desagregación geográfica de las inversiones de cartera por residentes en la zona del euro no muestra esos cambios en la importancia relativa de los diferentes grupos de países.

Los datos provisionales sobre la p.i.i. de la zona del euro, correspondientes al tercer trimestre de 2010, muestran que tanto los activos totales como los pasivos totales se han recuperado totalmente y se sitúan en niveles superiores a los observados antes de la crisis. Mientras que las inversiones en valores de renta variable, tanto de residentes como de no residentes, siguen siendo un tanto moderadas, las inversiones en valores de renta fija —en particular, las realizadas por no residentes en valores de la zona del euro— volvieron a aumentar⁶.

6 Los datos trimestrales provisionales no incluyen una desagregación geográfica ni un detalle de las variaciones por revalorización de los tipos de cambio, revalorización de los precios y otros ajustes.

2.2 EMISIONES DE VALORES

La tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones emitidos por residentes en la zona del euro experimentó un incremento considerable en noviembre de 2010, debido al aumento de la emisión de este tipo de valores por parte de las Administraciones Públicas y de las instituciones financieras distintas de las IFM. En cambio, el incremento interanual de los valores distintos de acciones emitidos por las sociedades no financieras continuó con la tendencia a la baja registrada el año pasado, aunque se mantuvo en un nivel elevado. El hecho de que la emisión de valores distintos de acciones por parte del sector de sociedades no financieras haya disminuido puede reflejar, en cierta medida, la normalización en curso de la demanda de préstamos bancarios observada en los últimos meses. La tasa de crecimiento interanual de la emisión de acciones cotizadas se redujo ligeramente, manteniéndose con ello en un nivel moderado.

VALORES DISTINTOS DE ACCIONES

La tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones emitidos por residentes en la zona del euro fue del 4,3% en noviembre de 2010, lo que representa un aumento de alrededor de 1 punto porcentual con respecto al mes anterior (véase cuadro 4). El principal factor determinante de este aumento fue un ritmo de contracción considerablemente más lento de la emisión de valores distintos de acciones a corto plazo, que registró una tasa del -0,1% en noviembre, aproximadamente 4 puntos porcentuales más alta que en octubre. La tasa de crecimiento interanual de la emisión de este tipo de valores a largo plazo se incrementó desde el 4,1% observado en octubre hasta el 4,8% en noviembre. Al mismo tiempo, la tasa de crecimiento semestral anualizada y desestacionalizada de la emisión de valores distintos de acciones, que capta mejor las tendencias a corto plazo, se elevó hasta el 6,3% en noviembre, desde el 3,4% de octubre. Este aumento fue generalizado en todos los sectores (véase gráfico 9), aunque fue especialmente pronunciado en el caso de las Administraciones Públicas. Concretamente, el endeudamiento del sector público ascendió hasta el 11% en noviembre, más de 3 puntos porcentuales por encima del mes anterior. Utilizando la misma medida, la emisión por parte de las sociedades no financieras solo aumentó ligeramente, hasta el 4,6%.

Cuadro 4 Valores emitidos por residentes en la zona del euro

Sector emisor	Saldo vivo (mm de euros) Noviembre 2010	Tasas de crecimiento interanual ¹⁾					
		2009 IV	2010 I	2010 II	2010 III	2010 Oct	2010 Nov
Valores distintos de acciones:	16.063	9,9	6,5	4,7	3,4	3,2	4,3
IFM	5.299	2,9	1,6	0,5	-0,5	0,1	0,1
Instituciones financieras no monetarias	3.315	19,5	7,6	2,9	0,8	0,4	2,5
Sociedades no financieras	853	16,5	14,8	15,1	10,3	8,5	8,3
Administraciones Públicas	6.586	12,7	9,9	8,3	7,6	6,8	8,4
De las cuales:							
Administración Central	6.139	12,9	9,9	8,1	7,1	6,2	7,9
Otras Administraciones Públicas	447	10,5	10,5	11,4	15,3	16,0	16,4
Acciones cotizadas:	4.408	2,8	2,9	2,5	1,8	1,8	1,7
IFM	438	8,9	8,3	6,6	5,2	7,3	6,8
Instituciones financieras no monetarias	311	2,7	5,4	5,2	4,2	4,0	3,8
Sociedades no financieras	3.659	1,9	1,9	1,5	1,0	0,8	0,8

Fuente: BCE.

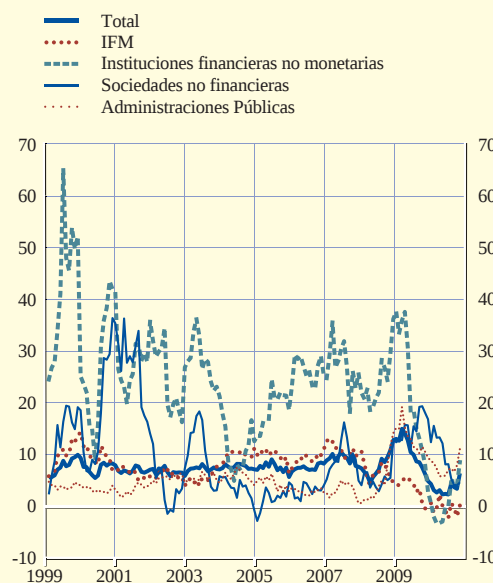
1) Para más información, véanse las notas técnicas relativas a las secciones 4.3 y 4.4 de las «Estadísticas de la zona del euro».

En los últimos meses, pese a haberse observado algunas señales de recuperación de la emisión de valores distintos de acciones a corto plazo, las actividades de refinanciación siguieron concentrándose en el segmento a largo plazo, principalmente a tipo de interés fijo. La tasa de crecimiento interanual de la emisión de valores distintos de acciones a largo plazo a tipo de interés fijo aumentó hasta el 7,1% en noviembre, desde el 6,9% de octubre. Al mismo tiempo, la emisión de valores a largo plazo a tipo de interés variable se incrementó hasta situarse aproximadamente en el 1% en noviembre, retornando con ello a niveles positivos por primera vez desde marzo.

Desde una perspectiva sectorial, la emisión de valores distintos de acciones por las Administraciones Públicas y las instituciones financieras distintas de las IFM aumentó sustancialmente. En cambio, las emisiones de las sociedades no financieras siguieron disminuyendo, continuando la tendencia a la baja observada el año pasado. En noviembre, el incremento interanual de la emisión de valores distintos de acciones por este sector en la zona del euro experimentó un ligero descenso, hasta el 8,3%, desde el 8,5% del mes anterior. El ritmo más lento de contracción de la emisión de este tipo de valores a corto plazo quedó compensado, en parte, por el descenso de la emisión a largo plazo. La moderación que está registrando la emisión de valores distintos de acciones por las sociedades no financieras puede deberse, en cierta medida, a la normalización de la demanda de préstamos bancarios observada en los últimos meses.

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.

El endeudamiento del sector público aumentó considerablemente en noviembre. El crecimiento interanual de la emisión de valores distintos de acciones por parte de las Administraciones Públicas aumentó hasta el 8,4%, desde el 6,8% del mes precedente, tras haber mostrado una tendencia a la baja desde septiembre de 2009. La intensa actividad de emisión de valores distintos de acciones reflejó que las necesidades de financiación del sector público de la zona del euro todavía son elevadas.

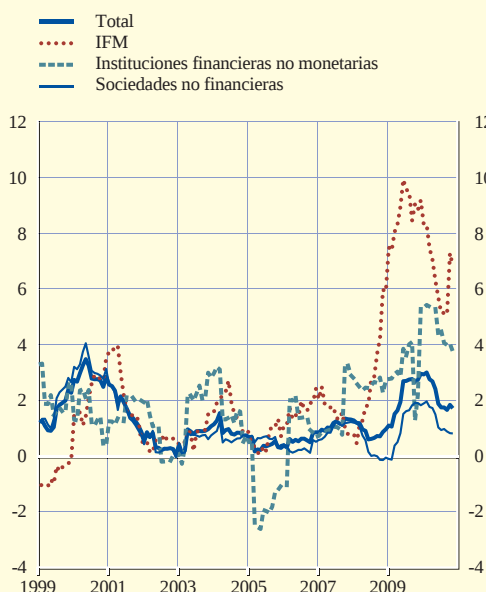
En cuanto al sector financiero, la tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones emitidos por las IFM prácticamente no se modificó y se mantuvo justo por encima de cero en noviembre, tras la contracción registrada entre mayo y septiembre. Sin embargo, la emisión neta de valores distintos de acciones a corto plazo retornó a niveles positivos, tras haber sido negativa en los dos últimos meses, posiblemente como reflejo de la mejora del acceso a la financiación para las entidades de crédito de la zona del euro. Por último, la tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones emitidos por las instituciones financieras no monetarias experimentó un acusado aumento, desde el 0,4% de octubre hasta el 2,5% de noviembre.

ACCIONES COTIZADAS

La tasa de crecimiento interanual del total de acciones cotizadas emitidas por residentes en la zona del euro cayó hasta situarse aproximadamente en el 1,7% en noviembre, desde el 1,8% del mes anterior, principalmente como consecuencia de la moderación de la emisión de acciones por las IFM (véase gráfico 10). Ciertamente, la tasa de crecimiento interanual de la emisión de acciones por este sector descendió hasta el 6,8% en noviembre, desde el 7,3% de octubre. La emisión de este tipo de valores por las IFM todavía fue intensa, dados los esfuerzos que están realizando muchas entidades de crédito de la zona del euro por fortalecer sus balances reforzando sus bases de capital. Al mismo tiempo, el crecimiento interanual de la emisión de acciones cotizadas por las sociedades no financieras prácticamente no se modificó y fue del 0,8%, mientras que el crecimiento interanual de las acciones cotizadas emitidas por las instituciones financieras no monetarias se redujo ligeramente, hasta el 3,8%, en noviembre.

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.

2.3 TIPOS DE INTERÉS DEL MERCADO MONETARIO

Los tipos de interés del mercado monetario aumentaron entre mediados de enero y principios de febrero de 2011, alcanzando niveles observados por última vez en junio de 2009. Durante el primer período de mantenimiento de 2011, que comenzó el 19 de enero, el EONIA se incrementó hasta situarse por encima del tipo de interés fijo de las operaciones principales de financiación por primera vez desde junio de 2009.

Los tipos de interés del mercado monetario sin garantías aumentaron entre mediados de enero y principios de febrero de 2011, invirtiendo con ello el descenso gradual observado desde noviembre 2010. El

2 de febrero, los tipos EURIBOR a un mes, a tres meses, a seis meses y a doce meses se situaron en el 0,91%, el 1,08%, el 1,33% y el 1,67%, respectivamente, esto es, unos 16, 9, 11 y 16 puntos básicos por encima de los niveles observados el 12 de enero. El diferencial entre el EURIBOR a doce meses y a un mes, un indicador de la pendiente de la curva de rendimientos del mercado monetario, prácticamente no se modificó, y el 2 de febrero era de 76 puntos básicos (véase gráfico 11).

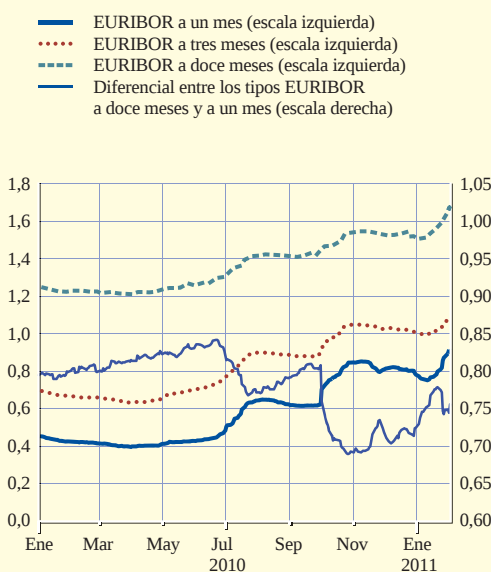
Entre el 12 de enero y el 2 de febrero, el tipo de interés del mercado monetario obtenido del índice de los *swaps* del EONIA a tres meses aumentó más que el tipo sin garantías correspondiente. El 2 de febrero, el tipo *swap* del EONIA a tres meses se situó en el 0,83%, unos 18 puntos básicos por encima del nivel del 12 de enero. En consecuencia, el diferencial entre el EURIBOR sin garantías y este tipo de interés del mercado monetario se redujo hasta situarse en 26 puntos básicos el 2 de febrero, 9 puntos básicos por debajo del nivel del 12 de enero.

El 2 de febrero, los tipos de interés implícitos en los precios de los futuros del EURIBOR a tres meses con vencimiento en marzo, junio, septiembre y diciembre de 2011 se situaron en el 1,19%, el 1,48%, el 1,72% y el 1,95%, respectivamente, lo que representa aumentos de unos 11, 27, 36 y 44 puntos básicos, en comparación con los niveles observados el 12 de enero. El hecho de que los incrementos más acusados se registraran a los plazos más largos de la curva *forward* implica un aumento de la pendiente de la curva.

El EONIA fue volátil entre el 12 de enero y el 2 de febrero y comenzó a aumentar al principio del primer período de mantenimiento de este año. El 25 de enero se situó por encima del tipo de interés de las operaciones principales de financiación (OPF) por primera vez desde junio de 2009. El 1 de febrero, el EONIA registró un máximo del 1,32%, antes de retroceder hasta el 0,79% el 2 de febrero (véase gráfico 12). Por tanto, la evolución del EONIA durante ese período de mantenimiento fue diferente de la observada en los

Gráfico 11 Tipos de interés del mercado monetario

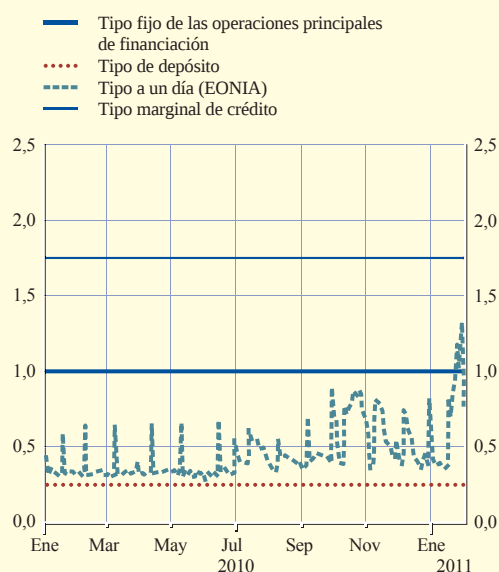
(en porcentaje; diferencial en puntos porcentuales; datos diarios)



Fuentes: BCE y Reuters.

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

(en porcentaje; datos diarios)



Fuentes: BCE y Reuters.

tres períodos anteriores. La tendencia al alza que mostró las dos primeras semanas del período de mantenimiento parece reflejar la combinación de dos factores: una disminución gradual de la demanda de operaciones de financiación, y un persistente y considerable recurso a la facilidad de depósito. Esta combinación de factores se tradujo en una situación de liquidez más restrictiva y explica el hecho de que el EONIA se situara por encima del tipo de las OPF. Sin embargo, el consiguiente aumento de la demanda de liquidez, como fue evidente en el mayor volumen de adjudicación registrado en la operación principal de financiación del 1 de febrero, invirtió esta tendencia al alza e hizo que el EONIA retrocediera hasta situarse por debajo del tipo de las OPF.

El Eurosistema llevó a cabo varias operaciones de financiación entre el 12 de enero y el 2 de febrero. El 17 de enero, al final del duodécimo período de mantenimiento de 2010, el Eurosistema realizó una operación de ajuste en la que se absorbieron 135 mm de euros, con el fin de compensar el desequilibrio positivo de liquidez al final del período de mantenimiento. Posteriormente, en las operaciones principales de financiación del primer período de mantenimiento de 2011, realizadas los días 18 y 25 de enero y 1 de febrero, el Eurosistema adjudicó 176,9 mm de euros, 165,6 mm de euros y 213,7 mm de euros, respectivamente. El Eurosistema también llevó a cabo dos operaciones de financiación a plazo más largo en enero, aplicando un procedimiento de subasta a tipo de interés fijo con adjudicación plena en ambas: una operación a plazo especial el 18 de enero con plazo de vencimiento de un período de mantenimiento (en la que se adjudicaron 70,4 mm de euros), y una operación de financiación a plazo más largo a tres meses el 26 de enero (en la que se adjudicaron 71,1 mm de euros). Además, el Eurosistema realizó tres operaciones de absorción de liquidez a una semana, el 18 y el 25 de enero y el 1 de febrero, aplicando un procedimiento de subasta a tipo de interés variable con un tipo máximo de puja del 1%. En la última de estas operaciones, el Eurosistema absorbió 68,2 mm de euros.

En consonancia con unos niveles de exceso de liquidez relativamente reducidos durante el período de mantenimiento que comenzó el 19 de enero, el recurso medio diario a la facilidad de depósito cayó hasta situarse en 25,7 mm de euros en el período comprendido entre el 19 de enero y el 2 de febrero, frente a los 66,5 mm de euros observados en el período de mantenimiento anterior, que comenzó el 8 de diciembre de 2010 y finalizó el 18 de enero de 2011.

2.4 MERCADOS DE RENTA FIJA

En enero y principios de febrero, el rendimiento de la deuda pública a largo plazo con calificación AAA de la zona del euro aumentó ligeramente, como consecuencia de la publicación de datos económicos positivos y de cierta disminución de las tensiones en la mayor parte de los mercados de deuda soberana de la zona. En Estados Unidos, el rendimiento de la deuda pública a largo plazo también experimentó un moderado incremento en ese período. La volatilidad implícita de los mercados de renta fija se situó en niveles moderadamente elevados a ambos lados del Atlántico en enero. Los diferenciales de rendimiento de la deuda soberana de la zona del euro se estrecharon ligeramente en todos los países, excepto en Irlanda. Los datos sobre las tasas de inflación implícitas a largo plazo de principios de febrero continúan sugiriendo que las expectativas de inflación permanecen firmemente ancladas.

Entre finales de diciembre y el 2 de febrero, el rendimiento de la deuda pública a largo plazo con calificación AAA de la zona del euro aumentó 20 puntos básicos, situándose en el 3,4% el 2 de febrero. En Estados Unidos, el rendimiento de los bonos a largo plazo experimentó un incremento de 20 puntos básicos y se situó en el 3,5% en esa misma fecha (véase gráfico 13). En consecuencia, el diferen-

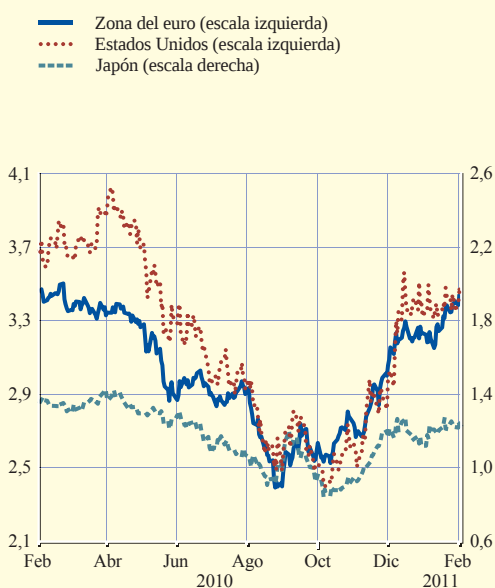
cial de tipos de interés nominales entre el rendimiento de la deuda pública a diez años de Estados Unidos y el de la de la zona del euro no se modificó durante el período analizado. No obstante, la volatilidad implícita se mantuvo en niveles elevados en ambos mercados. A diferencia de la volatilidad implícita de los mercados de renta variable, en los que las condiciones han mejorado, la volatilidad implícita de los mercados de renta fija en la zona del euro y en Estados Unidos ha permanecido prácticamente invariable desde mediados de 2010. En Japón, el rendimiento de la deuda pública a diez años no varió, en líneas generales, en el período examinado, y el 2 de febrero se situaba en el 1,2%.

El aumento del rendimiento de la deuda pública a largo plazo con calificación AAA de la zona del euro refleja, en general, la mejora de las condiciones económicas y cierta disminución de las tensiones en la mayor parte de los mercados de deuda soberana de la zona, favoreciendo una recuperación del apetito por el riesgo y ejerciendo algunas presiones a la baja sobre los precios de la deuda pública a largo plazo con calificación AAA en la zona del euro. No obstante, la volatilidad implícita de los mercados de renta fija de la zona sigue siendo elevada, confirmado que la situación todavía está lejos de considerarse completamente normal.

Las condiciones en los mercados de deuda soberana en la periferia de la zona del euro mejoraron en la segunda mitad de enero, principalmente como consecuencia del positivo impulso económico observado en la zona y de las expectativas de los participantes en el mercado de una posible ampliación del alcance y de los fondos de la Facilidad Europea de Estabilidad Financiera. Además, las subastas de deuda pública en Portugal y en España, en las que se registró una demanda superior a la esperada, también tuvieron un impacto positivo sobre el clima de los mercados. Durante el período de referencia, los diferenciales de rendimiento de la deuda pública a diez años de los países de la zona del euro frente a Ale-

Gráfico 13 Rendimiento de la deuda pública a largo plazo

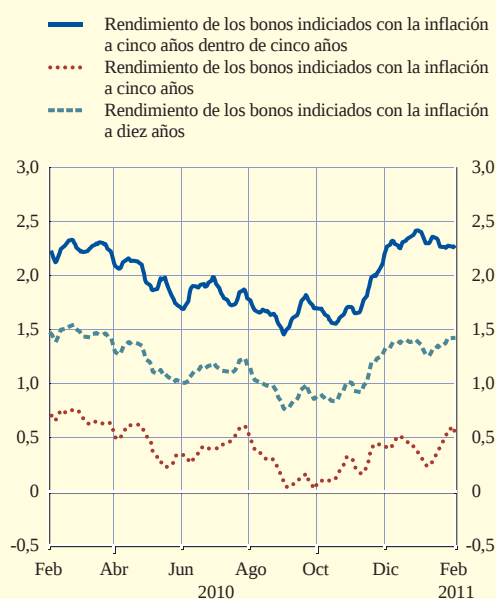
(porcentaje; datos diarios)



Fuentes: Bloomberg y Reuters.
Nota: 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.

Gráfico 14 Rendimiento de los bonos de cupón cero indicados con la inflación en la zona del euro

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



Fuentes: Reuters y cálculos del BCE.

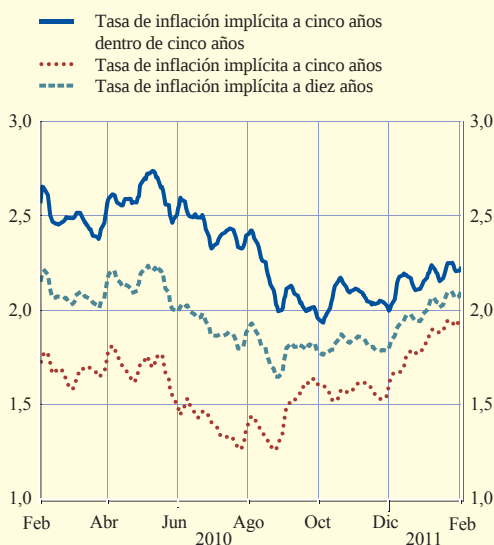
mania se estrecharon de nuevo. La información obtenida de los mercados de seguros de riesgo de crédito (CDS, en sus siglas en inglés) confirma que la situación en los mercados de deuda soberana ha mejorado ligeramente, ya que los diferenciales de los CDS de Grecia, Irlanda y Portugal se redujeron 230, 70 y 110 puntos básicos, respectivamente, en el período analizado.

El rendimiento de los bonos a diez años indicados con la inflación de la zona del euro se mantuvo prácticamente invariable durante el período analizado, mientras que el rendimiento real de los bonos a cinco años se incrementó 20 puntos básicos (véase gráfico 14). El 2 de febrero, el rendimiento real *spot* a cinco y diez años era del 0,6% y el 1,4%, respectivamente. Durante el período de referencia, las tasas de inflación implícitas *forward* (a cinco años dentro de cinco años) de la zona del euro aumentaron unos 10 puntos básicos, hasta situarse en el 2,3% el 2 de febrero (véase gráfico 15). Esta tasa, al igual que la tasa de inflación implícita *forward* a cinco años dentro de cinco años derivada de los *swaps* indicados con la inflación, que también se incrementó 10 puntos básicos y se situó en torno al 2,3%, indica que las expectativas de inflación de los participantes en el mercado permanecen firmemente ancladas, lo que también queda confirmado por las medidas de expectativas de inflación en la zona del euro basadas en encuestas.

La evolución de la estructura temporal de los tipos *forward* a corto plazo de la zona del euro muestra cómo el patrón general de rendimiento de la deuda pública a largo plazo 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). La mejora de las condiciones económicas y las revisiones de

Gráfico 15 Tasas de inflación implícitas de cupón cero de la zona del euro

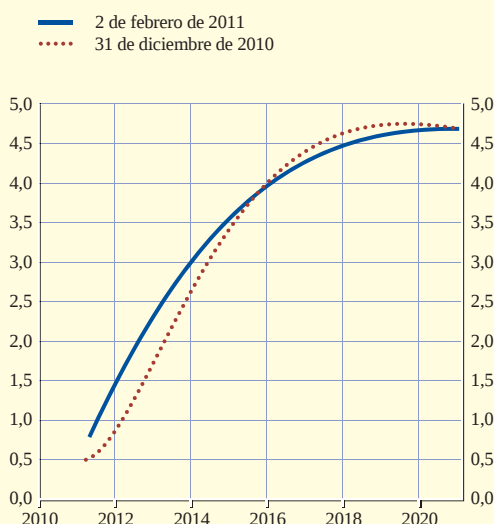
(porcentaje; medias móviles de cinco días de datos diarios; datos desestacionalizados)



Fuentes: Reuters y cálculos del BCE.

Gráfico 16 Tipos de interés *forward* implícitos a un día, en la zona del euro

(porcentaje; datos diarios)



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

Nota: 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.

las expectativas relativas a los tipos de interés a corto plazo han modificado ligeramente al alza la estructura temporal de los tipos *forward* a corto plazo para horizontes entre dos y cinco años con respecto a la observada a finales de diciembre de 2010.

En enero de 2011, los diferenciales de renta fija privada con calificación de grado de inversión se redujeron en casi todas las calificaciones de la deuda emitida por los sectores financiero y no financiero, observándose el mayor descenso en la deuda con calificación BBB emitida por las instituciones financieras, aunque el diferencial se mantiene bastante por encima de los niveles anteriores a la crisis. Los otros diferenciales de renta fija privada con calificación de grado de inversión, excepto los de la deuda con calificación BBB emitida por instituciones financieras, parecen haberse estabilizado desde el verano de 2010 en niveles ligeramente superiores a los registrados antes de la crisis financiera. La actividad emisora siguió siendo dinámica en enero, en particular en el mercado de bonos garantizados de la zona del euro, con elevados volúmenes de emisión. La caída de los diferenciales de renta fija privada también fue generalizada en los distintos países de la zona.

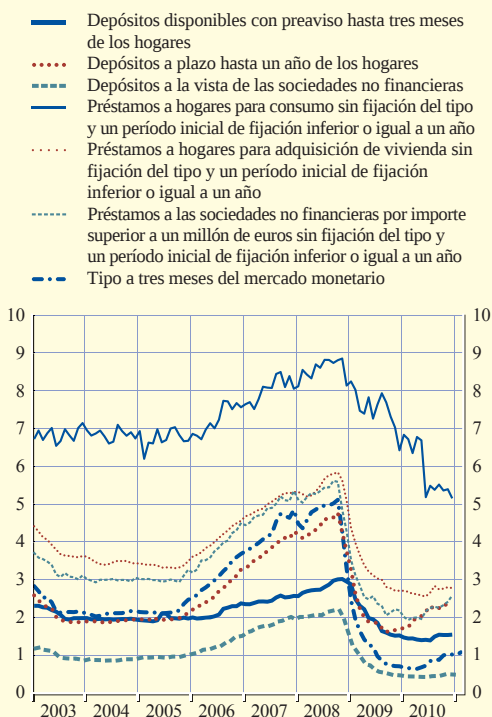
2.5 TIPOS DE INTERÉS DE LOS PRÉSTAMOS Y DE LOS DEPÓSITOS

En diciembre de 2010, la mayor parte de los tipos de interés aplicados a los préstamos otorgados por las IFM a las sociedades no financieras tendieron al alza en el caso de los vencimientos de corto plazo y descendieron o no experimentaron variación en lo que respecta a los de largo plazo. De la misma manera, la gran mayoría de los tipos de interés aplicados por las IFM a sus préstamos a los hogares se redujeron ligeramente o se mantuvieron prácticamente sin variación. En términos históricos, los tipos de interés de los préstamos concedidos por las IFM tanto a los hogares como a las sociedades no financieras siguen siendo muy reducidos en todos los plazos de vencimiento.

En noviembre de 2010, la gran mayoría de los tipos de interés a corto plazo aplicados por las IFM a los depósitos se redujeron ligeramente en el caso de los hogares, pero se mantuvieron prácticamente estables en lo que se refiere a las sociedades no financieras. La mayor parte de los tipos de interés a corto plazo aplicados a los préstamos concedidos a los hogares experimentaron un ligero descenso, mientras que en el caso de las sociedades no financieras tendieron ligeramente al alza (véase gráfico 17). Más concretamente, los tipos de interés a corto plazo aplicados a los préstamos a hogares para adquisición de vivienda registraron una leve disminución, hasta algo menos del 2,8%, mientras que los tipos de interés aplicados al crédito al consumo, que son más volátiles, se redujeron hasta el 5,1% en diciembre, desde el 5,4% observado en noviembre. Los tipos de interés medios de los descubiertos en cuenta de los hogares se mantuvieron, en general, estables en el 8,6%. Por lo que respecta a las sociedades no financieras, los tipos de interés a corto plazo aplicados por las entidades de crédito a los préstamos por importe reducido (es decir, inferior a un millón de euros) descendieron ligeramente, hasta el 3,5%, mientras que los aplicados a los préstamos por importe elevado (es decir, superior a un millón de euros) se incrementaron en unos 17 puntos básicos, hasta situarse en el 2,6%. Los tipos de interés aplicados a los descubiertos en cuenta se mantuvieron prácticamente sin variación en el 3,9%. Tras un descenso marginal del EURIBOR de 2 puntos básicos en diciembre de 2010, el diferencial entre los tipos de interés a corto plazo aplicados por las IFM a los préstamos a hogares para adquisición de vivienda y el tipo de interés a tres meses del mercado monetario se mantuvo constante, mientras que, en el caso de los préstamos otorgados a las sociedades no financieras, registró un incremento de alrededor de 20 puntos básicos (véase gráfico 18).

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

(porcentaje; tipos de interés de las nuevas operaciones)

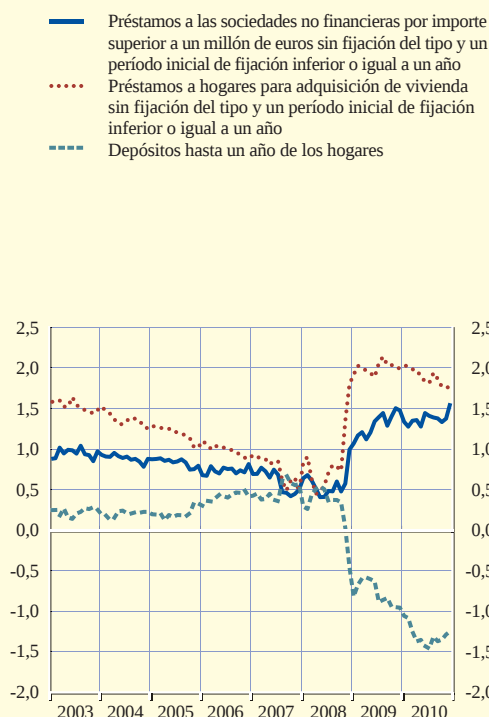


Fuente: BCE.

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

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 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 los que se modifica el Reglamento BCE/2001/18).

Si se adopta una perspectiva de más largo plazo, entre finales de septiembre de 2008 (es decir, inmediatamente antes del comienzo del ciclo de relajación de la política monetaria) y finales de diciembre de 2010, los tipos de interés a corto plazo aplicados tanto a los préstamos a hogares para adquisición de vivienda como a los concedidos a las sociedades no financieras se redujeron en torno a 300 puntos básicos, frente a un descenso de 400 puntos básicos del EURIBOR a tres meses, lo que indica que la transmisión de las variaciones de los tipos de mercado a los tipos de interés aplicados por las entidades de crédito ha sido significativa. La estabilización general que han registrado en los últimos meses los tipos de interés a corto plazo aplicados tanto a los préstamos a los hogares como a los concedidos a las sociedades no financieras parece indicar que la transmisión gradual de las anteriores reducciones de los tipos de interés del BCE ha llegado a su fin.

En cuanto a los vencimientos a más largo plazo, los tipos de interés aplicados por las IFM a los depósitos a largo plazo experimentaron un descenso, tanto en el caso de los hogares como en el de las sociedades no financieras, en diciembre de 2010. La mayoría de los tipos de interés aplicados a los préstamos a más largo plazo a las sociedades no financieras se mantuvieron prácticamente estables o descendieron ligera-

mente, revirtiendo así, en parte, el incremento registrado en el mes anterior. Por el contrario, los tipos de interés a más largo plazo de los préstamos a hogares para adquisición de vivienda experimentaron un ligero incremento (véase gráfico 19). Concretamente, los tipos de interés aplicados a los préstamos a hogares para adquisición de vivienda con período inicial de fijación del tipo de más de cinco años y hasta diez años aumentaron unos pocos puntos básicos, para situarse en el 3,8%, manteniéndose casi en mínimos históricos. Por lo que respecta a las sociedades no financieras, los tipos de interés medios aplicados a los préstamos por importe reducido con período inicial de fijación de más de un año y hasta cinco años se redujeron en torno a 10 puntos básicos, hasta el 4,2%, mientras que los correspondientes a los préstamos con período inicial de fijación del tipo de más de cinco años se incrementaron ligeramente, hasta el 3,9%. Los tipos de interés medios aplicados a los préstamos por importe elevado con períodos iniciales de fijación tanto a medio como a largo plazo descendieron alrededor de 20 y 5 puntos básicos, respectivamente, para situarse en el 2,8% y el 3,5%.

Desde una perspectiva de más largo plazo, se observa que, desde septiembre de 2008, las entidades de crédito de la zona del euro han ajustado los tipos de interés que aplican a los préstamos a largo plazo a las sociedades no financieras de manera más o menos acorde con el descenso registrado en los rendimientos de la deuda pública a largo plazo con calificación AAA. Durante este período, los tipos de interés a largo plazo aplicados a los préstamos a los hogares no han caído en la misma medida, lo que refleja una transmisión más incompleta y lenta en el caso de los hogares. No obstante, en los últimos meses, los tipos de interés a más largo plazo de los préstamos a los hogares han seguido reduciéndose, mientras que los tipos de mercado han ido en aumento. Como resultado, el diferencial con respecto a los rendimientos de la deuda pública con calificación AAA ha experimentado una contracción desde agosto, hasta situarse en torno a 100 puntos básicos en diciembre. En el caso de las sociedades no financieras, la interrupción de la tendencia ascendente de los tipos de interés a largo plazo de los préstamos, observada desde septiembre, se ha traducido en una reducción de su diferencial con respecto a los rendimientos de la deuda pública a largo plazo.

El tipo de interés medio de los préstamos bancarios, ponderado por las nuevas operaciones, se redujo en diciembre, mientras que los tipos medios aplicados a los depósitos prácticamente no experimentaron variación. Como resultado, el diferencial entre los tipos de interés de las nuevas operaciones de préstamo y de los depósitos descendió en torno a 10 puntos básicos, para situarse ligeramente por encima de los mínimos históricos. Por el contrario, el diferencial medio calculado sobre los saldos vivos siguió manteniéndose, en general, estable en diciembre, al igual que en los últimos meses. Unos márgenes relativamente estables contribuirán positivamente al margen de intermediación y a la rentabilidad de las entidades de crédito de la zona del euro.

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

(porcentaje; tipos de interés de las nuevas operaciones)



Fuente: BCE.

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

2.6 MERCADOS DE RENTA VARIABLE

Entre el 31 de diciembre de 2010 y el 2 de febrero de 2011, las cotizaciones bursátiles aumentaron el 6,1% y el 3,7%, respectivamente, en la zona del euro y en Estados Unidos. Estos aumentos se vieron respaldados por la publicación de datos económicos generalmente positivos a ambos lados del Atlántico. En la zona del euro, cierta disminución de las tensiones en la mayor parte de los mercados de deuda soberana siguió favoreciendo a los mercados de renta variable, junto con un ligero repunte del apetito por el riesgo. Al mismo tiempo, la incertidumbre de los mercados bursátiles, medida por la volatilidad implícita, prácticamente no se modificó y permaneció por debajo de la media histórica. En promedio, las empresas cotizadas de la zona del euro registraron un crecimiento de los beneficios mejor de lo esperado.

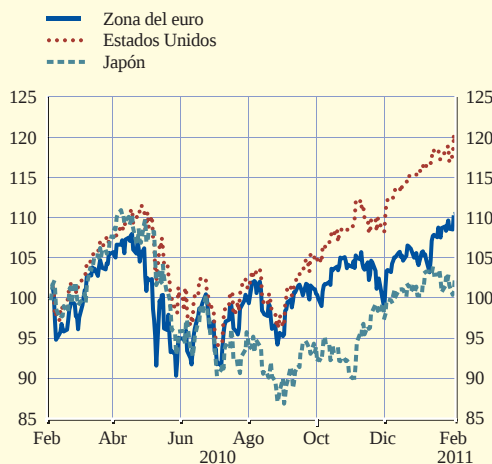
Las cotizaciones bursátiles de la zona del euro y Estados Unidos aumentaron entre finales de diciembre de 2010 y comienzos de febrero de 2011. En general, las cotizaciones de la zona, medidas por el índice Dow Jones EURO STOXX amplio, aumentaron un 6,1%, mientras que las de Estados Unidos, medidas por el índice Standard and Poor's 500, se incrementaron un 3,7% entre el 31 de diciembre y el 2 de febrero (véase gráfico 20). En ese mismo período, las cotizaciones bursátiles de Japón, medidas por el índice Nikkei 225, subieron un 2,2%.

Durante el período de referencia, la evolución de los mercados de renta variable de la zona del euro estuvo impulsada, por una parte, por la publicación de datos económicos generalmente positivos. El dinamismo observado en la industria se vio respaldado por la publicación de datos económicos mejores de lo esperado, y los datos relativos a los servicios también fueron sorprendentemente positivos. Los indicadores de la actividad económica futura basados en encuestas siguieron siendo muy favorables en enero. Los mercados de renta variable también se vieron favorecidos por los anuncios de beneficios superiores a lo previsto y por la mejora de las condiciones en la mayoría de los mercados de deuda soberana de la zona del euro, así como por un ligero repunte del apetito por el riesgo. Los datos económicos publicados durante el período analizado también fueron positivos, en líneas generales, para Estados Unidos. La confianza de los consumidores y los datos sobre ventas de viviendas nuevas resultaron ser sorprendentemente favorables, pero esto no eliminó por completo la preocupación acerca de la situación en los mercados de trabajo. Los datos sobre beneficios declarados también influyeron positivamente, en general, en la evolución de los mercados de renta variable en Estados Unidos durante el período examinado.

Tanto en la zona del euro como en Estados Unidos, el nivel de incertidumbre de los mercados de renta variable, medido por la volatilidad implícita, prácticamente no se modificó durante el período de referencia (véase gráfico 21). La evolución intramensual de la volatilidad estuvo asociada a las expectativas de los mercados acerca de posibles modificaciones del alcance y de los fondos de la Facilidad Europea de Estabilidad Financiera.

Gráfico 20 Índices bursátiles

(índice: 1 de febrero de 2010 = 100; datos diarios)



Fuentes: Reuters y Thomson Financial Datastream.

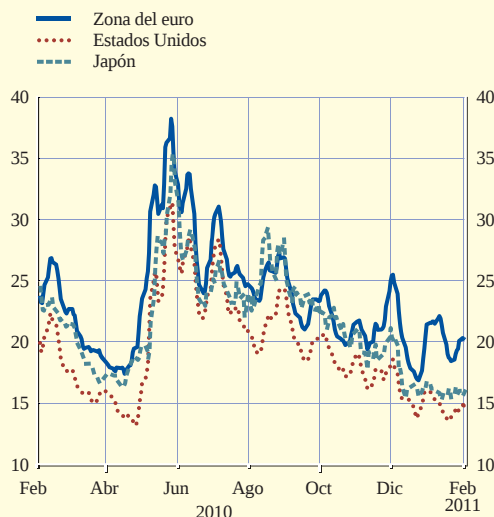
Nota: Índice Dow Jones EURO STOXX amplio para la zona del euro, Standard & Poor's 500 para Estados Unidos y Nikkei 225 para Japón.

En enero, los índices bursátiles de la zona del euro mejoraron en todos los sectores. Las cotizaciones del sector financiero de la zona se elevaron considerablemente, un 13,1%, principalmente como consecuencia de cierta disminución de las tensiones en la mayoría de los mercados de deuda soberana de la zona, tras el éxito de las subastas de deuda soberana y de una actitud algo más positiva hacia el riesgo. Las cotizaciones del sector no financiero aumentaron un 3% durante ese mismo período, continuando con ello la tendencia al alza que comenzó a mediados de 2010. En enero, la evolución de las cotizaciones bursátiles fue positiva en todos los países de la zona del euro, y especialmente en países en los que recientemente se habían producido fuertes tensiones en relación con la deuda soberana. La evolución de las cotizaciones bursátiles en Estados Unidos fue también positiva en todos los sectores. A diferencia de la evolución observada en la zona del euro, las cotizaciones del sector financiero estadounidense registraron peores resultados durante este período.

La evolución de los beneficios efectivos y esperados proporcionó una valoración generalmente positiva de la rentabilidad de las empresas cotizadas de la zona del euro. Además, los anuncios de beneficios fueron, en general, mejores de lo esperado. Los beneficios efectivos por acción de las empresas incluidas en el índice Dow Jones EURO STOXX crecieron un 38% en enero de 2011, frente al 37% de diciembre de 2010. De igual modo, se prevé que el crecimiento de los beneficios por acción en los próximos doce meses sea relativamente acusado y se sitúe en el 15%. A escala de los sectores, el crecimiento interanual de los beneficios por acción en el sector financiero fue del 33% en enero, en comparación con el 31% de diciembre, mientras que el de la industria se situó en el 32% en enero, desde el 29% de diciembre.

Gráfico 21 Volatilidad implícita de 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 4

CUENTAS INTEGRADAS DE LA ZONA DEL EURO DEL TERCER TRIMESTRE DE 2010¹

Las cuentas integradas de la zona del euro ofrecen información completa y homogénea sobre las rentas, los gastos y las decisiones de financiación y de cartera de los sectores institucionales de la zona del euro. Las cuentas publicadas el 28 de enero de 2011, con datos hasta el tercer trimestre de 2010, presentan señales adicionales de normalización en la zona del euro a medida que prosigue la recuperación. El crecimiento de la renta disponible de los hogares se vio impulsado principalmente por la distribución primaria del valor añadido, mientras que la contribución de la redistribución pública de la renta a través de las transferencias netas y los impuestos directos fue negativa. La tasa de ahorro de los hogares

¹ Para una información más detallada, véase el sitio web del BCE <http://sdw.ecb.europa.eu>.

res siguió reduciéndose, al tiempo que su patrimonio neto continuó creciendo en términos anuales (a raíz del aumento de los precios de los activos financieros y no financieros). Las sociedades no financieras siguieron avanzando hacia una posición deudora neta, tras un período marcado por una poco habitual posición acreedora neta. Los flujos reales mantuvieron, en general, su debilidad (la renta de los hogares disminuyó en términos reales), mientras que los agentes continuaron ajustando sus balances, en particular en el sector de sociedades no financieras. Los patrones de desintermediación en favor de los instrumentos de mercado eran todavía evidentes en todos los sectores, mientras que el apetito por el riesgo se recuperó, al atenuarse las tensiones de la deuda soberana.

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

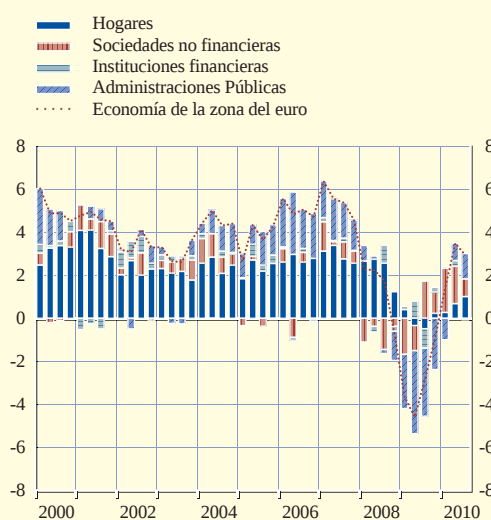
La tasa de crecimiento interanual de la renta nominal disponible de la zona del euro se desaceleró ligeramente en el tercer trimestre de 2010, hasta el 2,9%, frente al 3,5% del trimestre anterior (véase gráfico A). Este crecimiento benefició a todos los sectores de la economía, salvo a las instituciones financieras, cuya renta se redujo. El crecimiento de la renta de las sociedades no financieras volvió a ser intenso, con un 6,9%, aunque inferior al observado en el segundo trimestre de 2010, al ralentizarse el crecimiento del valor añadido, incrementarse los gastos tributarios y acelerarse la distribución de los beneficios. El crecimiento de la renta de las Administraciones Públicas repuntó una vez más, al subir de forma acusada los impuestos sobre la producción y sobre las importaciones. El crecimiento de la renta de los hogares también se aceleró a causa del incremento de los ingresos por dividendos y, en menor medida, de la remuneración de los asalariados, mientras que la imposición directa moderó el crecimiento de la renta por primera vez en dos años. La renta real de los hogares mantuvo su debilidad y siguió contrayéndose a medida que repuntaba la inflación de precios de consumo.

Por segundo trimestre consecutivo, la expansión de la renta se tradujo en un aumento del ahorro bruto en la zona del euro, lo que refleja —en particular— un ahorro público con importes menos negativos y la continuidad del crecimiento de los beneficios no distribuidos de las sociedades no financieras en el contexto de una persistente acumulación de reservas de liquidez. A pesar del incremento de la renta de los hogares, sus ahorros cayeron de nuevo, al seguir creciendo el consumo en términos reales, que superó, por tanto, a la renta. La tasa de ahorro de los hogares (desestacionalizada) se redujo hasta el 13,8%, aproximándose a los niveles anteriores a la crisis.

La formación bruta de capital fijo siguió recuperándose a una tasa de crecimiento interanual del 1,7%, ya que el crecimiento tanto para los hogares como para las instituciones financieras pasó a ser positivo por vez primera en varios trimestres. Al mismo tiempo, dado que las sociedades no financie-

Gráfico A Renta bruta disponible de la zona del euro y contribuciones sectoriales

(tasas de variación interanual; contribuciones en puntos porcentuales)



Fuentes: Eurostat y BCE.

ras redujeron el ritmo de desacumulación de existencias, la formación de capital total se incrementó un 7,2%, en comparación con el mismo trimestre del año anterior.

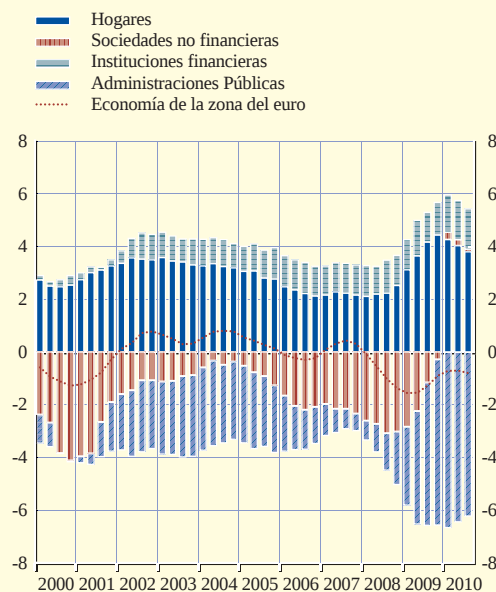
El déficit por cuenta corriente de la zona del euro aumentó por primera vez en año y medio, hasta el 0,8% del PIB, calculado a partir de los flujos acumulados de los cuatro últimos trimestres (véase gráfico B), ya que la formación de capital superó a los ahorros. El aumento del déficit se debió principalmente al constante descenso de la tasa de ahorro de los hogares, aunque se vio mitigado por la mejora observada en las cuentas públicas. Las sociedades no financieras mantuvieron su inusual posición acreedora neta (aunque su nivel fue inferior al de trimestres anteriores), es decir, en general continuaron proporcionando financiación a otros sectores. Al igual que en trimestres anteriores, la financiación del déficit por cuenta corriente siguió estando dominada por los flujos de entrada netos en valores distintos de acciones (en términos acumulados de los cuatro últimos trimestres), aunque las compras de valores distintos de acciones por no residentes cesaron de forma abrupta en el tercer trimestre.

Evolución de los sectores institucionales

El crecimiento interanual de la renta bruta disponible nominal de los hogares se incrementó hasta el 1,5%, frente al 0,9% del trimestre anterior, a causa del aumento de la rentas de la propiedad netas, sobre todo, de los pagos de dividendos (véase gráfico C). La remuneración de los asalariados siguió siendo la variable que más contribuyó al crecimiento interanual de la renta, si bien su aportación al crecimiento adicional fue solo marginal. Los efectos de los estabilizadores fiscales automáticos quedaron anulados, ya que la contribución de los impuestos directos fue negativa por primera vez desde 2008, y el crecimiento de la renta procedente de las transferencias públicas se detuvo. Así pues, el crecimiento de la renta tuvo su origen directamente en las actividades empresariales (principalmente, en los pagos de dividendos).

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

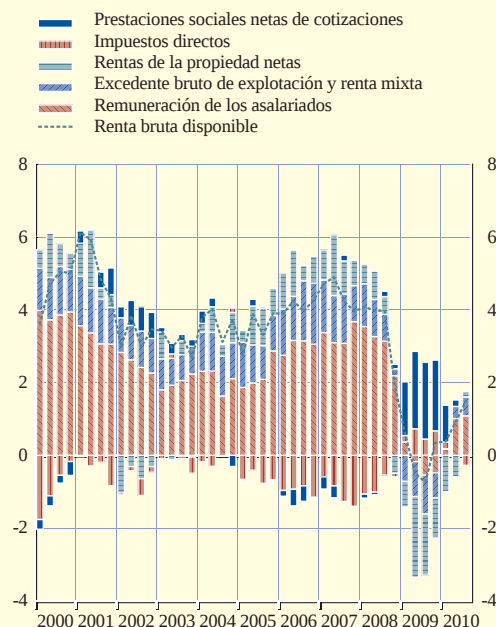
(en porcentaje del PIB; flujos acumulados de los cuatro últimos trimestres)



Fuentes: Eurostat y BCE.

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

(tasas de variación interanual; contribuciones en puntos porcentuales)



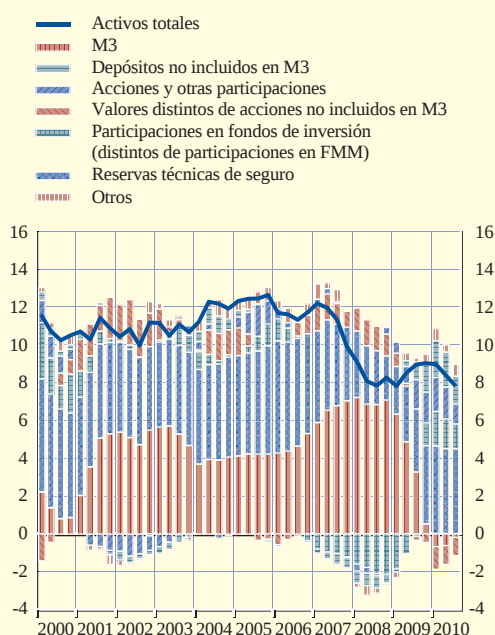
Fuentes: Eurostat y BCE.

Al igual que en el trimestre anterior, el débil incremento de la renta nominal de los hogares siguió siendo menor que la subida de los precios de consumo, lo que provocó una nueva contracción de la renta real. Del mismo modo, el crecimiento más intenso del consumo (2,8%) y la recuperación de la inversión no financiera (el segundo trimestre consecutivo de crecimiento interanual positivo tras dos años de descensos) dieron lugar a una caída adicional de su capacidad de financiación, que, en estos momentos, está próxima a los niveles anteriores a la crisis. Este hecho se vio reflejado en un aumento constante de la financiación mediante préstamos y en una disminución de la inversión financiera de 0,6 puntos porcentuales sobre la renta bruta disponible (véase gráfico D), lo que apunta un cierto desplazamiento de las carteras hacia el capital inmobiliario. En general, las significativas reestructuraciones de cartera hacia activos no monetarios observadas desde finales de 2008 continuaron —aunque a un ritmo más lento—, representando las reservas técnicas de seguro más de la mitad de la inversión financiera.

El crecimiento interanual del excedente bruto de explotación de las sociedades no financieras se moderó hasta situarse en el 4,7% en el tercer trimestre de 2010, frente al 8,3% registrado en el segundo trimestre, como consecuencia principalmente de un aumento de los impuestos pagados. Al mismo tiempo, las rentas de la propiedad distintas de los intereses (sobre todo pagos de dividendos) se incrementaron por primera vez desde 2008. El persistente e intenso crecimiento de la inversión no financiera (impulsado por la formación de capital fijo, que aumentó por segundo trimestre consecutivo, hasta situarse en el 2,9%, después de haber descendido de forma continua en los trimestres anteriores) dio lugar a una sólida tendencia de retorno a una posición deudora neta, aunque los flujos acumulados de los cuatro últimos trimestres aún muestran una posición acreedora neta (véase gráfico E). En este contexto, la financiación externa (pasivos financieros totales) siguió recuperándose, y creció un 2,1%, en

Gráfico D Inversión financiera de los hogares

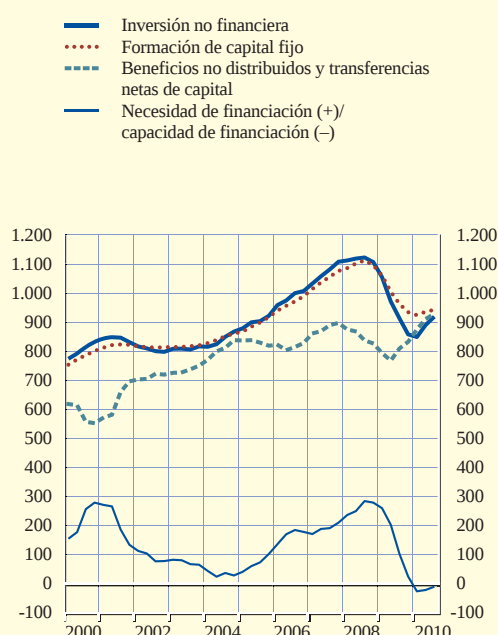
(flujos acumulados de los cuatro últimos trimestres; porcentaje de la renta bruta disponible)



Fuentes: Eurostat y BCE.

Gráfico E Ahorro, inversión no financiera (incluida la formación de capital fijo) y necesidad de financiación de las sociedades no financieras

(flujos acumulados de los cuatro últimos trimestres; mm de euros)



Fuentes: Eurostat y BCE.

tasa interanual, en el tercer trimestre de 2010, después de haberse recuperado a comienzos de año tras dos años de continuos descensos. Siguieron observándose efectos de sustitución, ya que la financiación en el mercado (valores distintos de acciones y acciones cotizadas) compensó las amortizaciones netas de los préstamos de las IFM (véase gráfico F).

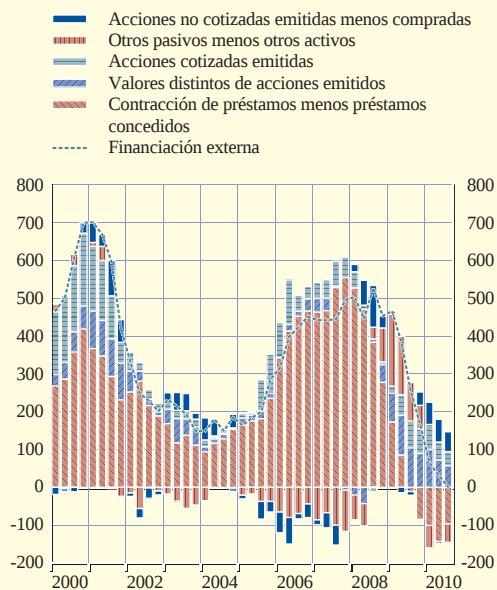
Las ratios de apalancamiento, si bien aún se situaban en niveles históricamente elevados, mantuvieron la senda de descenso iniciada después de los máximos alcanzados a comienzos de 2009: la relación entre la deuda y los activos de las sociedades no financieras disminuyó hasta el 26,1% en el tercer trimestre de 2010. En lo que se refiere a la vulnerabilidad de los flujos de caja, los pagos netos por intereses en relación con el valor añadido bruto siguieron descendiendo hasta el 2,4%. Esta dinámica a la baja se amplió a la deuda en relación con el valor añadido bruto, que se redujo por segundo trimestre consecutivo.

La necesidad de financiación de las Administraciones Públicas descendió hasta el 6,2% del PIB (en flujos acumulados de los cuatro últimos trimestres), frente al 6,5% del PIB registrado en el trimestre anterior. La evolución observada en el segundo y tercer trimestre de 2010 indica una inversión de la tendencia negativa iniciada en el primer trimestre de 2008, cuando la necesidad de financiación de las Administraciones Públicas solamente ascendía al 0,7% del PIB. Esta mejora obedece a un inversión pública bruta ligeramente inferior (2,6% del PIB, frente al 2,7% del PIB en el trimestre anterior) y a un menor desahorro bruto, que pasó del 3,8% del PIB en el segundo trimestre al 3,6% del PIB en el tercero. La renta disponible bruta de las Administraciones Públicas se elevó un 6,5%, en términos interanuales, frente al 4% del trimestre anterior. Los impuestos sobre la producción y sobre las importaciones fueron las variables que más contribuyeron a este incremento. Esta evolución fue consecuencia, principalmente, del funcionamiento de los estabilizadores automáticos en una economía con una recuperación moderada. La tasa de crecimiento de la inversión financiera se incrementó ligeramente hasta el 0,7% (en flujos acumulados de los cuatro últimos trimestres), tras la contracción registrada en el primer y segundo trimestre (de un 1,5% y un 0,5%, respectivamente). Todo apunta a un cierto grado de normalización después de que la inversión financiera alcanzara un máximo histórico en el primer trimestre de 2009 en el contexto de las medidas de apoyo al sector financiero.

La renta bruta de las instituciones financieras creció con solidez en el tercer trimestre (un 3,3%, en tasa interanual), pues continuaron beneficiándose de la pendiente de la curva de tipos. La tasa de crecimiento interanual de la inversión financiera (operaciones sobre saldos) aumentó 0,4 puntos porcentuales, hasta situarse en el 2,9%, a causa, principalmente, de la recuperación de los préstamos

Gráfico F Financiación externa de las sociedades no financieras, por fuente de financiación

(flujos acumulados de los cuatro últimos trimestres; mm de euros)



Fuentes: Eurostat y BCE.

Nota: A efectos de presentación, se excluyen de la financiación algunas operaciones con activos, ya que se realizan principalmente dentro del sector (préstamos concedidos por las sociedades no financieras, acciones no cotizadas, otras cuentas pendientes de cobro/de pago).

concedidos por las IFM (sobre todo a las sociedades no financieras, aunque las tasas de crecimiento interanual seguían siendo negativas), como consecuencia de la vuelta progresiva a un modelo de negocio bancario más tradicional. Del mismo modo, el incremento de los pasivos (2,6%) se debió fundamentalmente al aumento de la financiación a través de depósitos. Además, la financiación mediante pasivos de los inversores institucionales (reservas técnicas de seguros de las empresas de seguros y los fondos de pensiones y participaciones en fondos de inversión emitidas por otros intermediarios financieros) siguió siendo la principal contribución a la financiación total, aunque su porcentaje descendió ligeramente. En resumen, continúa siendo evidente la tendencia en la desintermediación financiera que favorece la financiación fuera del canal bancario.

Mercados financieros

La emisión neta de deuda pública, que dominó el mercado de renta fija, fue menos dinámica en el tercer trimestre. Las sociedades no financieras redujeron asimismo sus emisiones (aunque continuaron vendiendo algunos de los valores distintos de acciones que tenían en su poder). El resto del mundo pasó a convertirse en vendedor neto de valores distintos de acciones, ya que los no residentes suspendieron las importantes compras que habían efectuado anteriormente. Los hogares comenzaron a vender de nuevos dichos valores. Las empresas de seguros aumentaron sus compras y las IFM siguieron siendo también compradores netos, aunque esto se debió principalmente a la constante amortización de pasivos. Los otros intermediarios financieros volvieron a ser compradores netos, una posición que refleja un equilibrio entre las compras realizadas por los fondos de inversión y operaciones tales como la emisión de valores mediante fondos de titulización (por ejemplo, en el contexto de la titulización ad hoc).

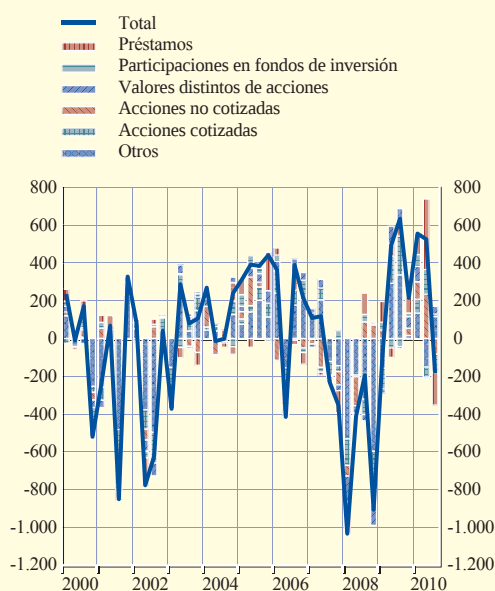
Evolución de los balances

El valor de la cartera de valores distintos de acciones de las instituciones financieras repuntó en el segundo trimestre de 2010, debido a la elevada ponderación de los activos refugio que se beneficiaron del desplazamiento de los fondos hacia activos de mayor calidad en el contexto de la crisis de la deuda soberana. Esta tendencia se invirtió en parte en el tercer trimestre, al atenuarse las tensiones (véase gráfico G). Las acciones aumentaron de valor a raíz de la recuperación de los mercados bursátiles en ese trimestre.

En el tercer trimestre de 2010, la variación interanual del patrimonio neto de los hogares se man-

Gráfico G Pérdidas y ganancias en los activos de las instituciones financieras

(flujos intertrimestrales; mm de euros)



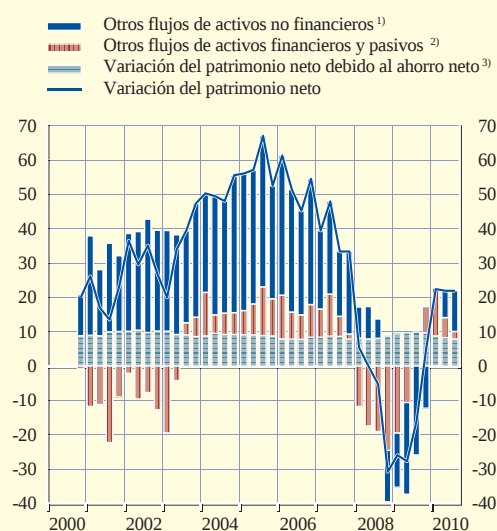
Fuentes: Eurostat y BCE

Nota: Este gráfico presenta los otros flujos económicos, que se refieren, principalmente, a las ganancias y las pérdidas de capital (realizadas o no realizadas) en los activos que se valoran a precio de mercado en las cuentas integradas de la zona del euro (acciones cotizadas, acciones no cotizadas, participaciones en fondos de inversión y valores distintos de acciones). Para las demás clases de activos (sobre todo préstamos), que se valoran por el valor nominal, se presentan los cambios en los balances debidos a variaciones del tipo de cambio y a la eliminación de los activos dañados de los balances del acreedor y del deudor una vez que el acreedor constata que los importes correspondientes a dichos activos no se pueden cobrar.

tuvo prácticamente sin cambios en el 21,9% de su renta anual. Aparte de la positiva influencia del ahorro neto (7,9% de la renta), los hogares se beneficiaron de las revalorizaciones de sus acciones y otras participaciones (14,1% de su renta), como consecuencia de la vigorosa recuperación del mercado mencionada, y de un repunte de la riqueza inmobiliaria (véase gráfico H).

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.

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

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

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

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 enero de 2011, tras el 2,2% registrado en diciembre de 2010. Este nuevo aumento ya se había previsto en líneas generales y refleja, en gran medida, la subida de los precios de la energía. De cara a los próximos meses, las tasas de inflación podrían seguir elevándose temporalmente y es probable que se mantenga ligeramente por encima del 2% durante la mayor parte de 2011, antes de volver a moderarse hacia el final del año. En general, existen evidencias continuas de presiones al alza a corto plazo sobre la inflación general, derivadas, principalmente, de los precios de la energía y de las materias primas. Dichas presiones también son visibles en las primeras fases del proceso de producción. Esta evolución no ha afectado por el momento a la valoración de que la evolución de precios se mantendrá en línea con la estabilidad de precios en el horizonte temporal relevante para la política monetaria. Al mismo tiempo, es necesario un seguimiento muy estrecho. Las expectativas de inflación a medio y largo plazo permanecen firmemente ancladas, en consonancia con el objetivo del Consejo de Gobierno de mantener la inflación en tasas inferiores, aunque próximas, al 2% a medio plazo. Los riesgos para las perspectivas de evolución de los precios a medio plazo siguen estando, en general, equilibrados, pero podrían elevarse, como ya se indicó en enero.

3.1 PRECIOS DE CONSUMO

Según el avance de Eurostat, la tasa de inflación interanual medida por el IAPC de la zona del euro se elevó hasta el 2,4% en enero de 2011, desde el 2,2% observado en diciembre de 2010 (véase cuadro 5). Este aumento de la inflación medida por el IAPC ya se había previsto en líneas generales y se produjo a pesar de un efecto de base a la baja de algo más de 0,1 punto porcentual, procedente de los componentes de energía y alimentos. Se prevé que, en 2011, los efectos de base influyan en el perfil de la inflación medida por el IAPC general, como se ilustra en el recuadro 5. No se dispone todavía de estimaciones oficiales sobre el detalle de la inflación medida por el IAPC para enero, pero parece que el aumento de la inflación interanual medida por el IAPC de la zona del euro se ha debido principalmente al componente energético. Según la información más reciente procedente del Boletín Petrolífero semanal de la Comisión Europea, los precios de los combustibles líquidos volvieron a incrementarse en enero de 2011, aunque algo menos que en diciembre de 2010.

Cuadro 5 Evolución de los precios

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

	2009	2010	2010 Ago	2010 Sep	2010 Oct	2010 Nov	2010 Dic	2011 Ene
IAPC y sus componentes								
Índice general ¹⁾	0,3	1,6	1,6	1,8	1,9	1,9	2,2	2,4
Energía	-8,1	7,4	6,1	7,7	8,5	7,9	11,0	.
Alimentos no elaborados	0,2	1,2	2,4	2,5	2,4	2,7	3,2	.
Alimentos elaborados	1,1	0,9	1,0	1,0	1,2	1,3	1,5	.
Bienes industriales no energéticos	0,6	0,4	0,4	0,6	0,7	0,8	0,7	.
Servicios	2,0	1,4	1,4	1,4	1,4	1,3	1,3	.
Otros indicadores de precios								
Precios industriales	-5,1	2,9	3,6	4,3	4,4	4,5	5,3	.
Precios del petróleo (euro/barril)	44,6	60,7	59,9	59,8	60,2	63,1	69,6	72,6
Precios de las materias primas no energéticas	-18,5	44,7	47,6	54,7	47,5	48,6	49,6	45,7

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

Nota: Los datos de los precios industriales se refieren al Euro-17.

1) La inflación medida por el IAPC de enero de 2011 corresponde a una estimación preliminar de Eurostat.

Recuadro 5

EVOLUCIÓN RECIENTE Y FUTURA DE LA INFLACIÓN MEDIDA POR EL IAPC: INCIDENCIA DE LOS EFECTOS DE BASE

A lo largo de 2010 los precios de la energía y los alimentos registraron fuertes movimientos al alza, que tuvieron un impacto significativo en el perfil de la inflación medida por el IAPC. A continuación, se muestra en qué medida esta evolución afectará a la senda de la tasa de inflación interanual en 2011, debido a los llamados efectos de base.

Definición

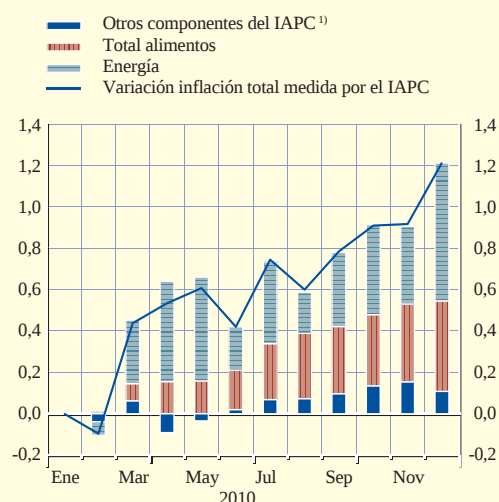
Al analizar las variaciones de las tasas de inflación interanual es importante comprender hasta qué punto reflejan la evolución actual de los precios (es decir, las «noticias» que se producen entre un mes y el siguiente), así como el grado en que reflejan movimientos de los índices que tuvieron lugar 12 meses antes a través de los llamados efectos de base. Estos efectos se producen cuando las variaciones de la tasa de crecimiento interanual del IAPC son atribuibles a un movimiento atípico del índice en el período base¹. Dejan sentir especialmente su influencia en períodos en los que la volatilidad de la inflación 12 meses antes era elevada, por ejemplo, como resultado de bruscos movimientos de los precios de las materias primas.

Aunque el concepto es intuitivo, identificar y estimar los efectos de base no es sencillo en la práctica. Definir que un efecto de base es imputable a influencias atípicas que afectan al índice de precios 12 meses antes supone calcular la desviación de la tasa de variación intermensual en el período base con respecto a su evolución normal. Sin embargo, no existe ningún medio comúnmente aceptado de identificar estas influencias atípicas. A los efectos de este trabajo, la evolución normal de las variaciones intermensuales del IAPC se calcula para cada mes sumando un efecto estacional estimado a la variación media intermensual observada desde enero de 1995.

Considerando el pasado reciente, la inflación interanual de la zona del euro, medida por el IAPC, registró un aumento constante a lo largo de 2010, pasando del 1% en enero al 2,2% en diciembre. Este incremento de 1,2 puntos porcentuales se debió casi en su totalidad a la evolución de los componentes de energía y alimentos del IAPC,

Gráfico A Contribuciones a la variación interanual de la inflación medida por el IAPC desde enero de 2010

(puntos porcentuales)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

1) Incluye servicios y bienes industriales no energéticos.

1 Técnicamente, un efecto de base puede definirse como la contribución a la variación de la tasa de inflación interanual en un mes concreto, derivada de una desviación de la tasa de variación intermensual en el mes base (es decir, el mismo mes un año antes) con respecto a su trayectoria normal, teniendo en cuenta las fluctuaciones estacionales. Para más información, véase el recuadro titulado «Evolución reciente y futura de la inflación medida por el IAPC: incidencia de los efectos de base», *Boletín Mensual*, BCE, diciembre de 2008.

mientras que la contribución de los otros componentes fue relativamente moderada (véase gráfico A). A su vez, el incremento de la tasa de inflación de la energía y los alimentos tuvo su origen, al menos en parte, en los efectos de base alcistas derivados de la volatilidad de los precios de las materias primas observada anteriormente². No obstante, el aumento de la inflación medida por el IAPC reflejó también la evolución real de 2010, en particular, la transmisión de las subidas de los precios del crudo registradas en los mercados internacionales a lo largo del año, la depreciación del euro en el primer semestre y el impacto de los incrementos más recientes de los precios de las materias primas distintas del petróleo en los mercados mundiales. Además, por lo que respecta a los precios de los alimentos, los acusados aumentos observados hacia finales de 2010 también reflejaron subidas de los precios de los alimentos no elaborados, como la carne y las verduras, relacionados con las condiciones meteorológicas. El incremento de los impuestos indirectos también impulsó temporalmente al alza la inflación en algunos países.

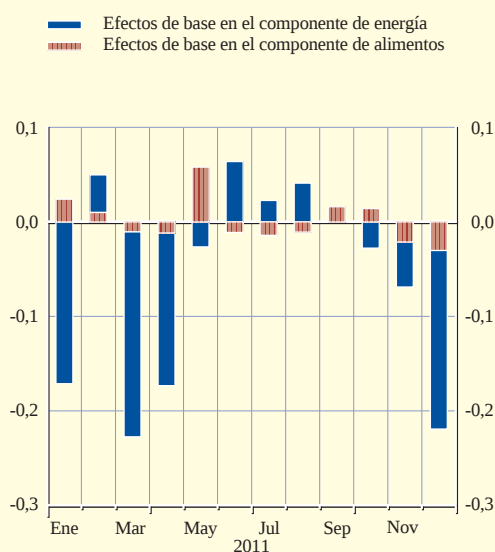
Impacto de los efectos de base en el perfil de la inflación medida por el IAPC en 2011

En 2011 se prevé que los efectos de base tendrán una fuerte influencia en el perfil de la inflación general. En el gráfico B se muestran las contribuciones previstas de los efectos de base en los componentes de energía y alimentos a las variaciones mensuales de la tasa de inflación interanual en los 12 meses hasta diciembre de 2011. Cabe señalar que se estima que las contribuciones de los efectos de base derivados de la evolución de los precios de la energía serán, en su mayoría, negativas y que adquirirán dimensiones especialmente importantes en la primavera y en diciembre, en la medida en que los fuertes incrementos mensuales de este componente registrados un año antes se eliminen de la comparación interanual. Al mismo tiempo, se estima que las contribuciones de los efectos de base

² Para más información, véase el recuadro titulado «Los efectos base y su impacto sobre la inflación medida por el IAPC en 2010», *Boletín Mensual*, BCE, enero de 2010.

Gráfico B Contribución de los efectos de base en los componentes de energía y alimentos a la variación mensual de la inflación interanual medida por el IAPC en 2011

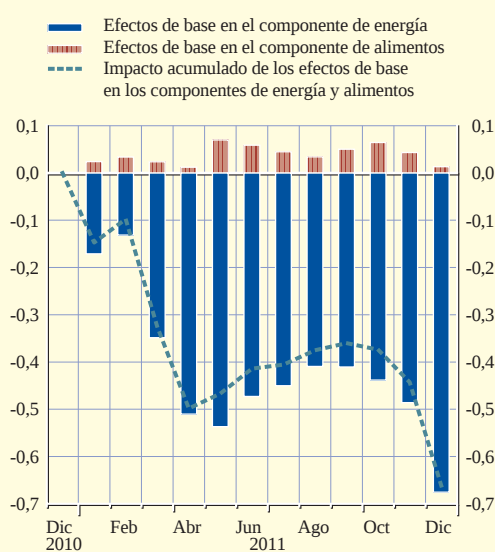
(puntos porcentuales)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Gráfico C Impacto acumulado de los efectos de base en los componentes de energía y alimentos en 2011

(puntos porcentuales)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

derivados de la evolución de los precios de los alimentos serán más volátiles a lo largo de 2011, pero seguirán siendo, en general, pequeñas y se mantendrán por debajo de 0,1 puntos porcentuales

En el gráfico C se acumula la contribución de los efectos de base a las variaciones interanuales del IAPC en los últimos 12 meses, a partir de diciembre de 2010. El gráfico muestra que, según las proyecciones, los efectos de base en los componentes de energía y alimentos tendrán un impacto a la baja acumulado sobre la inflación interanual medida por el IAPC de alrededor de 0,7 puntos porcentuales entre enero y diciembre de 2011. Se prevé que este impacto tendrá su origen, principalmente, en efectos de base en el componente de energía, mientras que los efectos de base en el componente de alimentos seguirán siendo, en general, poco relevantes a lo largo del año.

En general, los efectos de base derivados de variaciones de los precios de la energía probablemente contribuirán a configurar las perspectivas de la evolución de la inflación medida por el IAPC en los próximos meses. No obstante, la evolución futura de la inflación es incierta y no puede evaluarse de forma mecánica basándose únicamente en los efectos de base. El perfil de la tasa de crecimiento interanual del IAPC dependerá del impacto de las variaciones de los fundamentos económicos, como el dinamismo de la demanda de los consumidores y el crecimiento de los costes laborales, la evolución de los impuestos indirectos y los precios administrados, así como de la evolución futura de los precios de las materias primas y de cómo se transmitan a los consumidores de la zona del euro. En caso de que la recuperación económica de la zona del euro fuese más rápida de lo previsto actualmente y de que los precios de las materias primas sigan aumentando a lo largo de 2011, las presiones inflacionistas podrían ser más intensas. No obstante, la intensificación de esas presiones podría quedar oculta, al menos inicialmente, por el impacto a la baja de los efectos de base previstos sobre las tasas de inflación interanual.

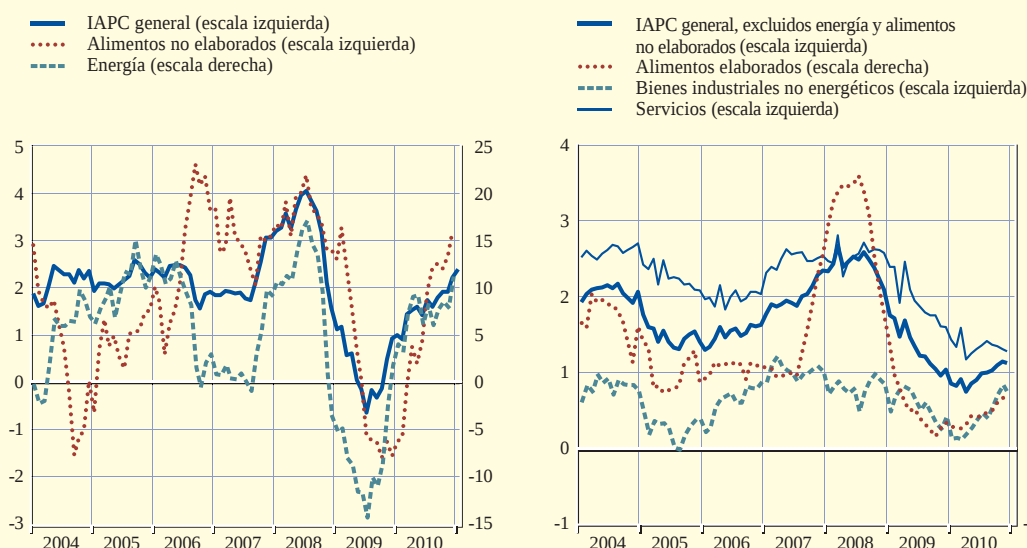
En diciembre de 2010, el último mes para el que se dispone del detalle oficial del IAPC, la tasa de crecimiento interanual del IAPC general se situó en el 2,2%, frente al 1,9% de noviembre (véase gráfico 22). Este aumento fue reflejo del incremento de las tasas de variación interanual de los componentes de energía y alimentos y de una tasa de inflación ligeramente más baja de los bienes industriales no energéticos, mientras que la inflación de los precios de los servicios se mantuvo sin variación. En términos intermensuales desestacionalizados, la inflación medida por el IAPC general aumentó a una tasa del 0,3% en diciembre, una subida ligeramente superior a la registrada el mes anterior.

La tasa de variación interanual de los precios de la energía se elevó hasta el 11% en diciembre de 2010 (el nivel más alto registrado desde octubre de 2008), debido al incremento de los precios, en términos interanuales, de casi todos los componentes, en especial de los combustibles líquidos y de los combustibles y lubricantes para vehículos. La subida de la inflación de los precios de la energía fue atribuible a un efecto de base al alza y a un aumento intermensual de los precios energéticos, ocasionado por la reciente escalada de los precios del petróleo en euros, como consecuencia del ascenso de los precios del petróleo en dólares estadounidenses y del debilitamiento del euro frente al dólar.

La tasa de variación interanual de los precios de los alimentos no elaborados continuó elevándose, hasta situarse en el 3,2%, debido principalmente a la subida de los precios de las legumbres y hortalizas. La tasa de variación interanual de los precios de los alimentos elaborados volvió a aumentar también, hasta el 1,5%, como consecuencia, sobre todo, del incremento de los precios del pan y los cereales, así como de la leche, el queso y los huevos. Sin embargo, a pesar de este ascenso, parece que la transmisión de la subida de los precios de las materias primas alimentarias a los consumidores ha sido limitada por el momento. Los precios del tabaco repuntaron, tanto en términos intermensuales como interanuales.

Gráfico 22 Desagregación del IAPC por principales componentes

(tasas de variación interanual; datos mensuales)



Fuente: Eurostat.

Nota: Los datos se refieren al Euro-17.

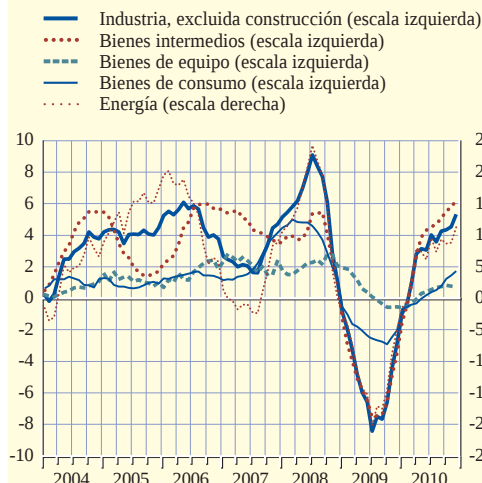
Si se excluyen todos los alimentos y la energía, que representan cerca del 30% de la cesta del IAPC, en diciembre de 2010 la inflación interanual medida por el IAPC se mantuvo en el 1,1%, sin cambios con respecto a los dos meses anteriores. De los dos componentes de la inflación medida por el IAPC, excluidos los alimentos y la energía, la inflación de los precios de los bienes industriales no energéticos registró un leve descenso, hasta el 0,7%, debido, entre otros motivos, a la disminución de las tasas de variación interanual de los precios de los artículos de vestir y del calzado, como consecuencia de los descuentos de temporada. La inflación de los precios de los servicios permaneció sin variación en el 1,3% y, por tanto, se mantuvo en el intervalo del 1,3% al 1,4% observado durante la mayor parte de 2010.

3.2 PRECIOS INDUSTRIALES

La inflación de los precios industriales (excluida la construcción) creció desde el 4,5% en noviembre hasta el 5,3% en diciembre de 2010, excediendo ligeramente las expectativas del mercado. Esta subida se debió, en gran medida, al componente energético, a pesar de un efecto de base a la baja. La inflación de los precios industriales, excluida la energía, registró un aumento de 0,3 puntos porcentuales y se situó en el 3,3%, como consecuencia de los movimientos al alza de los precios de los componentes de bienes intermedios y de bienes de consumo, originados por el ascenso de los precios de las materias primas. En particular, la tasa de variación de los precios industriales de los bienes de consumo se elevó hasta el 1,7%, la tasa más alta alcanzada desde noviembre de 2008, como resultado del incremento de la inflación de los precios de los bienes de consumo no duradero, generado por los precios industriales de los bienes alimenticios. La tasa de variación interanual de este componente volvió a aumentar hasta el 4,9% en diciembre de 2010, desde el 4,2% registrado en noviembre, debido a un repunte de los precios de las materias primas alimentarias. Sin embargo, pese a las fuertes subidas que han experimentado recientemente los precios industriales de los bienes alimenticios, su evolución ha sido moderada en comparación con la registrada en 2007 y aún indica una transmisión limitada del incremento de los precios de

Gráfico 23 Desagregación de los precios industriales

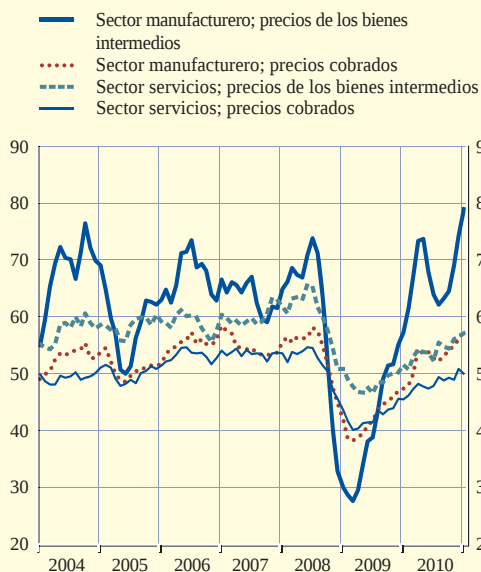
(tasas de variación interanual; datos mensuales)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.
Nota: Los datos se refieren al Euro-17.

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.

las materias primas alimentarias a los precios industriales de los alimentos. La tasa de variación interanual de los precios industriales de los bienes de consumo, excluidos los alimentos y el tabaco, se mantuvo sin cambio en el 0,0% por tercer mes consecutivo, lo cual apunta a la existencia de escasas presiones sobre la inflación subyacente medida por los precios de consumo.

Hasta enero, los indicadores de opinión continuaban señalando un aumento de las presiones sobre los precios a lo largo de la cadena de producción (véase gráfico 24). El índice de directores de compras para enero de 2011 muestra un incremento de los precios en los sectores de manufacturas y servicios, con la excepción de los precios de venta en el sector servicios, que cayeron por debajo de su media histórica de 50. En el mismo mes, el índice de precios de los bienes intermedios del sector manufacturero alcanzó un nuevo máximo histórico de 79,2, mientras que el del sector servicios se situó en 57,2, frente a 56,6 en el mes anterior. Estos incrementos reflejan las acusadas subidas recientes de los precios de las materias primas. El índice de precios de venta volvió a ascender en el sector de manufacturas, pero descendió hasta 49,9 en el sector servicios (tras aumentar hasta 50,8 en diciembre de 2010). Esta disminución por debajo del nivel teórico de 50, que representa la ausencia de cambios, indica que la mayoría de las empresas de servicios siguen señalando caídas en los precios y, por tanto, no pueden trasladar los aumentos de los costes de los bienes intermedios a los clientes. Sin embargo, a principios de 2011, los índices sintéticos de precios de los bienes intermedios y de precios de producción se situaron, por sexto mes consecutivo, en su media histórica o por encima de la misma.

3.3 INDICADORES DE COSTES LABORALES

La evolución de los indicadores de costes laborales del tercer trimestre de 2010 siguió siendo contenida. La información preliminar sobre los salarios negociados correspondiente a los dos primeros meses del

Cuadro 6 Indicadores de costes laborales

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

	2008	2009	2009 III	2009 IV	2010 I	2010 II	2010 III
Salarios negociados	3,3	2,7	2,4	2,2	1,8	1,9	1,4
Costes laborales totales por hora	3,4	2,9	2,9	2,0	1,9	1,6	0,8
Remuneración por asalariado	3,2	1,6	1,6	1,5	1,5	1,9	1,5
<i>Pro memoria:</i>							
Productividad del trabajo	-0,3	-2,3	-1,8	0,1	2,1	2,6	2,1
Costes laborales unitarios	3,5	3,9	3,5	1,4	-0,5	-0,6	-0,5

Fuentes: Eurostat, datos nacionales y cálculos del BCE.

Nota: Los datos se refieren al Euro-17.

cuarto trimestre sugiere que el patrón de moderado crecimiento salarial se mantuvo en dicho trimestre, en línea con la persistente debilidad de los mercados de trabajo.

En el tercer trimestre de 2010, la tasa de crecimiento interanual de los salarios negociados de la zona del euro se redujo al 1,4%, un mínimo histórico desde el inicio de la serie en 1991 (véanse cuadro 6 y gráfico 26).

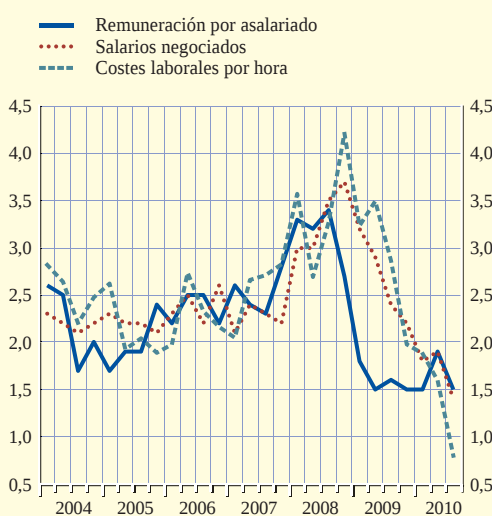
La tasa de crecimiento interanual de los costes laborales por hora de la zona del euro disminuyó desde el 1,6% en el segundo trimestre hasta el 0,8% en el tercer trimestre de 2010, que también constituye el nivel más bajo observado desde el inicio de esta serie en 2001.

En cuanto a la evolución sectorial, la desaceleración del crecimiento de los costes laborales por hora se produjo de forma generalizada en todos los sectores, observándose el descenso más pronunciado en el sector de la construcción. En la industria y los servicios de mercado, el ritmo de crecimiento de estos costes también fue ligeramente más lento que en el trimestre anterior. En conjunto, parece que la tasa de crecimiento de los costes no salariales siguió siendo más elevada que la del componente de sueldos y salarios de la remuneración por asalariado.

La tasa de crecimiento interanual de la remuneración por asalariado disminuyó hasta el 1,5% en el tercer trimestre de 2010, desde el 1,9% del segundo trimestre, debido a la desaceleración tanto del crecimiento de la remuneración por hora como del crecimiento de las horas trabajadas por asalariado. Esta evolución se observó en la mayoría de los países de la zona del euro. Al mismo tiempo, la productividad del trabajo por persona ocupada, que había vuelto a repuntar en el primer trimestre de 2010, siguió creciendo a buen ritmo en el tercer trimestre de 2010. La tasa de crecimiento interanual del 2,1% fue superior a la de la remuneración por asalariado, lo que dio lugar a una disminución del crecimiento interanual de los costes laborales unitarios (-0,5%) por tercer trimestre consecutivo.

Gráfico 25 Indicadores de costes laborales

(tasas de variación interanual; datos trimestrales)

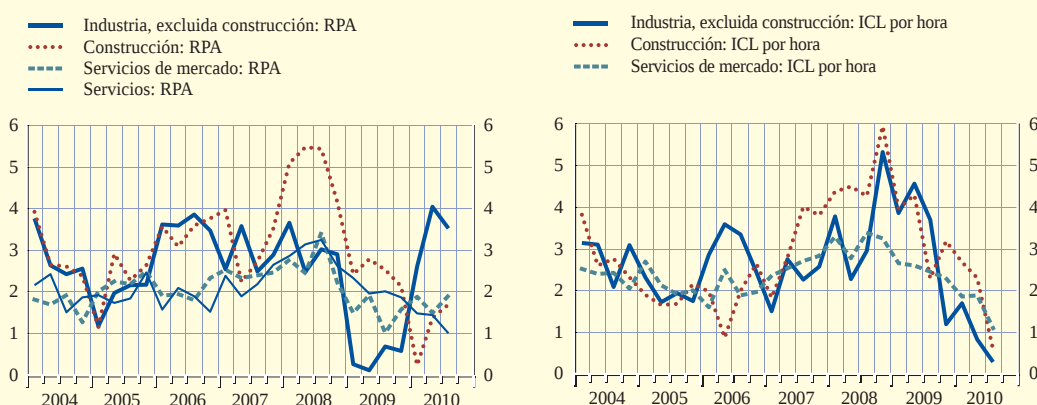


Fuentes: Eurostat, datos nacionales y cálculos del BCE.

Nota: Los datos se refieren al Euro-17.

Gráfico 26 Evolución de los costes laborales por sectores

(tasas de variación interanual; datos trimestrales)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Notas: Los datos se refieren al Euro-17. RPA = remuneración por asalariado; ICL = índice de costes laborales.

3.4 PERSPECTIVAS DE INFLACIÓN

En los próximos meses, las tasas de inflación podrían seguir aumentando temporalmente, manteniéndose con toda probabilidad ligeramente por encima del 2% durante la mayor parte de 2011, antes de volver a moderarse hacia el final del año. En general, existen evidencias continuas de presiones al alza a corto plazo sobre la inflación general, derivadas, principalmente, de los precios de la energía y de las materias primas. Dichas presiones también son visibles en las primeras fases del proceso de producción. Esta evolución no ha afectado por el momento a la valoración de que la evolución de precios se mantendrá en línea con la estabilidad de precios en el horizonte temporal relevante para la política monetaria. Al mismo tiempo, es necesario un seguimiento muy estrecho. Las expectativas de inflación a medio y largo plazo permanecen firmemente ancladas, en consonancia con el objetivo del Consejo de Gobierno de mantener la inflación en tasas inferiores, aunque próximas, al 2% a medio plazo.

La última encuesta del BCE a expertos en previsión económica (véase recuadro 6) muestra que, en relación con la encuesta anterior, los encuestados han revisado al alza las expectativas de inflación para los años 2011 y 2012 y las han situado dentro de los intervalos de las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema para la zona del euro en diciembre de 2010. Las expectativas de inflación a largo plazo (para 2015) se han modificado ligeramente al alza, hasta el 2%.

Los riesgos para las perspectivas de evolución de los precios a medio plazo siguen estando, en general, equilibrados, pero, como ya se indicó en enero, podrían elevarse. Actualmente, los riesgos alcistas están relacionados, en particular, con la evolución de los precios de las materias primas energéticas y no energéticas. Además, los impuestos indirectos y los precios administrados podrían registrar aumentos superiores a los esperados en la actualidad, debido a la necesidad de sanear las finanzas públicas en los próximos años, y las presiones sobre los precios a lo largo de la cadena de producción podrían acrecentarse. Los riesgos bajistas están relacionados, principalmente, con el impacto sobre la inflación de un crecimiento potencialmente menor, debido a la incertidumbre reinante.

Recuadro 6

RESULTADOS DE LA ENCUESTA DEL BCE A EXPERTOS EN PREVISIÓN ECONÓMICA CORRESPONDIENTES AL PRIMER TRIMESTRE DE 2011

Este recuadro presenta los resultados correspondientes al primer trimestre de 2011 de la encuesta a expertos en previsión económica (EPE) realizada por el BCE entre el 14 y el 18 de enero de 2011, en relación con la cual se recibieron 56 respuestas. En esta encuesta se recogen las expectativas de expertos de instituciones financieras y no financieras radicadas en la Unión Europea respecto a la inflación, el crecimiento del PIB real y el desempleo de la zona del euro¹.

Expectativas de inflación para los años 2011 y 2012

Se espera que la inflación se sitúe en el 1,9% en 2011 y en el 1,8% en 2012. En relación con la encuesta anterior, los expertos han revisado al alza sus expectativas de inflación en 0,4 puntos porcentuales para 2011 y en 0,2 puntos porcentuales para 2012 (véase cuadro)². En opinión de los encuestados, estas revisiones al alza obedecen prácticamente en su totalidad al aumento de los precios del petróleo y de otras materias primas, cuyo impacto en la inflación se espera, no obstante, que sea solo de carácter temporal, ya que se prevé que los precios de las materias primas se estabilicen en el transcurso de 2011 y también que el ascenso temporal de los precios de los bienes

1 Dada la diversidad de los encuestados, los resultados agregados de la EPE pueden reflejar un conjunto relativamente heterogéneo de opiniones y supuestos subjetivos.

2 Puede obtenerse información adicional en la dirección del BCE en Internet 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 interanual, salvo indicación en contrario)

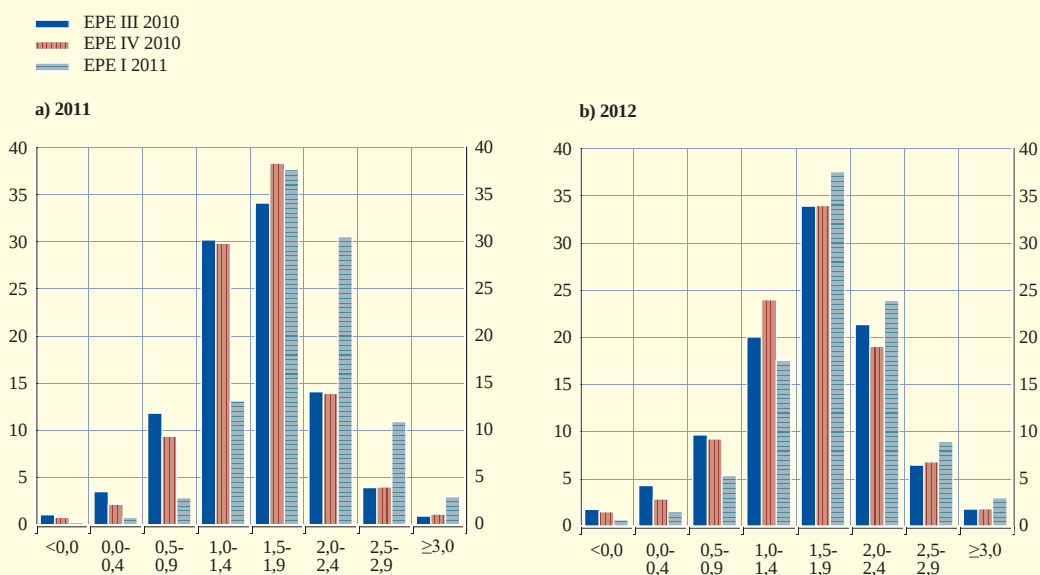
Inflación medida por el IAPC	Horizonte de la encuesta				
	2011	Diciembre 2011	2012	Diciembre 2012	A largo plazo ²⁾
EPE I 2011	1,9	1,8	1,8	1,8	2,0
EPE anterior (IV 2010)	1,5	-	1,6	-	1,9
Proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema	1,3-2,3		0,7-2,3	-	-
Consensus Economics (enero 2011)	1,8	-	1,7	-	2,0
Barómetro de la Zona del Euro (enero 2011)	1,7	-	1,7	-	2,0
Crecimiento del PIB real	2011	III 2011	2012	III 2012	A largo plazo ²⁾
EPE I 2011	1,6	1,4	1,7	1,8	1,9
EPE anterior (IV 2010)	1,5	-	1,7	-	1,8
Proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema	0,7-2,1	-	0,6-2,8	-	-
Consensus Economics (enero 2011)	1,5	1,3	1,6	-	1,7
Barómetro de la Zona del Euro (enero 2011)	1,5	1,3	1,6	1,7	1,9
Tasa de desempleo ¹⁾	2011	Noviembre 2011	2012	Noviembre 2012	A largo plazo ²⁾
EPE I 2011	9,9	9,9	9,6	9,5	8,3
EPE anterior (IV 2010)	10,0	-	9,6	-	8,3
Consensus Economics (enero 2011)	9,9	-	9,6	-	-
Barómetro de la Zona del Euro (enero 2011)	9,9	-	9,6	-	8,6

1) En porcentaje de la población activa.

2) Las expectativas de inflación a largo plazo de la EPE, de Consensus Economics y del Barómetro de la Zona del Euro se refieren a 2015.

Gráfico A Distribución de probabilidad para la inflación media anual en 2011 y 2012 en las últimas encuestas EPE¹⁾

(probabilidad en porcentaje)



Fuente: BCE.

1) Corresponde a la media de las distribuciones de probabilidad individuales asignadas por los expertos en previsión económica.

intermedios se traslade solo parcialmente a los hogares, debido a la actual debilidad de la demanda de consumo.

Estas expectativas se sitúan dentro de los intervalos de las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema en diciembre de 2010. En comparación con las previsiones de enero de 2011 de Consensus Economics y del Barómetro de la Zona del Euro, las expectativas de inflación de la EPE son ligeramente más elevadas para ambos años.

El cuestionario de la EPE solicita también que se evalúe la probabilidad de que la inflación se sitúe dentro de intervalos específicos. En comparación con la encuesta anterior, la distribución de probabilidad agregada para 2011 se ha desplazado hacia cifras más altas. Los encuestados todavía asignan la probabilidad más elevada (38%) al intervalo comprendido entre el 1,5% y el 1,9%, y una probabilidad del 31% al intervalo situado entre el 2% y el 2,4%. La distribución de probabilidad para 2012 también ha pasado a niveles más altos en comparación con la encuesta anterior (véase gráfico A). Las distribuciones de probabilidad individuales muestran que los encuestados consideran que los riesgos para estas previsiones están, en general, equilibrados para 2011 y 2012. En su opinión los principales riesgos alcistas para las perspectivas de inflación son los siguientes: i) inestabilidad de los mercados de materias primas, que podría generar una subida de los precios de las mismas y, posteriormente, una espiral de precios y salarios; ii) aumento de los impuestos y gravámenes y de los precios administrados, como consecuencia de los planes de consolidación fiscal; y iii) exceso de liquidez en los mercados financieros internacionales. Como principales riesgos bajistas para las perspectivas de inflación indican los siguientes: i) reducidas presiones salariales debido a la persistencia de elevadas tasas de desempleo; ii) actividad relativamente moderada y amplia capacidad productiva sin utilizar; y iii) un euro más fuerte, que provocaría una reducción de los precios de importación.

Indicadores de expectativas de inflación a largo plazo

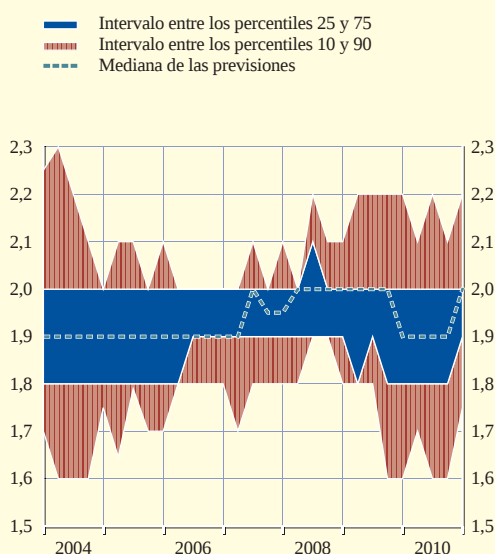
Las expectativas de inflación a largo plazo (para 2015) se han revisado ligeramente al alza, hasta el 2% en promedio (1,95% con dos decimales), frente al 1,9% (1,90% con dos decimales) de la encuesta anterior. La mediana de las estimaciones, que se ve menos afectada por los valores extremos que la estimación media, también ha aumentado desde el 1,9% hasta el 2%. La distribución de las estimaciones se concentra en el intervalo comprendido entre el 1,8% y el 2%, situándose la estimación más frecuente en el 2%. La previsión media está en consonancia con las expectativas de inflación a largo plazo de octubre de 2010 de Consensus Economics y con las de enero de 2011 del Barómetro de la Zona del Euro, ambas para 2015. Por último, la probabilidad asignada a que la inflación a largo plazo se sitúe en el 2% o en un nivel superior se incrementó hasta el 48%, frente al 45% de la EPE anterior.

El desacuerdo que muestran los encuestados en sus expectativas de inflación a largo plazo, medidas por la desviación típica de sus previsiones, ha disminuido ligeramente, pero se mantiene en un nivel relativamente elevado. El diferencial entre los percentiles 25 (1,9%) y 75 (2%) se ha estrechado por primera vez desde el tercer trimestre de 2009, mientras que el observado entre los percentiles 10 y 90 sigue siendo más amplio que el diferencial relativamente reducido observado entre 2005 y 2008 (véase gráfico B). La incertidumbre agregada con respecto a estas expectativas de inflación, medida por la desviación típica de la distribución de probabilidad agregada, ha descendido en relación con el máximo registrado en la encuesta anterior³.

³ Para más información sobre los indicadores de incertidumbre, véase el recuadro titulado «Cómo medir las percepciones de la incertidumbre macroeconómica», *Boletín Mensual*, BCE, enero de 2010.

Gráfico B Previsiones de inflación a largo plazo (2015) de los participantes en la EPE

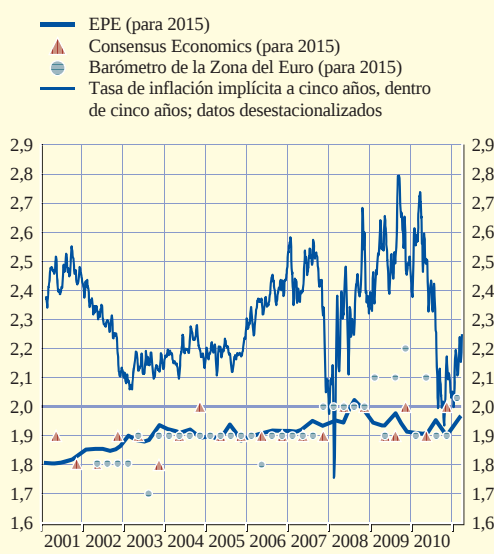
(tasas de variación anual)



Fuente: BCE.

Gráfico C Expectativas de inflación a largo plazo de las encuestas y tasas de inflación implícitas

(tasas medias de variación interanual; medias móviles de cinco días de datos diarios)



Fuentes: Consensus Economics, Barómetro de la Zona del Euro, Reuters y cálculos del BCE.

Las expectativas de los expertos en previsión económica recogidas en esta encuesta son comparables con los indicadores de expectativas de inflación basados en los mercados financieros. Estos últimos cayeron significativamente a lo largo de 2010, pero volvieron a repuntar en diciembre, aunque se han mantenido en niveles acordes con la estabilidad de precios. De hecho, estos indicadores incorporan no solo el nivel esperado de inflación, sino también una prima adicional para compensar a los inversores en renta fija por los riesgos de inflación. En general, son también más volátiles que los indicadores basados en las encuestas, debido a la volatilidad de la citada prima de riesgo de inflación y también a las fluctuaciones en la liquidez existente en los mercados de renta fija, especialmente desde mediados de 2008 (véase gráfico C)⁴. Por lo tanto, se evitará interpretar automáticamente que la volatilidad de estos indicadores sea reflejo de las revisiones de las expectativas de inflación a largo plazo de los participantes en el mercado⁵.

Expectativas de crecimiento del PIB real

Los encuestados esperan ahora que el PIB real de la zona del euro crezca un 1,6% en 2011, lo que supone una revisión al alza (de 0,1 punto porcentual) de su previsión de crecimiento para dicho año recogida en la encuesta precedente. Las expectativas de crecimiento para 2012 se mantienen sin variación en el 1,7% (véase cuadro).

Las expectativas de crecimiento para 2011 y 2012 se sitúan dentro de los intervalos de las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema para la zona del euro en diciembre de 2010 y están ligeramente por encima de las últimas previsiones de Consensus Economics y del Barómetro de la Zona del Euro para 2011 y 2012.

La distribución de probabilidad agregada para 2011 se ha desplazado considerablemente hacia mayores crecimientos, ya que los encuestados asignan ahora una probabilidad del 39% al intervalo comprendido entre el 1,5% y el 1,9%, y una probabilidad inferior (27%) al intervalo comprendido entre el 1% y el 1,4%. Por lo que se refiere a 2012, la distribución de probabilidad agregada también se ha movido en el mismo sentido en comparación con la encuesta anterior, aunque en menor medida, y se concentra igualmente en el intervalo comprendido entre el 1,5% y el 1,9% (véase gráfico D).

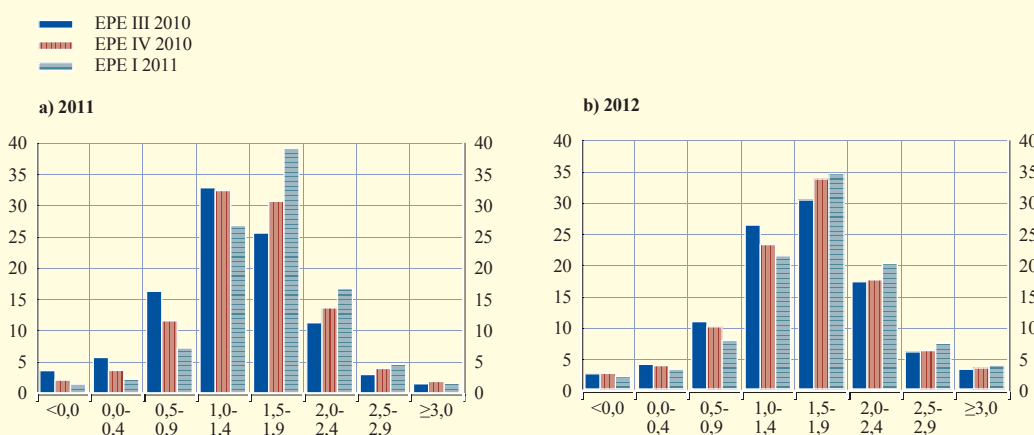
El nivel de incertidumbre respecto a las previsiones de crecimiento del PIB real a un año y a dos años vista no ha variado en relación con la encuesta anterior. Los encuestados consideran que hay riesgos de menores tasas para la previsión media de crecimiento del PIB real tanto para 2011 como para 2012. En su opinión, los principales riesgos para las perspectivas de crecimiento son: i) efectos adversos más intensos derivados de la actual consolidación fiscal y de las posibles medidas adicionales; y ii) el continuo desapalancamiento y consolidación del sector financiero. Con respecto a las probabilidades de mayor crecimiento, varios encuestados hacen referencia a un nuevo fortalecimiento de la demanda interna, tanto de la inversión empresarial como del consumo privado, particularmente en Alemania. Por último, los encuestados tienen opiniones distintas sobre los riesgos para el crecimiento de la economía mundial.

4 Véanse también el artículo titulado «Indicadores de expectativas de inflación de la zona del euro», *Boletín Mensual*, BCE, julio de 2006, y el artículo titulado «Las expectativas de inflación en la zona del euro: análisis de la evolución reciente», en el presente *Boletín Mensual*.

5 Para un análisis más detallado del impacto de la crisis en los mercados financieros sobre los indicadores de expectativas de inflación basados en los mercados, véase el recuadro titulado «Incrementos recientes de los rendimientos reales y sus consecuencias para el análisis de las expectativas de inflación», *Boletín Mensual*, BCE, noviembre de 2008. La evolución reciente de los indicadores de expectativas de inflación basados en los mercados financieros se describe en la sección 2.4 del presente *Boletín Mensual*.

Gráfico D Distribución de probabilidad para el crecimiento medio anual del PIB real en 2011 y 2012 en las últimas encuestas EPE¹⁾

(probabilidad en porcentaje)



Fuente: BCE.

1) Corresponde a la media de las distribuciones de probabilidad individuales asignadas por los expertos en previsión económica.

Las expectativas de crecimiento a largo plazo (para 2015) se han modificado ligeramente al alza, situándose en el 1,9%, en línea con las previsiones del Barómetro de la Zona del Euro (de enero de 2011) y 0,2 puntos porcentuales por encima de las de Consensus Economics (de octubre de 2010). Las distribuciones de probabilidad individuales muestran que los encuestados consideran que existen riesgos para el crecimiento a largo plazo.

Expectativas para la tasa de desempleo en la zona del euro

Las expectativas respecto a la tasa de desempleo para 2011 se han revisado ligeramente a la baja, en 0,1 punto porcentual, y se sitúan en el 9,9%. Las expectativas para 2012 se han mantenido sin variación en el 9,6%. Los encuestados consideran que existen riesgos al alza en las expectativas para 2011 y 2012. Las expectativas a más largo plazo respecto a la tasa de desempleo (para 2015) permanecen sin cambio en el 8,3%, y se considera de nuevo que hay riesgos al alza para estas perspectivas a largo plazo.

Otras variables y supuestos condicionantes

Según otros datos facilitados por los encuestados, estos esperan en general que: i) los precios del petróleo suban desde 91 dólares por barril, aproximadamente, en el primer trimestre de 2011 hasta cerca de 93 dólares por barril en el cuarto trimestre; ii) la tasa media de crecimiento interanual de los salarios se sitúe en el 1,7% en 2011 y aumente progresivamente hasta el 2,3% en 2015; iii) el euro se mantenga, en promedio, en 1,32 dólares entre el primer y el tercer trimestre de 2011 y se aprecie ligeramente, hasta 1,33 dólares, en el cuarto trimestre; iv) el tipo de interés oficial del BCE permanezca estable en torno al 1% hasta el segundo trimestre de 2011 y después se eleve hasta situarse en promedio en el 1,7% en 2012.

4 PRODUCTO, DEMANDA Y MERCADO DE TRABAJO

La actividad económica ha venido registrando una expansión desde mediados de 2009. Tras el aumento del 0,3%, en tasa intertrimestral, del PIB real de la zona del euro en el tercer trimestre de 2010, los últimos datos económicos y la información procedente de las encuestas de opinión confirman el positivo dinamismo subyacente de la actividad económica en la zona del euro.

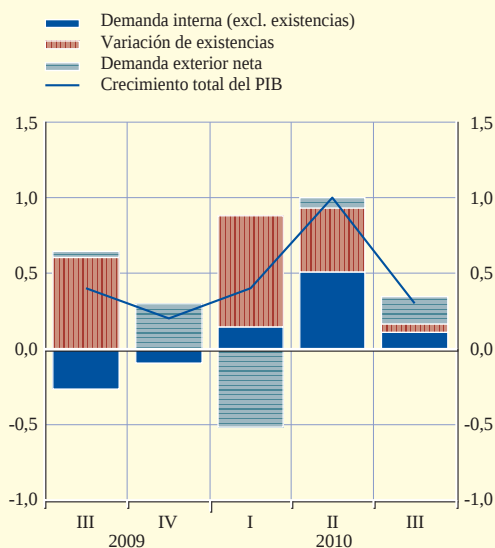
De cara al futuro, se espera que el PIB real de la zona del euro se vea respaldado por la recuperación sostenida a escala mundial. Si se tiene en cuenta el nivel relativamente elevado de la confianza empresarial, la demanda interna del sector privado debería contribuir cada vez más al crecimiento, sustentada en la orientación acomodaticia de la política monetaria y en las medidas adoptadas para mejorar el funcionamiento del sistema financiero. Al mismo tiempo, se prevé que el proceso de ajuste de los balances que se está llevando a cabo en varios sectores modere el ritmo de la recuperación. Como la incertidumbre continúa siendo elevada, los riesgos para las perspectivas económicas siguen tendiendo ligeramente a la baja.

4.1 PIB REAL Y COMPONENTES DE LA DEMANDA

No se dispone de nuevos datos sobre el crecimiento del PIB desde que se publicó el anterior Boletín Mensual. Según la segunda estimación de Eurostat, el PIB real de la zona del euro aumentó un 0,3% en el tercer trimestre de 2010, frente al 1% del trimestre precedente (véase gráfico 27). Los indicadores disponibles apuntan a un crecimiento sostenido en el cuarto trimestre de 2010 y a comienzos de 2011.

Gráfico 27 Crecimiento del PIB real y contribuciones

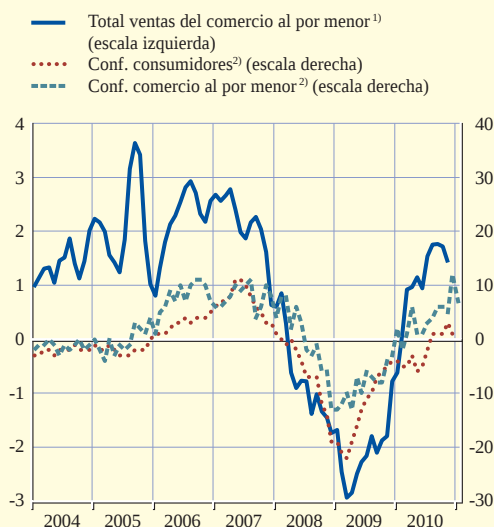
(tasa de crecimiento intertrimestral y contribuciones trimestrales en puntos porcentuales; datos desestacionalizados)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.
Nota: Los datos se refieren al Euro-17.

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.
Notas: Los datos se refieren al Euro-17. A partir de mayo de 2010, los datos de las encuestas de opinión de la Comisión Europea hacen referencia a la clasificación NACE Rev. 2.
1) Tasas de variación interanual; medias móviles de tres meses; datos ajustados por días laborables. Excluido el combustible.
2) Saldos netos; datos desestacionalizados ajustados a la media.

Entre los indicadores disponibles para períodos posteriores al tercer trimestre, las ventas del comercio al por menor, en términos intermensuales, se redujeron en noviembre, tras el crecimiento nulo que se observó en octubre. Si se toman conjuntamente con los datos de las encuestas relativas al sector minorista para diciembre, la tasa de crecimiento intertrimestral de las ventas del comercio al por menor en el cuarto trimestre podría ser muy reducida (véase gráfico 28). Según la encuesta de opinión de la Comisión Europea, la confianza de los consumidores mejoró en el cuarto trimestre de 2010, en comparación con el trimestre anterior, y se situó en un nivel superior a su media a largo plazo. No obstante, en ese mismo trimestre las compras de bienes de consumo duradero se mantuvieron sin cambios en un nivel relativamente bajo. El crecimiento del consumo ha sido algo menor en la fase de recuperación actual que en recuperaciones anteriores (véase recuadro 7).

Recuadro 7

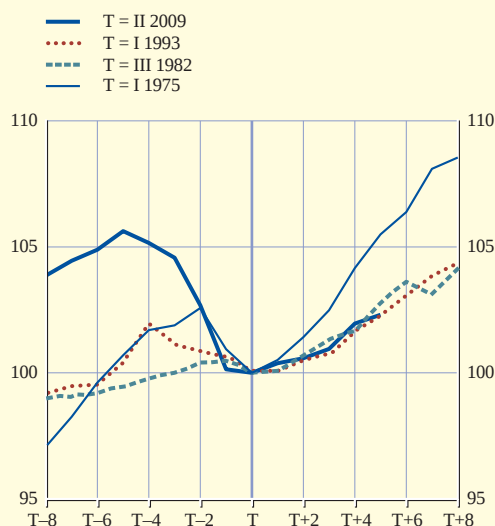
LA ACTUAL RECUPERACIÓN DE LA ZONA DEL EURO EN LOS COMPONENTES DEL GASTO DESDE UNA PERSPECTIVA HISTÓRICA

La actividad económica en la zona del euro ha seguido una senda de recuperación moderada desde el mínimo registrado en el segundo trimestre de 2009, compensándose menos de la mitad de las pérdidas de producción incurridas durante la recesión precedente. En este recuadro se presta una estrecha atención a la evolución de los componentes del gasto durante la recuperación actual y se compara con la de recuperaciones anteriores.

La última recesión fue más acusada y profunda que las recesiones precedentes. En el gráfico A se presenta una comparación de la evolución del PIB en torno al mínimo cíclico alcanzado en el segundo trimestre de 2009 con la observada en las tres recesiones anteriores registradas desde 1970, donde T representa los mínimos respectivos. El gráfico muestra que, si bien la magnitud de la caída del PIB durante la última recesión duplicó la de la segunda recesión más acusada desde 1970 (es decir, la de 1975, posterior a la primera crisis del petróleo), el repunte del PIB cinco trimestres después del mínimo cíclico estuvo entre los más débiles de las cuatro recuperaciones. Sin embargo, el moderado crecimiento observado hasta la fecha es acorde con las experiencias de otras economías después de graves crisis financieras. En el período que sigue a una crisis financiera, la demanda tiende a recuperarse lentamente, debido a la necesidad de efectuar importantes desapalancamientos y ajustes en los balances, mientras que graves perturbaciones en el sector bancario conllevan también restricciones de crédito más prolongadas, que luego obstaculizan la recuperación de la inversión¹.

Gráfico A PIB de la zona del euro en las recuperaciones

(índice T = 100; T representa el mínimo del PIB)



Fuentes: Eurostat, base de datos AWM y cálculos de los expertos del BCE.

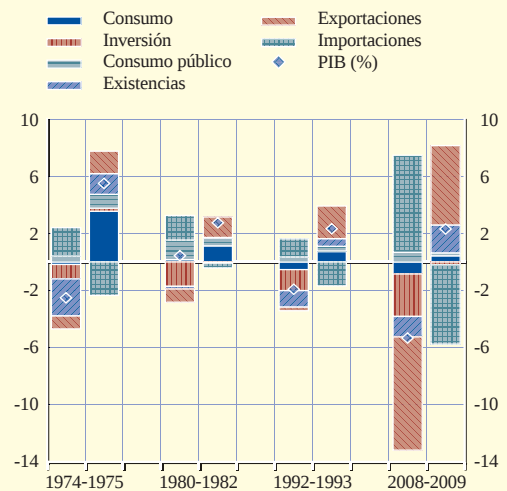
¹ Véase el artículo titulado «La última recesión en la zona del euro en un contexto histórico», *Boletín Mensual*, BCE, noviembre de 2009, y «What's the Damage? Medium-Term Output Dynamics after Financial Crises», capítulo 4, *Perspectivas de la Economía Mundial*, FMI, octubre de 2009.

Una instantánea del crecimiento acumulado del PIB, desagregado por componentes del gasto, cinco trimestres después de los respectivos mínimos de las cuatro recuperaciones (véase gráfico B, barras del lado derecho) pone de manifiesto el hecho de que apenas hay similitud entre la recuperación actual y las anteriores en términos de la desagregación del crecimiento del PIB. Concretamente, la contribución más importante al crecimiento acumulado en la coyuntura actual proviene de la variación de existencias². Aunque, desde una perspectiva histórica, no es inusual que la contribución de las existencias durante una recuperación sea positiva, sí lo es la magnitud y, sobre todo, el momento en que se está produciendo la contribución de las existencias en la recuperación actual. Respecto a este último aspecto, en la recuperación actual las contribuciones positivas de las existencias tuvieron lugar inmediatamente después del mínimo cíclico y su magnitud fue considerable; sin embargo, en las recuperaciones anteriores, no empezaron a observarse hasta más de un año después del mínimo. Estas prontas contribuciones positivas, resultado de la desaceleración del ritmo de desacumulación de existencias³, sugieren que este ritmo registró su máximo nivel durante el mínimo cíclico. Posiblemente, las empresas consideraron que este nivel era excesivo y lo redujeron posteriormente. El elevado ritmo de desacumulación de existencias durante la recesión estuvo determinado en gran medida por el acusado endurecimiento de las condiciones de financiación, que obligó a las empresas a reducir existencias para mantener el flujo de caja, así como por el efecto moderador de la aparente caída de la demanda. Efectivamente, el nivel de desacumulación durante el último mínimo cíclico fue significativamente más elevado que los observados anteriormente. La información reciente indica una cierta reposición de existencias desde comienzos de 2010.

Otra característica distintiva de la actual recuperación con respecto a recuperaciones anteriores es la contribución relativamente reducida efectuada por el consumo privado. A pesar de que la contracción observada en la recesión más reciente ha sido mucho más profunda que en recesiones precedentes (véase gráfico B, barras del lado izquierdo), el consumo privado ha aumentado solo ligeramente desde el mínimo observado en el segundo trimestre de 2009, siendo su contribución al crecimiento acumulado la menor de las cuatro recuperaciones. Por lo tanto, aunque es el segundo factor más importante en influir en el crecimiento acumulado después de la variación de existencias, el consumo privado puede identificarse como factor fundamental en la determinación de la modesta recuperación actual del PIB en relación con las recuperaciones anteriores. Este hecho puede explicarse en gran medida por la evolución prácticamente plana de la renta real agregada, que está relacionada con la

Gráfico B Instantánea del crecimiento acumulado del PIB y su desagregación desde el máximo al mínimo cíclicos (barras de la izquierda) y cinco trimestres después del mínimo (barras de la derecha)

(contribuciones acumuladas en puntos porcentuales; salvo indicación en contrario)



Fuentes: Eurostat, base de datos AWM y cálculos de los expertos del BCE.

Notas: Las fechas de los respectivos máximos cíclicos del PIB son el tercer trimestre de 1974, el primer trimestre de 1980, el primer trimestre de 1992 y el primer trimestre de 2008. Las fechas de los respectivos mínimos cíclicos del PIB son el primer trimestre de 1975, el tercer trimestre de 1982, el primer trimestre de 1993 y el segundo trimestre de 2009.

² Cabe observar que es necesario ser cautos al interpretar la variación de existencias, ya que es el componente del gasto menos fiable.

³ Hay que tener en cuenta que no es la propia variación trimestral de existencias la que afecta al crecimiento trimestral del PIB, sino su tasa de variación. Así pues, una contribución positiva de las existencias al crecimiento del PIB podría proceder bien de un cambio más lento en la desacumulación de existencias o bien de una intensificación de la acumulación de *stocks*.

gravedad de la recesión en su conjunto. Además, el gasto en consumo también se vio frenado por un aumento del ahorro por motivos de precaución, como consecuencia de la incertidumbre en torno a las perspectivas de la renta futura. Por el contrario, durante las recesiones y recuperaciones anteriores la ratio de ahorro cayó, como parte de un descenso a largo plazo en el que la ratio de ahorro de los hogares cayó alrededor de 15 puntos porcentuales desde mediados de los años setenta a comienzos de los años dos mil. No obstante, la evolución reciente tanto de la renta real agregada como de la tasa de ahorro sugiere que es de esperar que se produzca un nuevo crecimiento del consumo privado en el corto plazo.

El tercer factor que está contribuyendo al crecimiento en la coyuntura actual es el consumo público, que, por lo general, en recuperaciones anteriores también ha contribuido positivamente al crecimiento, aunque ha desempeñado un papel menos importante durante la recuperación actual que en las precedentes.

Una característica que comparten todas las recuperaciones es el papel habitualmente tan limitado desempeñado por la inversión total. Tras las recesiones, las empresas suelen contar con una cierta capacidad productiva sin utilizar, que probablemente emplean antes de acometer nuevas y significativas inversiones. Efectivamente, en la recesión actual se observó una considerable caída de la utilización de la capacidad productiva. Además, la elevada incertidumbre, la escasa confianza y las restrictivas condiciones de financiación han frenado aún más la inversión. El persistente endurecimiento de las condiciones de concesión de créditos y la contracción de la demanda también han hecho que la contribución de la inversión fuera bastante moderada durante la fase de recuperación. Asimismo, los prolongados descensos observados en la inversión en construcción, principalmente en aquellos países que habían registrado anteriormente un boom inmobiliario, también han contenido el crecimiento de la inversión en este ciclo económico. De cara al futuro, los últimos datos procedentes de encuestas y las cifras sobre las tasas de utilización de la capacidad productiva sugieren una continua reactivación de la inversión total en la zona del euro⁴.

En comparación con ciclos anteriores, las variables relacionadas con el comercio han mostrado una evolución más marcada en este ciclo, tanto en su ajuste a la baja durante la recesión como en su repunte durante la recuperación. La acusada contracción de la demanda exterior tras la intensificación de la crisis financiera internacional constituyó el principal factor que influyó en el colapso del comercio mundial y de la zona del euro. No obstante, tanto las importaciones como las exportaciones se recuperaron de manera pronunciada, sobre todo a raíz del vigoroso repunte del sector manufacturero y de los distintos planes de apoyo público que se introdujeron en muchas economías, como los planes de sustitución de automóviles. Sin embargo, la contribución de la demanda exterior neta al crecimiento del PIB ha sido prácticamente nula en esta recuperación, lo que está básicamente en línea con experiencias anteriores, cuando, en general, la contribución de esta variable fue positiva, aunque bastante modesta.

En resumen, en comparación con recuperaciones anteriores, la recuperación actual de la actividad observada a partir del mínimo cíclico de 2009 ha sido relativamente moderada. Ello es coherente con resultados anteriores, que han sugerido que las economías tienden a recuperarse gradualmente después de que se produzca una grave perturbación en el sistema financiero, como la registrada en los tres últimos años, debido principalmente al consumo privado y a la inversión en un contexto de restricción de los flujos crediticios. Sin embargo, una comparación de la composición del crecimiento también indica que esta recuperación es diferente de las anteriores en varios aspectos. Hasta la fecha,

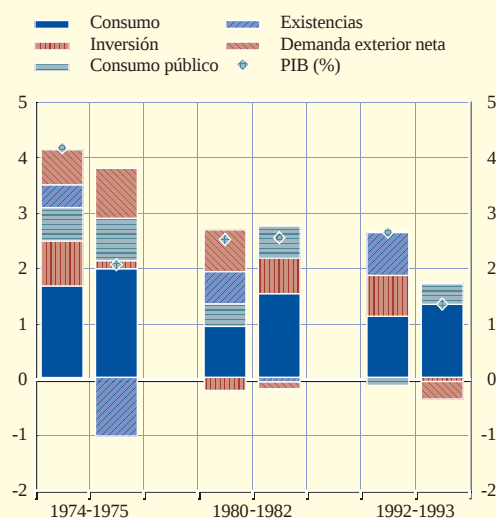
4 Véase el recuadro 8 titulado «Perspectivas de inversión en la zona del euro: valoración basada en los datos de encuestas y de utilización de la capacidad productiva», en el presente Boletín Mensual.

esta recuperación ha dependido mucho más de la dinámica de las existencias que las recuperaciones previas. El crecimiento de la demanda interna ha sido débil, siendo el crecimiento del consumo relativamente moderado, en comparación con anteriores recesiones en la zona del euro.

De cara al futuro, se espera que la actividad de la zona del euro siga recuperándose gradualmente. La experiencia sugiere que, a medida que las recuperaciones se fortalecen y se arraigan, suele haber una mayor dependencia de los factores internos que determinan el crecimiento (véase gráfico C, que presenta la evolución dos y tres años después de los mínimos cíclicos respectivos). En este sentido, según la evolución esperada es probable que la senda de recuperación de la zona del euro se acerque más a la seguida en episodios de recuperación anteriores. Así pues, si bien se espera que la recuperación de la economía mundial sostenga la demanda de exportaciones de la zona del euro, también se prevé que se incremente la demanda interna del sector privado y contribuya de forma creciente a la dinámica de crecimiento de la zona del euro.

Gráfico C Desagregación del gasto del crecimiento anual del PIB en el segundo año (barras de la izquierda) y en el tercer año (barras de la derecha) después del mínimo cíclico

(contribuciones anuales en puntos porcentuales; salvo indicación en contrario)



Fuentes: Eurostat, base de datos AWM y cálculos de los expertos del BCE.

Nota: Las fechas de los respectivos mínimos cíclicos del PIB son el primer trimestre de 1975, el tercer trimestre de 1982 y primer trimestre de 1993.

En lo que se refiere al primer trimestre de 2011, solo se dispone de información muy limitada sobre el consumo privado. En enero, el indicador de confianza de los consumidores de la Comisión Europea se mantuvo inalterado, ligeramente por encima de su media a largo plazo. El indicador de compras de bienes de consumo duradero correspondiente a la misma encuesta aumentó en enero, pero permaneció en niveles relativamente reducidos. Los indicadores de opinión de las ventas del comercio al por menor de enero ofrecen señales contradictorias, y mientras que el índice de directores de compras se incrementó hasta 55,8, nivel coherente con un crecimiento positivo de las ventas minoristas, el indicador de la Comisión Europea correspondiente a la misma variable se redujo.

La formación bruta de capital fijo disminuyó un 0,3%, en tasa intertrimestral, en el tercer trimestre de 2010, tras un fuerte incremento del 1% en el trimestre anterior, lo que se debió, en parte, a factores de índole temporal. El detalle de la inversión en el tercer trimestre 2010 muestra un descenso de la inversión en construcción y un avance de la inversión, excluida la construcción.

Los indicadores disponibles sugieren que la inversión en la zona del euro siguió siendo débil en el cuarto trimestre de 2010. En noviembre, la producción de la construcción disminuyó. En octubre y noviembre, se situó, en promedio, cerca de un 1% por debajo del nivel alcanzado en el tercer trimestre de 2010, cuando se redujo un 3,3%, en tasa intertrimestral. La producción de bienes de equipo, un indicador de la inversión futura, excluida la construcción, registró un nuevo aumento en noviembre. En octubre y noviembre, se situó, en promedio, alrededor de un 3% por encima del nivel observado en el tercer trimestre. La confianza industrial mejoró en el cuarto trimestre con respecto al tercero y siguió

mostrando señales positivas en enero, con un incremento adicional del índice de directores de compras relativo al producto y del indicador de confianza industrial de las encuestas de la Comisión Europea. Además, la utilización de la capacidad productiva volvió a registrar un alza en enero, con respecto a octubre, según las encuestas de la Comisión Europea, elevándose hasta un nivel ligeramente inferior a su media a largo plazo (véase recuadro 8). El número de encuestados que manifestó que la demanda insuficiente era un factor que limitaba la producción ha seguido disminuyendo considerablemente durante este período, mientras que las restricciones de demanda derivadas de la falta de equipo o de espacio han tenido una influencia mayor. Además, los participantes en la encuesta sobre préstamos bancarios informaron de que en el cuarto trimestre de 2010 se produjo una nueva desaceleración en el endurecimiento de los criterios de concesión de crédito a empresas, con respecto al tercer trimestre (véase recuadro 3 de la sección 2.1). En resumen, se espera que la inversión mantenga su senda de recuperación, lo que está en línea con los resultados de la encuesta de inversión de la Comisión Europea de otoño de 2010.

Recuadro 8

PERSPECTIVAS DE INVERSIÓN EN LA ZONA DEL EURO: VALORACIÓN BASADA EN DATOS DE ENCUESTAS Y DE UTILIZACIÓN DE LA CAPACIDAD PRODUCTIVA

Tras descender durante ocho trimestres consecutivos desde el segundo trimestre de 2008, y de caer un total de 11,3% en 2009, la formación bruta de capital fijo de la zona del euro se redujo de manera menos acusada en 2010. A pesar de la mejora general de la actividad económica en la zona del euro, los bajos niveles de utilización de la capacidad productiva, que seguían situándose por debajo de su media a largo plazo hasta el primer trimestre de 2011, contribuyeron a una desaceleración de la recuperación de la inversión al reducir los incentivos de las empresas a renovar su capital fijo. Sin embargo, al crecer gradualmente las tasas de utilización de la capacidad productiva y recuperarse rápidamente en algunos países, ramas de actividad, empresas y fábricas, es posible que dichos obstáculos estén desapareciendo¹.

Además de las encuestas de opinión mensuales y trimestrales, la Comisión Europea lleva a cabo, en la primavera y el otoño de cada año, una detallada encuesta de inversión entre las empresas del sector manufacturero. En este recuadro se presenta una valoración de las perspectivas de inversión en 2011, basada en las últimas encuestas y resultados sobre la utilización de la capacidad productiva².

En el pasado, los resultados de las encuestas de inversión han indicado de manera coherente y correcta la dirección de las variaciones en la formación bruta de capital fijo —señalando especialmente las importantes desaceleraciones observadas en la inversión, excluida la construcción, en 1993, 2002 y 2009— aunque no siempre proporcionaban estimaciones puntuales exactas sobre la inversión total para el año siguiente, según las cifras ofrecidas por la contabilidad nacional. No obstante, si se considera también el saldo de las expectativas relativas a los principales factores que influyen en la inversión

1 Véase el recuadro titulado «Recuperación de la utilización de la capacidad productiva en la zona del euro», *Boletín Mensual*, BCE, octubre de 2010.

2 La encuesta de inversión de la Comisión Europea se describe en el recuadro 5, *Boletín Mensual*, BCE, marzo de 2007 y en el recuadro 8, *Boletín Mensual*, BCE, marzo de 2008. Los últimos resultados relativos a la zona del euro se publicaron el 29 de noviembre de 2010. Esta encuesta fue la primera en utilizar la nueva clasificación de actividades económicas NACE Rev. 2 (los datos anteriores se refieren a la antigua clasificación NACE Rev. 1.1). Este cambio de clasificación podría haber introducido una ruptura estructural en los datos de la encuesta; sin embargo, cabe observar que, como las diferencias entre la antigua y la nueva clasificación son relativamente escasas a nivel agregado, el posible tamaño de la ruptura es reducido.

(sobre todo, la demanda) y el cuadro completo que ofrece la estructura de la inversión (especialmente, el porcentaje de ampliación de la inversión), las previsiones de las empresas logran predecir bastante bien la evolución de la inversión en la zona del euro.

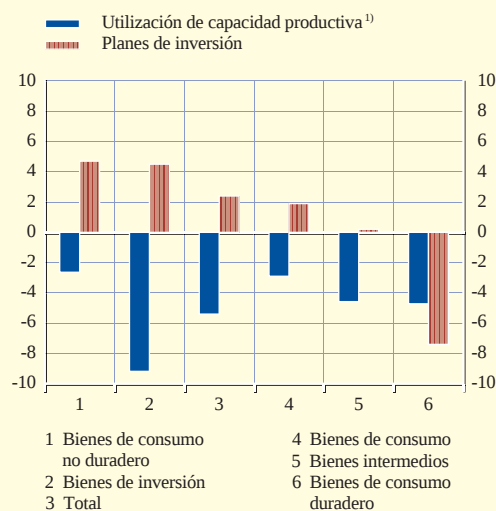
Según las empresas encuestadas, los planes de inversión para 2011 muestran un crecimiento interanual en la zona del euro, en términos reales, del 2,4%. Este crecimiento es consecuencia tanto de las continuas mejoras observadas en los países que ya registraban relativamente buenos resultados en 2010 como de los sólidos repuntes en la mayor parte de los demás países. En general, solo en algunos países las empresas pronostican una tasa negativa para los planes de inversión en 2011, lo que cabe atribuir, en particular, a la incertidumbre en torno a las condiciones de financiación y, en algunos casos, a la desaparición gradual de factores temporales que habían respaldado la formación bruta de capital fijo en 2010. Como consecuencia de esta evolución, la heterogeneidad observada entre los países en cuanto a las expectativas de inversión, medidas por la variación de los planes, se ha mantenido en los niveles relativamente elevados registrados en la encuesta de otoño de 2009

Se dispone de datos sectoriales en términos nominales: el resultado total previsto para la zona del euro en 2011, cifrado en el 3,9%, es consecuencia de las positivas expectativas de los productores de bienes de inversión (4,5%), mientras que los productores de bienes de consumo prevén un aumento del 1,9%, y se espera que la formación de capital se mantenga prácticamente estable en el caso de los productores de bienes intermedios (0,2%). Los favorables resultados del sector del consumo enmascaran un debilitamiento de los planes de inversión de los productores de bienes de consumo duradero (7,4%), que el sólido incremento observado en los bienes de consumo no duradero (4,7%) compensa con creces. En general, estas previsiones prácticamente son reflejo de los últimos datos sobre la utilización de la capacidad productiva, disponibles a nivel sectorial únicamente hasta el primer semestre del año pasado (véase gráfico A)³. En el segundo trimestre de 2010, la tasa de utilización de la capacidad productiva se encontraba todavía considerablemente por debajo de su media a largo plazo tanto en los bienes de inversión como en los bienes de equipo. Sin embargo, las tasas a las que se recuperaron ambas ramas de actividad (sobre todo, la de bienes de inversión) fueron las más rápidas. El supuesto de que dicha dinámica continuó en la segunda mitad de 2010 ayuda a conciliar los datos presentados en el gráfico A.

Entre los factores que influyen en las decisiones de inversión, el saldo positivo más elevado (31%) lo registraron los factores técnicos, que, en el pasado, también se han considerado un determinante

Gráfico A Utilización de la capacidad productiva y crecimiento de los planes de inversión para 2011 por principales ramas de actividad

(porcentajes; tasas de variación interanual)



Fuentes: Encuesta de inversión y encuesta de opinión de las manufacturas de la Comisión Europea.

Notas: Datos sobre utilización de la capacidad productiva hasta el segundo trimestre de 2010. Los sectores están ordenados según el crecimiento esperado de la inversión en términos nominales.

1) Diferencia con respecto a la media a largo plazo.

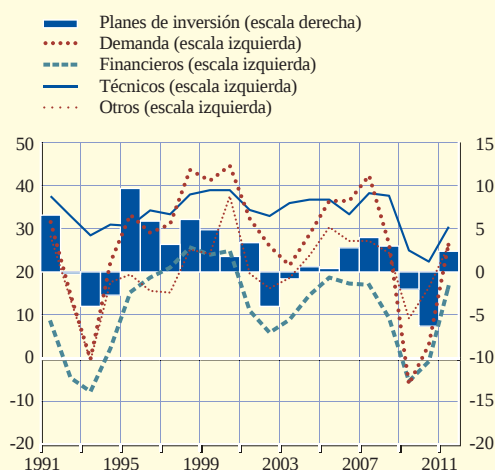
3 Según la Comisión Europea, continúa la migración a la NACE Rev. 2. Se espera que a finales de febrero de 2011 se hagan públicos datos provisionales por sectores, mientras que se dispondrá de las series totalmente validadas en el otoño de 2011.

fundamental de la inversión (véase gráfico B). Sin embargo, los factores de demanda muestran el repunte más intenso, pasando el saldo del 3% en las opiniones sobre 2010 manifestadas en la encuesta de otoño de 2009, hasta el 27% en las opiniones sobre 2011 manifestadas en la encuesta de otoño de 2010. La disponibilidad de recursos financieros también registra una importante mejora, que alcanza el 17% con respecto al saldo negativo del año anterior. El incremento de la demanda esperada como factor impulsor de la inversión es especialmente acusado entre los productores de bienes de inversión, con un alza de 41 puntos porcentuales, más del doble del aumento indicado por los productores de bienes intermedios (16 puntos porcentuales), mientras que las expectativas de los productores de bienes de consumo muestran escasas mejoras, pese al fuerte incremento registrado en el sector de bienes de consumo duradero. Los productores de bienes de inversión y de bienes intermedios consideran que las condiciones financieras y los beneficios esperados se están recuperando de manera especialmente pronunciada (véase gráfico C).

En lo que se refiere a la estructura de las inversiones planificadas para 2011, en términos de porcentajes que suman el 100%, el componente más importante se espera que se dedique a reposiciones (30%, un porcentaje inferior al señalado en la encuesta de otoño de 2009), el 28% del nuevo capital fijo irá destinado a la ampliación de la capacidad productiva, lo que constituye un fuerte incremento con respecto al año anterior, el 24% corresponde a la racionalización de la producción, y el restante 18% de la inversión planeada se debe a otras razones (véase gráfico D).

Gráfico B Factores que influyen en la inversión

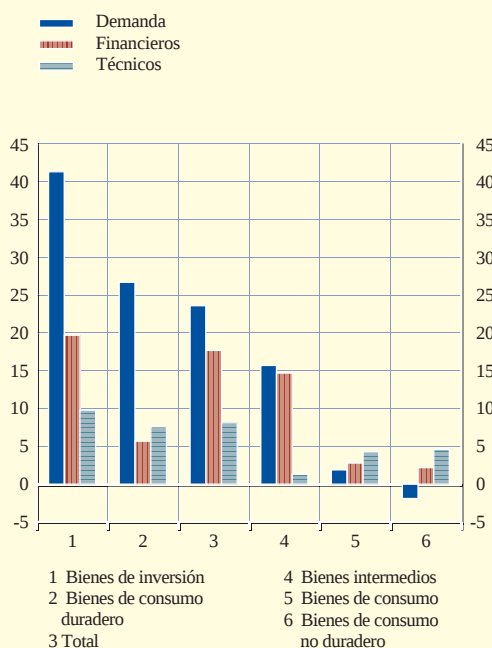
(porcentajes; tasas de variación interanual)



Fuente: Encuesta de inversión de la Comisión Europea.
Nota: Las preguntas de la encuesta sobre los factores son de carácter cualitativo, los datos se expresan en saldos netos; los planes de inversión se expresan en términos reales.

Gráfico C Cambios en las opiniones sobre los factores que afectan a los planes de inversión

(porcentajes; 2011 frente a 2010)



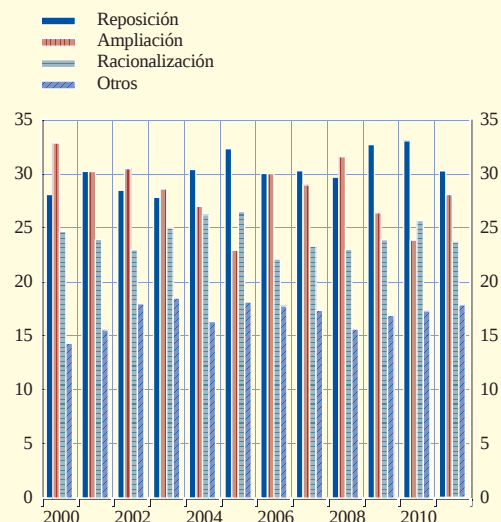
Fuente: Encuesta de inversión de la Comisión Europea.
Nota: Los sectores están ordenados según las variaciones de la demanda.

En general, el notable y positivo crecimiento de los planes de inversión, el sólido incremento de la demanda como factor de acumulación de capital, el crecimiento del porcentaje destinado ampliar la inversión con respecto a la encuesta anterior y la constante recuperación de la utilización de la capacidad productiva sugieren la continúa reactivación de la inversión total en la zona del euro en 2011. Lo anterior sería acorde con las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema para la zona del euro, que indican un intervalo en las tasas de variación para la formación bruta de capital fijo comprendido entre el 0,5% y el 3,1% en 2011, y con la previsión de otoño de la Comisión Europea, que pronostica una subida del 2,2%⁴.

4 Para más detalles sobre las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema, véase *Boletín Mensual*, BCE, diciembre de 2010.

Gráfico D Estructura de la inversión

(porcentaje)



Fuentes: Encuesta de inversión de la Comisión Europea y cálculos del BCE.
Nota: La suma de los porcentajes es igual a 100.

En lo que se refiere a la evolución del comercio, tanto las exportaciones como las importaciones, ambas en términos reales, siguieron creciendo en octubre de 2010, aunque a un ritmo más lento. Sin embargo, los últimos datos de Eurostat, disponibles hasta noviembre, sugieren que el comercio total de la zona del euro, en términos nominales, continuó aumentando en el cuarto trimestre de 2010 a un ritmo ligeramente más rápido, en promedio, que en el tercer trimestre. Como la actividad económica a escala mundial sigue recuperándose y como se prevé que la demanda exterior registre un repunte, es probable que las exportaciones de la zona del euro sigan una tendencia similar. El índice de directores de compras relativo a la cartera de pedidos exteriores del sector manufacturero se ha recuperado en los últimos meses, y se sitúa en 57,5 en enero de 2011, señalando un nuevo crecimiento a corto plazo de las exportaciones de la zona del euro a países no pertenecientes a ella.

Las existencias realizaron una pequeña contribución positiva al crecimiento intertrimestral del PIB en el tercer trimestre de 2010, tras haber contribuido significativamente en el primer y segundo trimestres del año. El nivel de existencias actual sugiere que se ha producido una cierta reposición de existencias desde el comienzo de 2010, después de la desacumulación a gran escala que se observó durante la recesión. De cara al futuro, tanto las encuestas como la evidencia anecdótica indican que la contribución de las existencias al crecimiento del PIB de la zona del euro podría ser ligeramente negativa en el cuarto trimestre. No obstante, existe cierta incertidumbre estadística en la manera en la que se estima esta variable.

4.2 PRODUCTO, OFERTA Y MERCADO DE TRABAJO

Como se informó en el anterior Boletín Mensual, el valor añadido real aumentó un 0,3%, en tasa intertrimestral, en el tercer trimestre de 2010, tras una subida del 0,8% en el trimestre precedente. Mientras

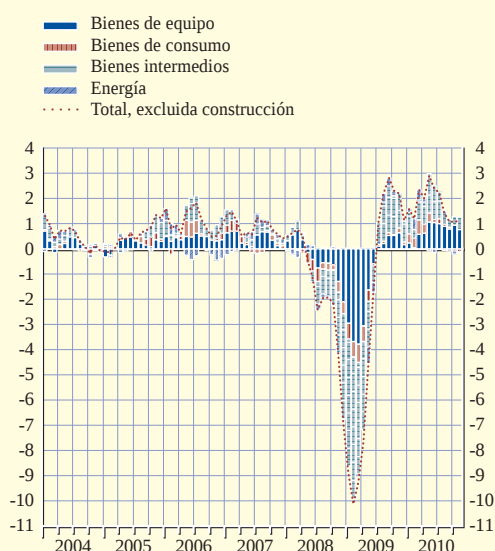
que la actividad industrial (excluida la construcción) y los servicios crecieron un 0,4%, el valor añadido de la construcción se redujo.

Con respecto a la evolución posterior al tercer trimestre de 2010, en octubre y noviembre la producción industrial (excluida la construcción) aumentó en promedio hasta un 1,5%, aproximadamente, por encima del nivel observado en el tercer trimestre (véase gráfico 29). En esos dos meses, los nuevos pedidos industriales (excluido el material de transporte pesado) también se incrementaron, en promedio, hasta algo más del 1% por encima del nivel observado en el tercer trimestre.

La información procedente de las encuestas apunta a que la expansión de la actividad económica continuó más allá del tercer trimestre de 2010. El índice de directores de compras relativo a la producción del sector manufacturero experimentó un avance en el cuarto trimestre con respecto al tercero, y mejoró de nuevo en enero. Se situó en un nivel de 59,4, lo que indica que el crecimiento de la actividad en este sector siguió siendo sólido (véase gráfico 30). En lo que respecta a la rama de servicios, el índice de directores de compras relativo a la actividad comercial se redujo en el cuarto trimestre, pero se incrementó en enero de 2011. La estimación de avance del índice de directores de compras se situó en un nivel de 55,2 en enero, confirmando que la actividad ha seguido recuperándose en ese sector. Otras encuestas de opinión, como las de la Comisión Europea, corroboran la estimación de la encuesta a los directores de compras y sugieren que la economía siguió creciendo en el cuarto trimestre de 2010.

Gráfico 29 Crecimiento de la producción industrial y contribuciones

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

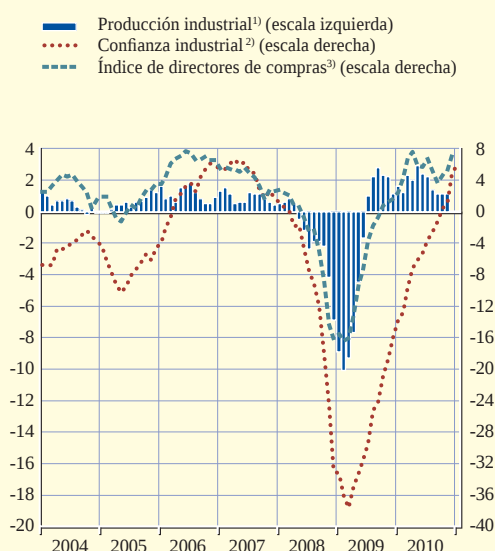


Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Notas: Los datos se refieren al Euro-17. 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 e índice de directores de compras

(datos mensuales; desestacionalizados)



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

Notas: Los datos se refieren al Euro-17. Los datos de las encuestas se refieren a las manufacturas. A partir de mayo de 2010, los datos de las encuestas de opinión de la Comisión Europea hacen referencia a la clasificación NACE Rev. 2.

1) Tasas de variación intertrimestral.

2) Saldos netos.

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

Cuadro 7 Crecimiento del empleo

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

	Personas					Horas				
	Tasas interanuales		Tasas intertrimestrales			Tasas interanuales		Tasas intertrimestrales		
	2008	2009	2010 I	2010 II	2010 III	2008	2009	2010 I	2010 II	2010 III
Total de la economía	0,8	-1,9	0,0	0,1	0,0	0,6	-3,4	0,1	0,3	0,1
Del cual:										
Agricultura y pesca	-1,8	-2,2	0,0	-1,1	-0,2	-2,0	-2,6	-1,2	-0,2	-0,7
Industria	-0,7	-5,8	-0,9	-0,3	-0,6	-1,0	-8,7	-0,4	0,4	-0,1
Excluida la construcción	0,0	-5,4	-0,8	-0,3	-0,4	-0,5	-9,0	-0,1	0,6	0,5
Construcción	-2,1	-6,7	-1,0	-0,3	-1,1	-1,8	-8,2	-1,0	0,0	-1,2
Servicios	1,4	-0,5	0,3	0,3	0,2	1,4	-1,4	0,4	0,3	0,3
Comercio y transporte	1,2	-1,8	-0,1	-0,1	0,0	0,9	-2,7	0,0	0,0	0,1
Finanzas y empresas	2,1	-2,1	0,5	1,0	0,3	2,5	-3,4	0,2	0,9	0,5
Administración pública ¹⁾	1,2	1,4	0,5	0,2	0,2	1,4	1,0	0,8	0,2	0,3

Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Nota: Los datos se refieren al Euro-17.

1) Incluye también educación, salud y otros servicios.

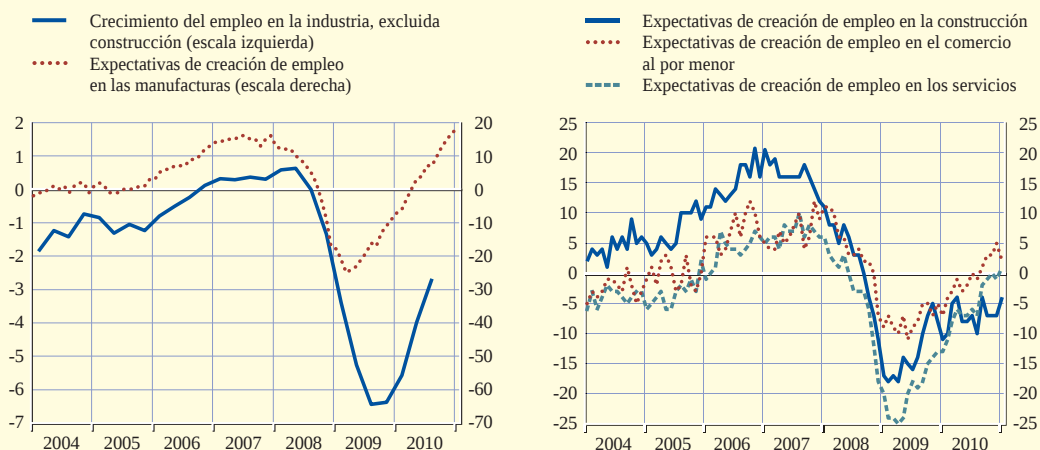
MERCADO DE TRABAJO

La situación de los mercados de trabajo de la zona del euro ha seguido estabilizándose en los últimos meses. No se disponen de nuevos datos de empleo desde el Boletín Mensual anterior. El número de personas ocupadas en la zona del euro fue prácticamente estable, en términos trimestrales, en cada uno de los tres primeros trimestres de 2010. Ello supone una mejora respecto al acusado descenso del empleo, en términos intertrimestrales, observado en 2009. Las horas trabajadas, que se redujeron mucho más que las cifras de empleo durante la recesión, aumentaron con moderación en los tres trimestres.

A nivel sectorial, el empleo creció en los servicios, pero disminuyó en la industria (excluida la construcción) y en la agricultura (véanse cuadro 7 y gráfico 31). No obstante, las horas trabajadas se recuperaron

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.

Notas: Los datos se refieren al Euro-17. Los saldos netos están ajustados a la media. A partir de mayo de 2010, los datos de las encuestas de opinión de la Comisión Europea hacen referencia a la clasificación NACE Rev. 2.

Gráfico 32 Productividad del trabajo

(tasas de variación interanual)

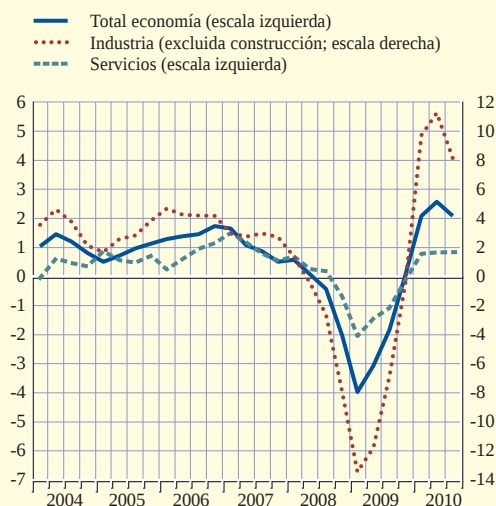
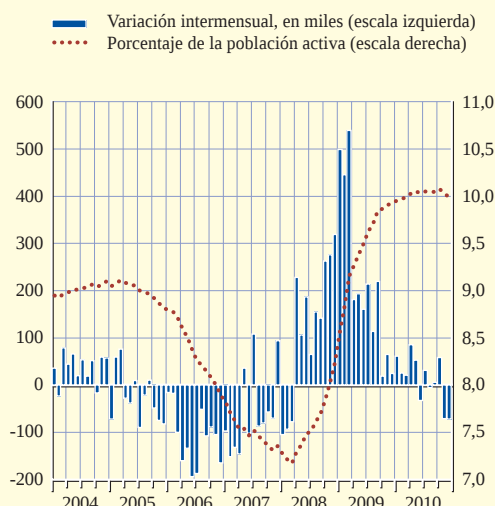

 Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.
 Nota: Los datos se refieren al Euro-17.

Gráfico 33 Desempleo

(datos mensuales desestacionalizados)


 Fuente: Eurostat.
 Nota: Los datos se refieren al Euro-17.

también en la industria (excluida la construcción). Gran parte del descenso observado en 2009 en las horas totales trabajadas se produjo a través de reducciones en las cuentas de horas individuales más que en el empleo. Como resultado, hasta el momento la recuperación ha tenido un efecto más positivo en lo que se refiere a las horas trabajadas.

Las pérdidas de empleo observadas en los últimos trimestres, junto con la recuperación del crecimiento del producto en la zona del euro, han contribuido al positivo crecimiento de la productividad. En términos interanuales, la productividad agregada de la zona del euro creció un 2,1% en el tercer trimestre de 2010, frente al 2,6% del trimestre anterior (véase gráfico 32). La productividad por hora trabajada creció un 1,3% en el tercer trimestre, frente al 1,8% del trimestre anterior. Por lo que respecta a la evolución sectorial, la productividad aumentó de forma pronunciada en la industria (excluida la construcción), y mejoró de manera más gradual en la rama de servicios.

La tasa de desempleo de la zona del euro se situó en el 10% en diciembre, sin cambios con respecto al mes anterior, tras una ligera revisión a la baja. La tasa de paro fue del 10% en el conjunto del cuarto trimestre, la misma que en el tercero (véase gráfico 33). De cara al futuro, los indicadores de opinión mejoraron en el cuarto trimestre de 2010, aumentando nuevamente en enero la mayoría de los indicadores, lo que sugiere una estabilización adicional del desempleo en la zona del euro en los próximos meses. Lo anterior está en línea con una revisión a la baja de las cifras de paro esperadas para 2011 en la encuesta a expertos en previsión económica (véase recuadro 6 en la sección 3).

4.3 PERSPECTIVAS DE LA ACTIVIDAD ECONÓMICA

De cara al futuro, los últimos datos estadísticos y las encuestas recientes confirman, en general, el positivo dinamismo subyacente de la economía de la zona del euro. La recuperación en marcha a escala

mundial y su efecto sobre la demanda de exportaciones de la zona del euro están sosteniendo la actividad. La demanda interna del sector privado debería contribuir cada vez más al crecimiento, sobre todo dados los niveles relativamente elevados de la confianza empresarial, sustentada en la orientación acomodaticia de la política monetaria y en las medidas adoptadas para mejorar el funcionamiento del sistema financiero. Al mismo tiempo, se prevé que el proceso de ajuste de los balances que se está llevando a cabo en varios sectores tenga un efecto moderador sobre el crecimiento económico.

Como la incertidumbre continúa siendo elevada, se sigue considerando que los riesgos para las perspectivas económicas tienden ligeramente a la baja. Por una parte, el comercio mundial podría recuperarse con mucha más intensidad de la esperada, lo que respaldaría a las exportaciones de la zona del euro. Además, la mejora de la confianza empresarial podría apoyar en mayor medida de lo previsto actualmente a la actividad económica interna de la zona del euro. Por otra parte, siguen preocupando el recrudescimiento de las tensiones observado en algunos segmentos de los mercados financieros y su posible contagio a la economía real de la zona del euro. Además, los nuevos incrementos de los precios del petróleo y de otras materias primas, así como las presiones proteccionistas y la posibilidad de que se produzca una corrección desordenada de los desequilibrios mundiales, podría suponer riesgos a la baja.