

EVOLUCIÓN ECONÓMICA Y MONETARIA

I ENTORNO EXTERIOR DE LA ZONA DEL EURO

La actividad económica mundial ha perdido impulso en los últimos meses, como lo demuestra la caída de los índices de clima económico. Factores transitorios, como las distorsiones de las cadenas de producción tras el gran terremoto que asoló la región oriental de Japón, así como los elevados precios de las materias primas, parecen haber contribuido a la moderación de la actividad a escala mundial. Además, la necesidad de sanear los balances en muchas economías avanzadas continúa siendo un lastre para las perspectivas de crecimiento a medio plazo en comparación con las anteriores recuperaciones que siguieron a una recesión. Esta situación contrasta con el sólido crecimiento sostenido en la mayoría de las economías emergentes. La inflación general se ha estabilizado en las economías avanzadas, mientras que, en las economías emergentes, se han intensificado las presiones inflacionistas.

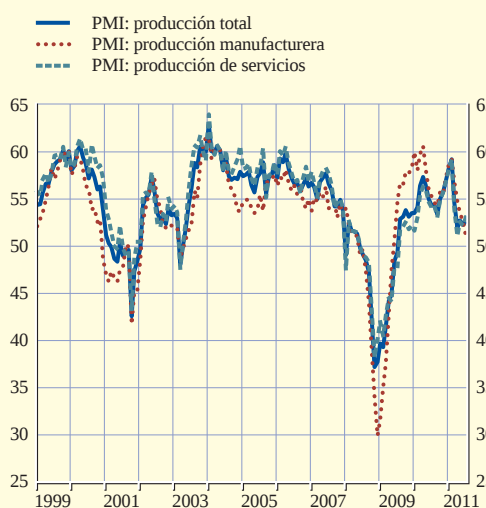
1.1 EVOLUCIÓN DE LA ECONOMÍA MUNDIAL

La actividad económica mundial ha perdido impulso en los últimos meses, como lo demuestra la caída de los índices de clima económico. Aunque el índice PMI global de producción de manufacturas y servicios aumentó ligeramente en julio hasta 52,6, desde 52,3 en el mes anterior, todavía se sitúa muy por debajo del máximo de 57,3 registrado en el primer trimestre de este año. Por sectores, el índice PMI global de producción manufacturera se redujo a 51,0 en julio, desde el nivel de 52,6 observado en junio, mientras que en el sector servicios aumentó hasta 53,1, desde 52,2 en junio (véase gráfico 1). En conjunto, los niveles actuales del índice PMI global se mantienen por encima del umbral teórico de 50 que separa la expansión de la contracción, lo que sugiere que la economía mundial continúa su expansión, aunque a un ritmo más bien moderado, especialmente en el sector manufacturero. En consonancia con esta evolución de la actividad mundial, los datos más recientes sobre el comercio internacional y el índice PMI de nuevos pedidos de exportación también apuntan a una desaceleración del crecimiento del comercio mundial. En cifras trimestrales, el crecimiento del comercio mundial de bienes (excluida la zona del euro) se moderó hasta situarse por debajo del 1 % en mayo, desde el 3 % registrado en el primer trimestre del año.

Algunos factores transitorios han contribuido a la reciente moderación de la actividad económica mundial. El gran terremoto que asoló la región oriental de Japón tuvo un notable impacto adverso sobre la economía japonesa y las cadenas de producción mundiales. Sin embargo, más recientemente, la economía japonesa ha dado señales de recuperación, y las distorsiones que afectaron a las cadenas de producción se han ido reduciendo. Así pues, un factor que ha limitado el crecimiento económico mundial está desapareciendo gradualmente, como puede observarse en la reducción de los plazos de entrega de los proveedores con respecto a los máximos alcanzados en abril. Además, el descenso de los precios de los alimentos y los combustibles en comparación con los máximos anteriores también podría haber aliviado, en cierta medida, la erosión de las rentas reales registrada previamente durante el año. Al mismo tiempo, los datos recientes sobre flujos, especialmente en Estados

Gráfico 1 PMI: producción mundial

(índice de difusión; datos mensuales desestacionalizados)

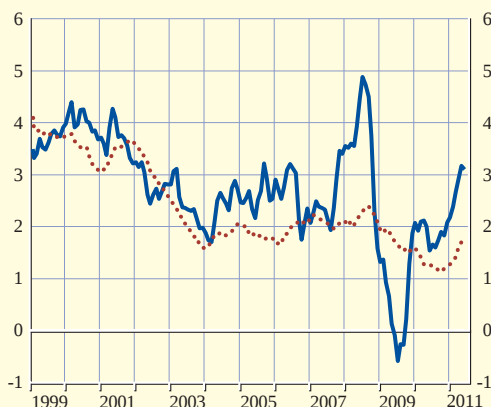


Fuente: Markit.

Gráfico 2 Evolución internacional de los precios

(datos mensuales; tasas de variación interanual)

— Precios de consumo OCDE (todos los componentes)
 Precios de consumo OCDE (todos los componentes, excl. energía y alimentos)



Fuente: OCDE.

Unidos, han sido decepcionantes, lo que ha planteado la posibilidad de que el debilitamiento registrado en el segundo trimestre pueda haberse contagiado, en parte, al tercer trimestre.

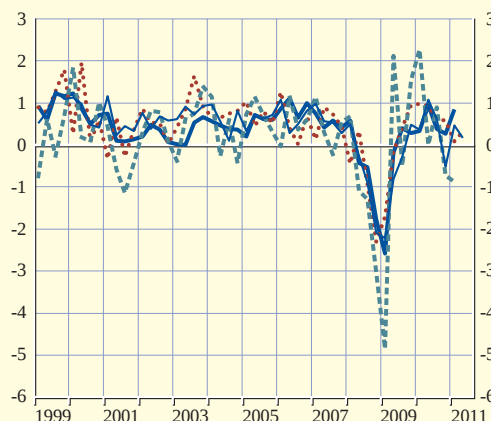
A medio plazo, circunstancias desfavorables de carácter estructural, relacionadas principalmente con la necesidad de sanear los balances del sector privado y del sector público, así como la persistente debilidad de los mercados de trabajo y de la vivienda de algunas de las principales economías avanzadas, siguen empañando las perspectivas de crecimiento mundial. Por el contrario, la mayoría de las economías emergentes siguen registrando un sólido crecimiento, como lo demuestran, por ejemplo, los favorables datos sobre la actividad económica en China durante el segundo trimestre del año, que han disipado algunas inquietudes respecto a la desaceleración del crecimiento mundial, al tiempo que han suscitado otras en relación con los riesgos de recalentamiento.

De hecho, aunque la inflación interanual se estabilizó en las economías avanzadas, las presiones inflacionistas siguen siendo más intensas en las economías emergentes, como lo demuestra el aumento sostenido de las tasas de inflación en junio, hasta el 6,4 % en China y el 6,7 % en Brasil. Esta situación refleja un aumento de las restricciones de la capacidad productiva en varias economías emergentes, así como el mayor peso específico de los precios de las materias primas en las cestas de consumo de

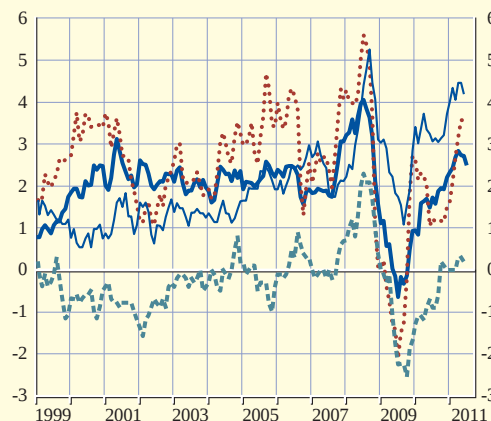
Gráfico 3 Evolución del producto y de la inflación en las principales economías industrializadas

— Zona del euro — Japón
 Estados Unidos — Reino Unido

Crecimiento del producto ¹⁾
 (tasas de variación intertrimestral; datos trimestrales)



Tasas de inflación ²⁾
 (precios de consumo; tasas de variación interanual; datos mensuales)



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

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

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

estas economías. Por el contrario, en los países de la OCDE, la inflación interanual se redujo ligeramente, hasta el 3,1 %, en junio de 2011, desde el 3,2 % registrado el mes anterior (véase gráfico 2). La inflación, excluidos la energía y los alimentos, se mantuvo estable, en el 1,7 %, en los países de la OCDE en junio. La evolución más reciente del índice PMI global de precios de los bienes intermedios también sugiere una cierta moderación adicional de la tasa de inflación de estos precios, lo que refleja un menor dinamismo de la actividad económica mundial y una corrección de los precios de algunas materias primas.

ESTADOS UNIDOS

En Estados Unidos, la economía prosiguió su recuperación en el primer semestre de 2011, aunque a un ritmo más lento que a lo largo de 2010. Según la estimación de avance publicada por la oficina de análisis económico (Bureau of Economic Analysis), el PIB real de Estados Unidos creció a una tasa interanual del 1,3 % en el segundo trimestre de 2011 (es decir, un 0,3 % en tasa intertrimestral), frente a una tasa anualizada del 0,4 % en el primer trimestre del año, que se revisó significativamente a la baja con respecto a estimaciones anteriores, que cifraban el crecimiento en el 1,9 %. La débil evolución económica en el segundo trimestre refleja una desaceleración del gasto en consumo personal, en la medida en que los precios más elevados de la energía afectaron a la renta disponible, mientras que las compras de bienes de consumo duradero, especialmente los automóviles, se redujeron, en parte, como resultado de las distorsiones en la oferta provocadas por el gran terremoto que asoló la región oriental de Japón. Por el contrario, el crecimiento de la inversión privada en capital fijo experimentó una recuperación como consecuencia de un repunte de la actividad en la construcción, que se había reducido anteriormente en 2011, debido, en parte, a las severas condiciones climatológicas de los meses de invierno. La demanda exterior neta respaldó el crecimiento del PIB real. El gasto público, en particular el de las Administraciones estatales y locales, restó dinamismo al crecimiento. De cara al futuro, el impacto decreciente de algunos factores transitorios que afectaron al crecimiento en el primer semestre de 2011 podría favorecer la recuperación en el segundo semestre del año. Al mismo tiempo, la débil evolución de los mercados de trabajo y de la vivienda, la caída de la confianza y el aumento de la incertidumbre respecto a las perspectivas fiscales de Estados Unidos podrían tener un impacto más duradero, haciendo que la moderación del ritmo de crecimiento se extendiera al segundo semestre del año.

Por lo que respecta a la evolución de los precios, la inflación interanual, medida por el IPC, se mantuvo en el 3,6 % en junio, sin variación con respecto a mayo. El aumento de la inflación general desde el comienzo del año sigue reflejando la fuerte subida interanual de los precios de la energía, del 20,1 %. Excluida la energía, la inflación interanual ascendió hasta el 2 % en junio, desde el 1,8 % de mayo. La presión al alza de los precios de la energía sobre la inflación general medida por el IPC se ha atenuado un poco recientemente, dado que dichos precios descendieron tanto en mayo como en junio en relación con el mes anterior. Al mismo tiempo, el incremento actual de la inflación subyacente sugiere que la transmisión de los costes continuará impulsando al alza los precios a medida que avance la recuperación económica.

El 22 de junio de 2011, el Comité de Operaciones de Mercado Abierto de la Reserva Federal decidió mantener en una banda del 0 % al 0,25 % el objetivo fijado para el tipo de interés de los fondos federales. El Comité sigue previendo que la situación económica, incluidas las bajas tasas de utilización de los recursos y la estabilidad de las perspectivas de inflación, probablemente justifique que el tipo de interés de los fondos federales se mantenga en niveles excepcionalmente bajos durante un período prolongado. A finales de junio, y conforme a lo previsto, la Reserva Federal concluyó su plan de adquisiciones de valores del Tesoro a más largo plazo por importe de 600 millones de dólares estadounidenses, manteniendo la política actual de reinvertir los pagos del principal de sus tenencias de valores.

En el ámbito fiscal, el acuerdo alcanzado a principios de agosto se basa en un enfoque de dos etapas. La primera parte incluye recortes del gasto público por importe de 0,9 billones de dólares estadounidenses durante los próximos diez años, que se distribuirán entre defensa y otras partidas. La segunda parte del acuerdo contempla la formación de una comisión bipartidista del Congreso que se encargará de recomendar medidas para reducir el déficit en otros 1,5 billones de dólares, mediante reducciones del gasto e incrementos de los impuestos, también en este caso aplicados durante un horizonte de diez años. La comisión presentará sus recomendaciones antes de final de año, y, si estas no fuesen aprobadas, se adoptarían automáticamente reducciones del gasto en partidas clave (incluidas la educación, la defensa y el programa de asistencia «Medicare»). El acuerdo en materia fiscal permitirá elevar el techo de deuda hasta un máximo de 2,4 billones de dólares en tres etapas: un incremento inmediato de 0,4 billones, un incremento de otros 0,5 millones más adelante durante este año, y un incremento final de 1,5 billones después de que la comisión presente sus recomendaciones.

JAPÓN

La economía japonesa ha seguido dando señales de recuperación, habiéndose observado una moderación de las restricciones de oferta provocadas por el gran terremoto que asoló la región oriental del país. La producción industrial aumentó un 3,9 % en junio, tras registrar un crecimiento del 6,2 % en el mes anterior, lo que significa que, hasta ahora, se ha recuperado casi en un 66 % de las pérdidas ocasionadas por el terremoto. La recuperación de la producción manufacturera también ha dado lugar a un repunte de las exportaciones, aunque con cierto desfase. Las exportaciones reales de bienes crecieron un 8,6 % en junio, tras aumentar un 4,6 % en el mes anterior. Al mismo tiempo, el consumo continuó fortaleciéndose en junio, como lo demuestra el incremento de las ventas del comercio al por menor y del gasto de los hogares. El clima empresarial y la confianza de los consumidores también siguieron mejorando, aunque partiendo de niveles relativamente bajos.

La tasa interanual de inflación general medida por el IPC se redujo ligeramente en junio, hasta el 0,2 % (desde el 0,3 % de mayo). La inflación interanual medida por el IPC (excluidos los alimentos frescos) también descendió hasta el 0,4 % en junio (en comparación con el 0,6 % registrado en el mes anterior), mientras que la inflación subyacente medida por el IPC (excluidos la energía y los alimentos frescos) se mantuvo en el 0,1 % en tasa interanual. En la reunión celebrada el 12 de julio de 2011, 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, según las estimaciones provisionales de la oficina nacional de estadística (Office for National Statistics), el crecimiento del PIB se redujo, en tasa intertrimestral, hasta el 0,2 % en el segundo trimestre, desde el 0,5 % registrado en el trimestre anterior. La tasa de crecimiento se vio arrastrada a la baja por factores extraordinarios, como la celebración de un día festivo adicional. De cara al futuro, los indicadores mensuales procedentes de las encuestas sugieren que el repunte del crecimiento probablemente seguirá siendo moderado a corto plazo, aunque los estímulos monetarios deberían respaldar la actividad económica. A más largo plazo, todavía 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 sido elevada en los últimos meses. No obstante, experimentó una ralentización, pasando del 4,5 % de mayo de 2011 hasta el 4,2 % en junio. Se produjo una desaceleración generalizada de la inflación en los servicios y en los bienes no energéticos, y la inflación subyacente (inflación medida por el IPC, excluidos la energía y los alimentos no elaborados) se redujo

hasta el 3,5% en junio, desde el 3,9% del mes anterior. De cara al futuro, la gradual desaparición de determinados factores transitorios (alza de precios de las materias primas, efectos retardados de la depreciación de la libra esterlina y aumento del tipo impositivo del IVA en enero de 2011), así como la existencia de capacidad productiva sin utilizar, contribuirán a atenuar las presiones inflacionistas. En los últimos trimestres, el Comité de Política Monetaria del Bank of England ha mantenido en el 0,5% el tipo de interés oficial al que se remuneran las reservas de las entidades de crédito. El Comité también ha seguido votando a favor de mantener el volumen de compras de activos financiadas mediante la emisión de reservas del banco central en 200 mm de libras esterlinas.

CHINA

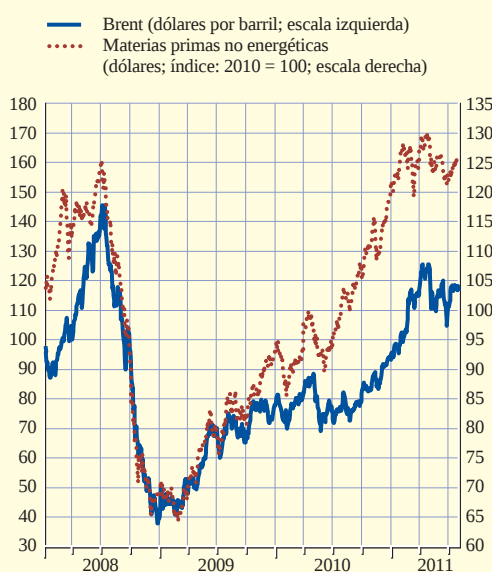
En China, la economía siguió creciendo a un ritmo vigoroso, a pesar de la aplicación de una política monetaria más restrictiva. En el segundo trimestre de 2011, el PIB real creció a una tasa interanual del 9,5%, ligeramente inferior al 9,7% registrado en el primer trimestre. La inversión ha seguido siendo la principal fuente de crecimiento, mientras que la contribución del consumo se ha reducido en cierta medida en comparación con el trimestre anterior. El superávit comercial se elevó hasta 22,3 mm de dólares estadounidenses en junio, desde 13,1 mm de dólares estadounidenses en mayo, principalmente como resultado de un menor crecimiento de las importaciones. La inflación interanual, medida por el IPC, aumentó hasta el 6,4% en junio, desde el 5,5% registrado en mayo. El aumento de la inflación, medida por el IPC, tuvo su origen, principalmente, en efectos de base y en una subida de los precios de los alimentos (especialmente la carne de porcino), mientras que la inflación medida por el IPC, excluidos los alimentos, se redujo ligeramente. El crecimiento de los préstamos bancarios siguió disminuyendo en junio, y el crecimiento de la oferta monetaria total se sitúa actualmente en un nivel próximo al objetivo fijado por las autoridades. El Banco Central de la República Popular China siguió endureciendo la política monetaria, elevando los principales tipos de interés oficiales por quinta vez desde octubre del año pasado. Con efectos a partir del 7 de julio, los tipos de referencia a un año de los préstamos y de los depósitos se incrementaron en 25 puntos básicos, hasta el 6,56% y el 3,50%, respectivamente.

1.2 MERCADOS DE MATERIAS PRIMAS

Los precios del petróleo aumentaron en julio. El precio del barril de Brent se situaba el 3 de agosto en 116,4 dólares estadounidenses, un 24,9% por encima del nivel de comienzos de año y un 3,8% por encima del observado a principios de julio (véase gráfico 4). De cara al futuro, los participantes en los mercados prevén precios más bajos en el medio plazo; los futuros con entrega en diciembre de 2012 se negocian actualmente en torno a 111,8 dólares estadounidenses el barril.

La subida de los precios se produjo en un contexto de persistente fortaleza de la demanda. La Agencia Internacional de la Energía (AIE) ha publicado sus primeras proyecciones de demanda para 2012, que muestran un sólido aumento de la demanda

Gráfico 4 Evolución de los precios de las materias primas



Fuentes: Bloomberg y HWWI.

mundial. Por el lado de la oferta, los datos de junio indican un fuerte incremento de la producción de Arabia Saudita. No obstante, la decisión de la AIE de suspender la liberación de reservas estratégicas iniciada en junio podría haber intensificado la presión alcista sobre los precios.

Los precios de las materias primas no energéticas aumentaron moderadamente durante el mes de julio. Los precios de los alimentos registraron algún aumento, como resultado de las adversas condiciones meteorológicas. Los precios de los metales también experimentaron un ligero incremento, impulsados, en particular, por los precios del cobre. En cifras agregadas, el índice de precios de las materias primas no energéticas (denominado en dólares estadounidenses) se situaba, hacia finales de julio, un 2,1 % por encima del nivel observado a comienzos de año.

1.3 TIPOS DE CAMBIO

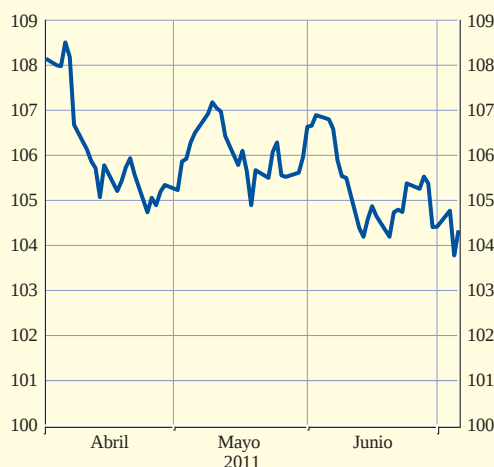
Desde mayo hasta comienzos de agosto, el tipo de cambio efectivo nominal del euro, medido frente a las monedas de 20 de los socios comerciales más importantes de la zona del euro, mostró cierta volatilidad, pero, en general, registró una depreciación más bien acusada. El 3 de agosto, el tipo de cambio efectivo nominal del euro se situaba un 3,5 % por debajo del nivel observado a finales de abril de 2011, y un 0,4 % por debajo de la media de 2010 (véase gráfico 5).

En términos bilaterales, en los tres últimos meses la depreciación del euro ha sido generalizada. Entre el 29 de abril y el 3 de agosto de 2011, el euro se depreció frente al franco suizo (un 14,3 %), el yen

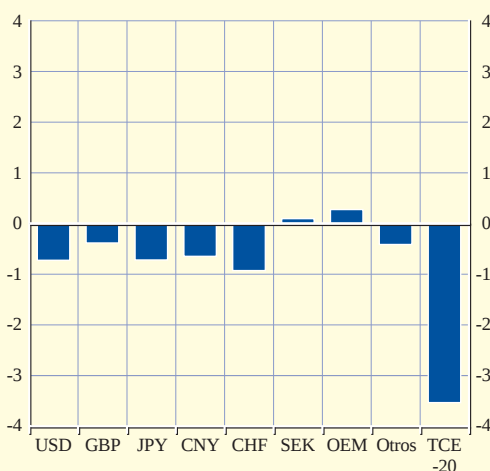
Gráfico 5 Tipo de cambio efectivo del euro (TCE-20) y sus componentes¹⁾

(datos diarios)

Índice: I 1999 = 100



Contribuciones a las variaciones del TCE-20²⁾
Del 29 de abril al 3 de agosto 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 libra esterlina y la corona sueca). La categoría «Otros» se refiere a la contribución agregada al índice TCE-20 de los otros seis socios comerciales de la zona del euro. Las variaciones se calculan aplicando a este índice las correspondientes ponderaciones basadas en el comercio.

Cuadro 1 Evolución del tipo de cambio del euro¹⁾

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

	Ponderación en el TCE-20	Nivel a 3 de agosto de 2011	Apreciación (+)/depreciación (-) del euro a 3 de agosto de 2011		
			desde:		en comparación con:
			29 de abril de 2011	1 de enero de 2010	media de 2010
Dólar estadounidense	19,4	1,430	-3,8	-0,6	7,9
Libra esterlina	17,8	0,873	-2,1	-2,1	1,7
Renminbi chino	13,6	9,201	-4,6	-6,3	2,6
Yen japonés	8,3	110,2	-8,7	-17,5	-5,2
Franco suizo	6,4	1,102	-14,3	-25,9	-20,2
Zloty polaco	4,9	4,028	2,3	-1,8	0,8
Corona sueca	4,9	9,088	1,9	-10,8	-4,7
Corona checa	4,1	24,29	0,3	-7,6	-3,9
Won coreano	3,9	1.515	-4,6	-8,9	-1,1
Forint húngaro	3,1	272,4	3,0	0,9	-1,1
TCEN ²⁾		104,3	-3,5	-6,7	-0,4

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).

japonés (un 8,7%), el renminbi chino (un 4,6%) y el dólar estadounidense (un 3,8%). La moneda única se apreció frente a algunas otras monedas europeas: la corona sueca, el zloty polaco y el forint húngaro (véase cuadro 1). La volatilidad de los mercados, medida a partir de los precios de las opciones sobre tipos de cambio, aumentó significativamente durante el período considerado en el par de monedas EUR/CHF, mientras que, en el caso de los pares EUR/USD y EUR/JPY, la volatilidad experimentó oscilaciones más bien amplias, aunque se mantuvo siempre por encima de las medias de largo plazo.

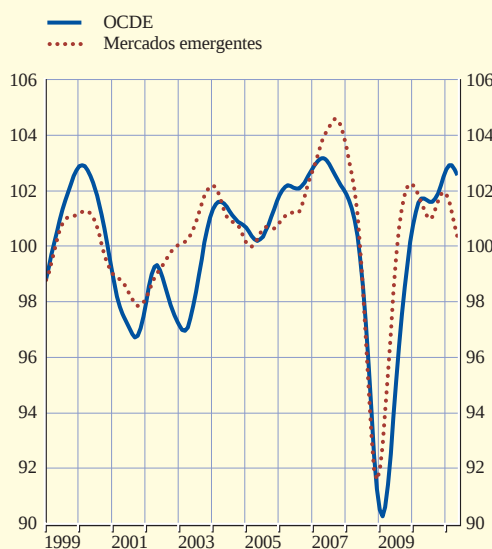
Entre el 29 de abril y el 3 de agosto de 2011, las monedas que participan en el MTC II se mantuvieron, en general, estables frente al euro, cotizando al tipo de cambio correspondiente a las respectivas paridades centrales o en torno a dichas paridades. El lats letón cotizó en niveles próximos a la zona débil de la banda de fluctuación de $\pm 1\%$, establecida unilateralmente.

I.4 PERSPECTIVAS DEL ENTORNO EXTERIOR

De cara al futuro, la gradual desaparición prevista de algunos factores transitorios adversos debería respaldar la actividad económica mundial en el segundo semestre del año. Al mismo tiempo, circunstancias desfavorables de carácter estructural en las principales economías avanzadas siguen limitando el ritmo de la recuperación económica. La necesidad de asegurar trayectorias sostenibles para la situación presupuestaria podría también enturbiar las perspectivas de crecimiento económico, especialmente en esas economías. En mayo, el indicador sintético adelantado de la OCDE —que tiene

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 de los indicadores sintéticos adelantados de Brasil, Rusia y China.

por objeto anticipar los puntos de giro de la actividad económica en relación con la tendencia— ha registrado un moderado descenso, lo que sugiere que las perspectivas de crecimiento industrial a escala mundial, pese al debilitamiento experimentado, siguen siendo resistentes en general (véase gráfico 6). En las economías emergentes, las perspectivas de crecimiento continúan siendo dinámicas, a pesar de los esfuerzos por controlar las presiones de recalentamiento, en un entorno de endurecimiento de las políticas monetarias y fiscales.

Los riesgos para estas perspectivas económicas siguen estando, en general, equilibrados, en un clima de incertidumbre especialmente elevada.

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 disminuyeron en junio de 2011, manteniéndose en niveles moderados. En la actualidad, las presiones inflacionistas derivadas del crecimiento monetario están contenidas. Al mismo tiempo, la liquidez monetaria acumulada antes del período de tensiones financieras continúa siendo abundante, pese a ciertos ajustes adicionales durante el primer semestre de 2011. La reversión de esta liquidez puede contribuir a acomodar las presiones inflacionistas sobre los precios de los activos y los precios de consumo en la zona del euro.

EL AGREGADO MONETARIO AMPLIO M3

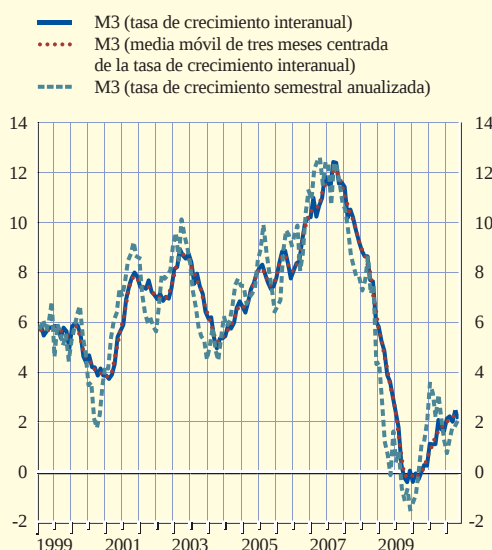
La tasa de crecimiento interanual de M3 se redujo hasta situarse en el 2,1 % en junio, desde el 2,5 % registrado en mayo (véase gráfico 7). Esta evolución refleja un descenso de la tasa de crecimiento intermensual de M3, que se situó en cero en junio, tras el 0,5 % del mes precedente. Las operaciones de las IFM con entidades de contrapartida central (ECC), que en buena parte reflejan operaciones interbancarias de préstamos con garantías realizadas a través de entidades que forman parte del sector tenedor de dinero, no afectaron a la evolución monetaria de un modo tan intenso en junio como en el mes anterior. La valoración general de que el crecimiento monetario se mantiene moderado continúa siendo válida. Al mismo tiempo, la liquidez monetaria acumulada antes del período de tensiones en los mercados financieros continúa siendo abundante, pese a algunos nuevos ajustes, y puede contribuir a acomodar las presiones sobre los precios.

Por lo que respecta a los componentes, la tasa de crecimiento interanual de M1 se mantuvo sin cambios en junio, mientras que la de los otros depósitos a corto plazo (es decir, M2 menos M1) se redujo levemente, viéndose esta última principalmente afectada por las operaciones de los intermediarios financieros no monetarios distintos de las empresas de seguros y fondos de pensiones (OIF). Los instrumentos negociables (es decir, M3 menos M2) registraron sustanciales flujos de salida, como consecuencia de las cancelaciones experimentadas tanto por las cesiones temporales como por las participaciones en fondos del mercado monetario.

En cuanto a las contrapartidas, la tasa de crecimiento interanual de los préstamos concedidos por las IFM al sector privado (ajustados del impacto de las ventas de préstamos y de las operaciones de titulación) descendió hasta el 2,7 % en junio, tras el aumento hasta el 3 % registrado el mes anterior. La tasa de crecimiento interanual de los préstamos concedidos a los hogares disminuyó, confirmando la estabilización del crecimiento de los préstamos a este sector observada en los últimos trimestres, mientras aumentaba sensiblemente la de los préstamos otorgados a las sociedades no financieras.

Gráfico 7 Crecimiento de M3

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



Fuente: BCE.

El resto de los principales activos mantenidos por las IFM de la zona del euro (excluido el Eurosistema) sufrió un retroceso en junio, tras haber aumentado durante el mes precedente, como reflejo de la disminución registrada por la mayoría de sus componentes, particularmente por los valores distintos de acciones y, si bien en menor medida, por los préstamos concedidos a las Administraciones Públicas de la zona del euro. Si se considera el período comprendido entre abril y junio en su conjunto, la evolución de los principales activos de las IFM (excluido el Eurosistema) se tornó ligeramente menos negativa que en los tres meses transcurridos hasta mayo.

PRINCIPALES COMPONENTES DE M3

La tasa de crecimiento interanual del agregado monetario estrecho M1 se mantuvo estable en junio, mientras que la de los otros depósitos a corto plazo se redujo levemente, y la de los instrumentos negociables disminuyó considerablemente, tras haber experimentado un pronunciado incremento en mayo. La disminución del crecimiento interanual de M3 observada en junio obedeció en gran medida a una acusada caída de la contribución de los instrumentos negociables, que principalmente reflejó la evolución de las cesiones temporales. Los depósitos a corto plazo (distintos de los depósitos a la vista) continuaron representando la principal aportación positiva a la tasa de crecimiento interanual de M3 en junio.

La tasa de crecimiento interanual de M1 se situó en el 1,2% en junio, sin cambios con respecto a mayo, pese a un sustancial flujo de entrada registrado en los depósitos a la vista durante ese mes. La contribución de las sociedades no financieras, del sector de otras Administraciones Públicas y de los hogares a este flujo de entrada resultó relativamente equilibrada, mientras que se estancaban los depósitos realizados por los intermediarios financieros no monetarios.

La tasa de crecimiento interanual de los depósitos a corto plazo distintos de los depósitos a la vista se redujo ligeramente y se situó en el 3,7% en junio, desde el 3,9% registrado durante el mes anterior. Este descenso se debió básicamente a las considerables retiradas de depósitos a corto plazo (es decir, depósitos a plazo hasta dos años) por parte de los OIF, que se caracterizan por un alto grado de volatilidad. En cuanto al sector privado no financiero, continuaron las reasignaciones de cartera dentro de M3 en favor de activos fuera de M1, alentadas en buena medida por una nueva ampliación del diferencial entre la remuneración de los depósitos a la vista y la de otros depósitos a corto plazo.

La tasa de crecimiento interanual de los instrumentos negociables disminuyó considerablemente en junio y se situó en el 0,5%, tras haberse incrementado sustancialmente, hasta el 2,9%, el mes anterior, principalmente como resultado de un flujo de salida registrado en las cesiones temporales. Las cesiones temporales arrojaron flujos mensuales negativos en junio, ya que las operaciones canalizadas a través de ECC se redujeron visiblemente con respecto al mes anterior. El flujo mensual de valores distintos de acciones a corto plazo (es decir, los valores distintos de acciones a un plazo de hasta dos años) aumentó, ya que los fondos del mercado monetario vendieron valores de las IFM al sector tenedor de dinero en un contexto de continuas cancelaciones de participaciones en fondos del mercado monetario.

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, disminuyó hasta situarse en el 2,7% en junio, desde el 3,4% registrado en mayo. Esta evolución obedece en buena medida a la reducción en junio de las tenencias de depósitos de M3 por parte de los OIF. En cambio, para los demás sectores, las entradas mensuales en los depósitos de M3 fueron positivas durante el mes de junio.

PRINCIPALES CONTRAPARTIDAS DE M3

En cuanto a las contrapartidas de M3, la tasa de crecimiento interanual del crédito concedido por las IFM a residentes en la zona del euro se redujo hasta el 2,6 % en junio, desde el 3,1 % registrado en mayo (véase cuadro 2). Esta evolución fue resultado de una nueva y significativa disminución del crecimiento del crédito concedido a las Administraciones Públicas y de un ligero descenso del crédito otorgado al sector privado.

La reducción del crédito concedido a las Administraciones Públicas obedeció a nuevas contracciones de los préstamos otorgados a este sector. Al mismo tiempo, las IFM continuaron aumentando sus tenencias de valores emitidos por las Administraciones Públicas, si bien la tasa de crecimiento interanual de sus compras se redujo levemente en junio. No obstante, la tasa de crecimiento interanual del crédito concedido a las Administraciones Públicas continúa siendo elevada, reflejando, en gran medida, el impacto de la financiación de anteriores transferencias de activos a estructuras de bancos malos clasificadas como parte del sector público, que seguirá siendo evidente en las tasas de crecimiento interanual hasta septiembre de 2011.

La tasa de crecimiento interanual del crédito otorgado al sector privado de la zona del euro disminuyó hasta el 2,2 % en junio, desde el 2,5 % registrado el mes anterior. Esta evolución reflejó una significativa contracción de los valores distintos de acciones emitidos por el sector privado en junio, aunque sin ser generalizada por países o entidades de crédito, y un moderado descenso de la tasa de crecimiento interanual de los préstamos concedidos al sector privado. La tasa de crecimiento interanual de los préstamos concedidos al sector privado disminuyó ligeramente en junio, hasta el 2,5 %, nivel en torno al que ha estado oscilando desde principios de año. El flujo mensual de préstamos concedidos al sector privado en junio se vio negativamente afectado por una sustancial contracción de los préstamos otorgados a los OIF.

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 III	2010 IV	2011 I	2011 II	2011 May	2011 Jun
M1	48,8	7,9	4,9	3,2	1,6	1,2	1,2
Efectivo en circulación	8,4	6,5	5,6	4,9	4,2	4,3	4,1
Depósitos a la vista	40,3	8,1	4,8	2,9	1,1	0,6	0,7
M2 - M1 (= otros depósitos a corto plazo)	39,2	-5,1	-1,1	1,3	3,4	3,9	3,7
Depósitos a plazo hasta dos años	19,1	-16,2	-8,7	2,7	2,3	3,2	3,1
Depósitos disponibles con preaviso hasta tres meses	20,1	8,4	7,2	5,4	4,5	4,6	4,3
M2	88,0	1,8	2,2	2,4	2,4	2,4	2,3
M3 - M2 (= instrumentos negociables)	12,0	-6,5	-3,0	-1,7	0,6	2,9	0,5
M3	100,0	0,7	1,5	1,9	2,2	2,5	2,1
Crédito a residentes en la zona del euro		2,1	3,3	3,7	3,1	3,1	2,6
Crédito a las Administraciones Públicas		7,8	11,8	10,9	6,5	5,7	4,6
Préstamos a las Administraciones Públicas		6,5	15,5	17,8	10,7	9,0	6,7
Crédito al sector privado		0,8	1,5	2,0	2,3	2,5	2,2
Préstamos al sector privado		0,9	1,7	2,4	2,6	2,7	2,5
Préstamos al sector privado ajustados de ventas y titulaciones ²⁾		1,2	2,2	2,8	2,9	3,0	2,7
Pasivos financieros a más largo plazo (excluidos capital y reservas)		2,6	2,7	2,8	3,4	3,6	4,2

Fuente: BCE.

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

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

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 III	2010 IV	2011 I	2011 II	2011 May	2011 Jun
Sociedades no financieras	42,3	-1,3	-0,4	0,5	1,0	0,9	1,5
<i>Ajustados de préstamos y titulizaciones</i> ²⁾	-	-0,7	0,6	1,5	1,9	1,8	2,3
Hasta un año	24,8	-8,3	-5,0	-1,6	1,2	0,9	4,0
De uno a cinco años	18,3	-3,5	-2,1	-1,9	-2,5	-2,1	-3,7
Más de cinco años	56,9	2,9	2,4	2,3	2,1	1,9	2,1
Hogares ³⁾	47,0	2,8	2,8	3,1	3,4	3,4	3,2
<i>Ajustados de préstamos y titulizaciones</i> ²⁾	-	2,9	3,0	3,1	3,0	3,1	2,9
Crédito al consumo ⁴⁾	12,0	-0,5	-0,7	-0,7	-0,7	-0,5	-1,6
Préstamos para adquisición de vivienda ⁴⁾	72,2	3,4	3,5	4,0	4,4	4,4	4,3
Otras finalidades	15,8	2,9	2,5	2,4	2,0	2,1	2,5
Empresas de seguros y fondos de pensiones	0,8	-1,0	7,7	7,6	3,2	3,0	5,6
Otros intermediarios financieros no monetarios	10,0	2,5	4,7	7,0	6,0	7,3	3,4

Fuente: BCE.

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

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

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

3) Según la definición del SEC 95.

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

La tasa de crecimiento interanual de los préstamos concedidos a las sociedades no financieras ajustados de ventas y titulizaciones de préstamos aumentó de nuevo en junio, hasta el 2,3%, desde el 1,8% registrado en mayo. Las ventas y titulizaciones de préstamos fueron insignificantes en junio, ya que los préstamos dados de baja en algunos países se compensaron con las transferencias de préstamos previamente dados de baja que volvieron a incluirse en los balances de las IFM de otros países. No obstante, la brecha entre la tasa de crecimiento interanual de los préstamos ajustados de ventas y titulizaciones de préstamos y la de los préstamos retenidos en los balances todavía es significativa. Actualmente, la tasa de crecimiento interanual de los préstamos retenidos en los balances sigue lastrada por las considerables transferencias de préstamos a bancos malos en el segundo semestre de 2010. En cuanto al detalle por plazos de vencimiento, el aumento observado en junio de la tasa de crecimiento interanual de los préstamos concedidos por las IFM a las sociedades no financieras obedeció básicamente a fuertes incrementos de los préstamos a corto plazo durante ese mes. En cambio, los préstamos con plazos de uno a cinco años continuaron reduciéndose. Una elevada proporción del flujo mensual de préstamos concedidos a las sociedades no financieras se registró en forma de préstamos renovables. La heterogeneidad evidente en los distintos países en la evolución de los préstamos sigue siendo significativa, en consonancia con la desigual recuperación de la actividad económica, con las diferencias actualmente patentes en las necesidades de financiación externa de los sectores industriales individuales de los diversos países de la zona del euro, así como con los variados niveles de endeudamiento de las sociedades no financieras en los diferentes países.

Las tasas de crecimiento interanual de i) los préstamos concedidos por las IFM a los hogares ajustados de ventas y titulizaciones de préstamos, y ii) los préstamos otorgados a dicho sector retenidos en los balances de las IFM disminuyeron alrededor de 0,2 puntos porcentuales, situándose en el 2,9% y el 3,2%, respectivamente, en junio. La leve desaceleración del endeudamiento de los hogares obedeció a un ligero descenso de la tasa de crecimiento interanual de los préstamos para adquisición de vivienda y a un fuerte retroceso de la tasa de crecimiento interanual del crédito al consumo. La debilidad del crédito al consumo refleja, en cierta medida, una falta de disposición a realizar compras «importantes»,

resultante del hecho de que el crecimiento de la renta real disponible sigue siendo moderado y de los elevados niveles de endeudamiento de los hogares. Un análisis más amplio del ahorro, la inversión y la financiación desglosados por sector institucional se presenta en el recuadro titulado «Cuentas integradas de la zona del euro del primer trimestre de 2011», incluido en la sección 2.6. La tasa de crecimiento interanual del crédito para otras finalidades, que incluye el crédito otorgado a empresarios individuales y a sociedades sin personalidad jurídica, continuó aumentando. En general, los datos de junio confirmaron una estabilización del crecimiento del crédito a los hogares durante el primer semestre de 2011, en un nivel próximo al 3 %.

Para más detalles de la evolución de la demanda de préstamos por parte de las empresas y los hogares de la zona del euro y de los criterios de concesión de crédito de las entidades bancarias, véase el recuadro titulado «Resultados de la encuesta sobre préstamos bancarios en la zona del euro de julio de 2011».

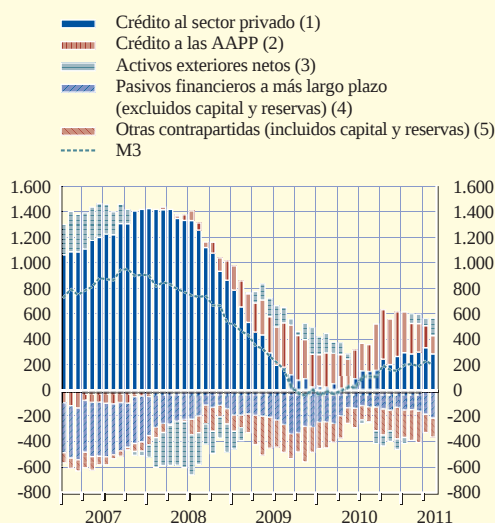
Entre las demás contrapartidas de M3, la tasa de crecimiento interanual de los pasivos financieros a más largo plazo de las IFM (excluidos capital y reservas) se elevó hasta el 4,2 % en junio, desde el 3,6 % de mayo. Esta evolución obedeció a un nuevo fortalecimiento de las tasas de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones a más largo plazo de las IFM y de los depósitos a largo plazo. No obstante, los flujos mensuales de entrada observados en valores distintos de acciones emitidos y en depósitos a largo plazo resultaron moderados en junio. Durante este mes, se registraron débiles flujos mensuales de entrada en capital y reservas, tras las cuantiosas entradas contabilizadas el mes anterior.

Los flujos interanuales de entrada registrados en la posición acreedora neta frente al exterior de las IFM aumentaron hasta situarse en 134 mm de euros en junio, frente a los 54 mm de euros de mayo (véase gráfico 8), como resultado de una considerable entrada mensual de 42 mm de euros en junio. La evolución de estos flujos continúa reflejando el hecho de que el descenso acumulado de los pasivos exteriores (principalmente en forma de depósitos de no residentes) viene superando la disminución acumulada de los activos exteriores (principalmente en forma de créditos a no residentes).

En general, los datos más recientes son coherentes con la valoración de que la evolución monetaria subyacente es moderada. Al mismo tiempo, la liquidez monetaria acumulada antes del período de tensiones en los mercados financieros, pese a ciertas correcciones adicionales a la baja en el primer semestre de 2011, continúa siendo abundante, y puede contribuir a acomodar las presiones sobre los precios.

Gráfico 8 Contrapartidas de M3

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



Fuente: BCE.

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

Recuadro 2

RESULTADOS DE LA ENCUESTA SOBRE PRÉSTAMOS BANCARIOS EN LA ZONA DEL EURO DE JULIO DE 2011

En este recuadro, se presentan los principales resultados de la encuesta sobre préstamos bancarios en la zona del euro de julio de 2011, que realiza el Eurosistema y que se llevó a cabo entre el 17 de junio y el 1 de julio de 2011¹. En conjunto, las entidades de crédito de la zona del euro señalaron que, en general, el endurecimiento neto de los criterios de aprobación aplicados a los préstamos había disminuido ligeramente, en comparación con el primer trimestre de 2011. Esta evolución se observó para los préstamos concedidos a las sociedades no financieras y para los préstamos para adquisición de vivienda otorgados a los hogares. En cuanto al crédito al consumo, las entidades indicaron que, en líneas generales, el ligero endurecimiento neto de los criterios no había experimentado variaciones. Por lo que refiere a la demanda de préstamos, las entidades participantes en la encuesta manifestaron que la demanda neta de préstamos por parte de las empresas había aumentado en menor medida que en el trimestre anterior. Para los préstamos para adquisición de vivienda, por el contrario, las entidades observaron que el ritmo de descenso había sido más lento que en el trimestre precedente, mientras que la demanda de crédito al consumo había disminuido con algo más de intensidad.

Préstamos y líneas de crédito a empresas

Criterios de aprobación del crédito: En el segundo trimestre de 2011, el porcentaje neto² de entidades que señalaron que los criterios aplicados para la concesión de préstamos y líneas de crédito a empresas habían registrado un endurecimiento disminuyó ligeramente, hasta el 2 % (en comparación con el 4 % del trimestre precedente), lo que indica que los citados criterios prácticamente no se modificaron (véase gráfico A). Esta evolución también fue acorde, en general, con las expectativas de las entidades encuestadas tres meses antes (el 3 %). En términos de plazos de vencimiento, los criterios aplicados para la aprobación de préstamos a corto plazo continuaron relajándose ligeramente (el -3 %, en comparación con el -2 % de la encuesta anterior), mientras que los aplicados a los préstamos a largo plazo se endurecieron algo más (el 8 %, en comparación con el 4 % de la encuesta anterior).

Si se consideran los factores determinantes de la evolución general de los criterios de aprobación, los relacionados con la percepción de riesgos —en particular, las expectativas sobre la actividad económica general y las perspectivas relativas al sector o a sociedades concretas— contribuyeron en mayor medida al endurecimiento de los criterios (el 11 % y el 10 %, respectivamente, desde el 5 % del primer trimestre), según las entidades encuestadas. Al mismo tiempo, la contribución de los costes de financiación y disponibilidad de fondos de las entidades prácticamente no se modificó, mientras que los costes relacionados con el nivel de capital (el 6 %, desde el 3 %) y la situación de liquidez de las entidades (el 9 %, desde el 7 %) adquirieron algo más de importancia. En cambio, como factores compensatorios, se indicó que la presión de la competencia de otras entidades había contribuido de manera creciente a una relajación de los criterios (el -9 %, frente al -7 %).

1 La fecha límite para la recepción de los datos de las entidades participantes fue el 1 de julio de 2011. El 28 de julio de 2011, se publicó una valoración exhaustiva de los resultados, que se puede consultar en la dirección del BCE en Internet.

2 El porcentaje neto se refiere a la diferencia entre el porcentaje de entidades que 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 A Cambios en los criterios de concesión aplicados a los préstamos o líneas de crédito a empresas

(porcentaje neto)

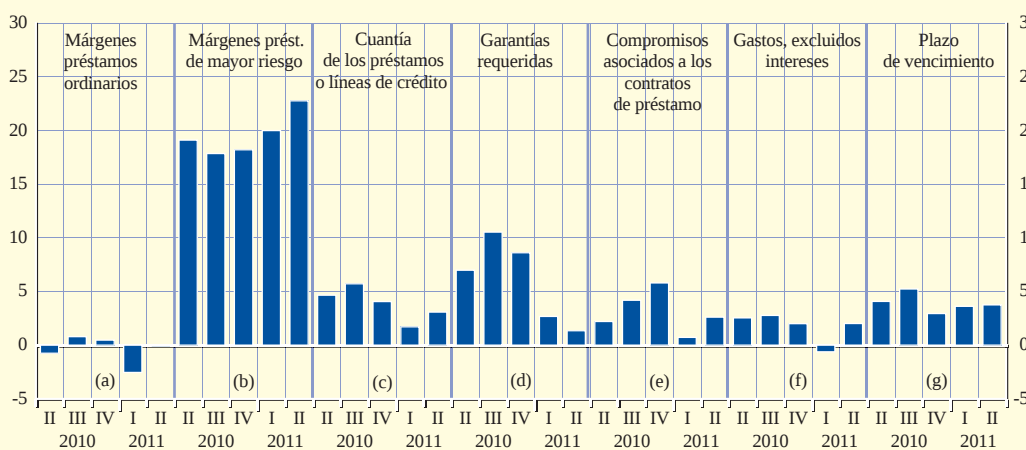


Notas: En el panel (a), el porcentaje neto se refiere a la diferencia entre la suma de los porcentajes correspondientes a las respuestas «se han endurecido considerablemente» y «se han endurecido en cierta medida» y la suma de los porcentajes correspondientes a las respuestas «se han relajado en cierta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

Entretanto, según señalaron las entidades de crédito de la zona del euro participantes en la encuesta, las condiciones establecidas para la concesión de préstamos y créditos no registraron cambios ostensibles en el segundo trimestre de 2011, en comparación con el trimestre anterior (véase gráfico B). La ampliación de los márgenes de los préstamos de mayor riesgo parece haber continuado (el 23 %, desde el 20 %), mientras que los márgenes aplicados a los préstamos ordinarios no se modificaron,

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».

tras la ligera reducción indicada el trimestre anterior (el 0 %, en comparación con el -3 % del primer trimestre de 2011). Las condiciones no relacionadas con el precio (por ejemplo, los gastos, excluidos intereses, la cuantía y el plazo de vencimiento del préstamo o de la línea de crédito, y las garantías requeridas) solo variaron ligeramente, en niveles, en general, marginales.

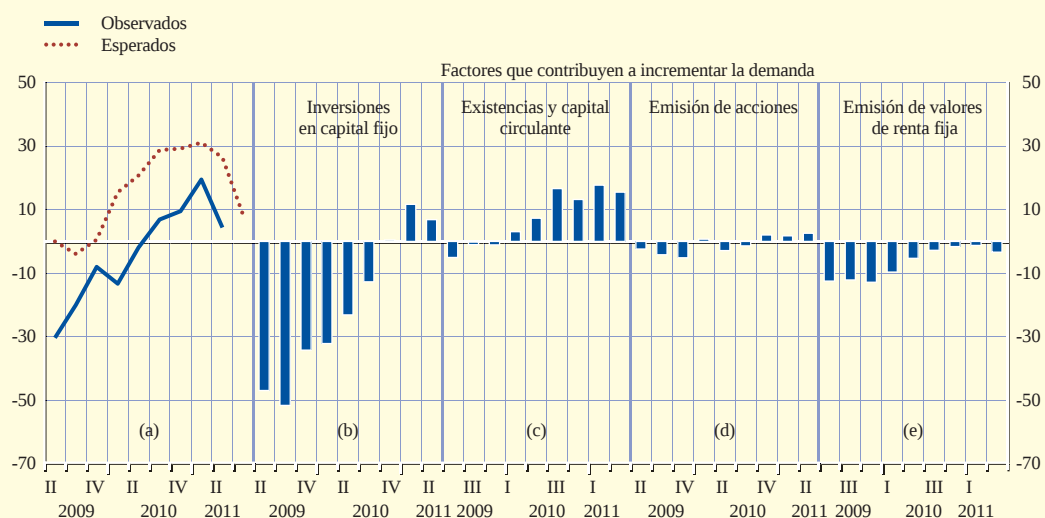
De cara al futuro, las entidades de crédito de la zona del euro esperan que, en general, el endurecimiento neto de los criterios aplicados para la aprobación de préstamos a empresas registre un leve aumento en el tercer trimestre de 2011 (hasta el 6 %, en términos netos), y que esta evolución afecte principalmente a las grandes empresas, así como a los préstamos a largo plazo.

Demanda de préstamos: En el segundo trimestre de 2011, la demanda neta de préstamos por parte de empresas se incrementó considerablemente menos que en el primer trimestre (el 4 %, desde el 19 % del trimestre anterior; véase gráfico C). Esta evolución fue algo más perceptible en el caso de los préstamos concedidos a grandes empresas (el 0 %, desde el 16 % de la encuesta anterior) que en el de los préstamos a pequeñas y medianas empresas (el 6 %, desde el 13 % de la encuesta anterior). En cuanto a los plazos de vencimiento, el aumento de la demanda neta fue más limitado para los préstamos a largo plazo (el 7 %, desde el 18 %) que para los préstamos a corto plazo (el 9 %, frente al 14 %).

Según las entidades encuestadas, el aumento menos pronunciado de la demanda neta pareció estar determinado, principalmente, por las menores necesidades de financiación de inversiones en capital fijo (el 7 %, desde el 12 %), así como de existencias y de capital circulante, aunque solo de forma muy limitada en este último caso (el 16 %, desde el 18 % del trimestre anterior). Además, las entidades señalaron que la emisión de valores de renta fija había provocado una ligera reducción de la demanda de préstamos (el -3 %, desde el -1 %).

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

(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.

De cara al futuro, las entidades de crédito esperan que la demanda de préstamos por parte de empresas aumente a mayor ritmo que en el segundo trimestre de 2011 (el 8 %, en términos netos), pero con más moderación que en trimestres anteriores. Esto sería aplicable tanto a las pequeñas y medianas empresas como a las grandes empresas. En cuanto a los plazos de vencimiento, el incremento afectará algo más a los préstamos a corto plazo.

Préstamos a hogares para adquisición de vivienda

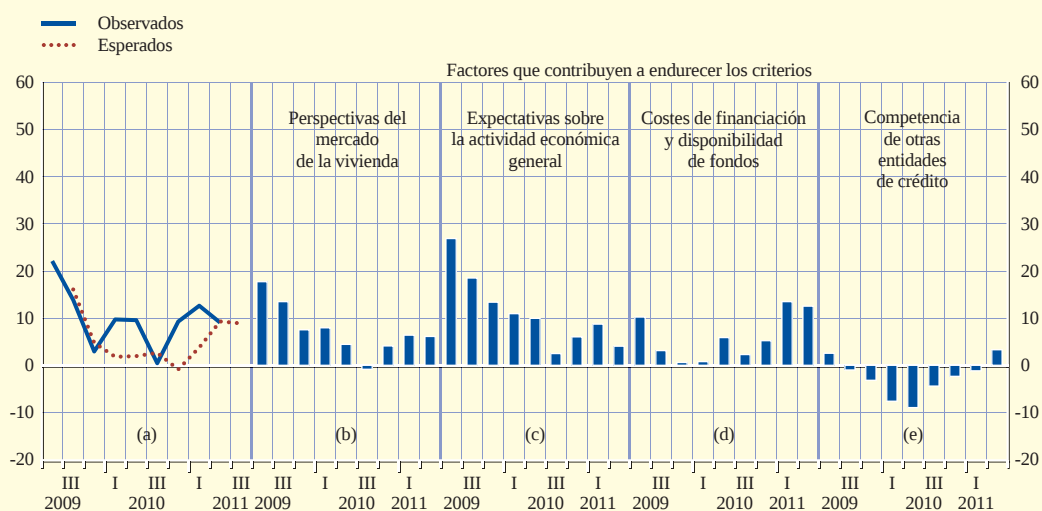
Criterios de aprobación del crédito: En el segundo trimestre de 2011, el porcentaje neto de entidades que señaló que se había producido un endurecimiento de los criterios aplicados para la aprobación de préstamos a hogares para adquisición de vivienda se redujo ligeramente, hasta el 9 %, desde el 13 % del trimestre anterior (véase gráfico D). La disminución del endurecimiento neto estuvo relacionada, principalmente, con unas expectativas menos negativas sobre la actividad económica general (el 4 %, desde el 9 % del primer trimestre de 2011). En cambio, los costes de financiación y disponibilidad de fondos continuaron siendo los factores que más contribuyeron al nivel general de endurecimiento neto observado, que se mantuvo invariable, en el 13 %.

En consonancia con unas expectativas menos negativas sobre la actividad económica general, las entidades participantes señalaron que, en términos netos, se había producido una disminución marginal del endurecimiento de las condiciones relacionadas con el riesgo (como los márgenes de los préstamos de mayor riesgo, las garantías requeridas, los plazos de vencimiento, la relación entre el principal y el valor de la garantía, etc.), en comparación con la encuesta anterior, aunque indicaron que se había registrado un ligero aumento de los márgenes de los préstamos ordinarios, así como un incremento de los gastos, excluidos intereses.

De cara al futuro, para el tercer trimestre de 2011, el 9 % de las entidades espera que el endurecimiento neto de los criterios aplicados para la aprobación de préstamos para adquisición de vivienda no se modifique.

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

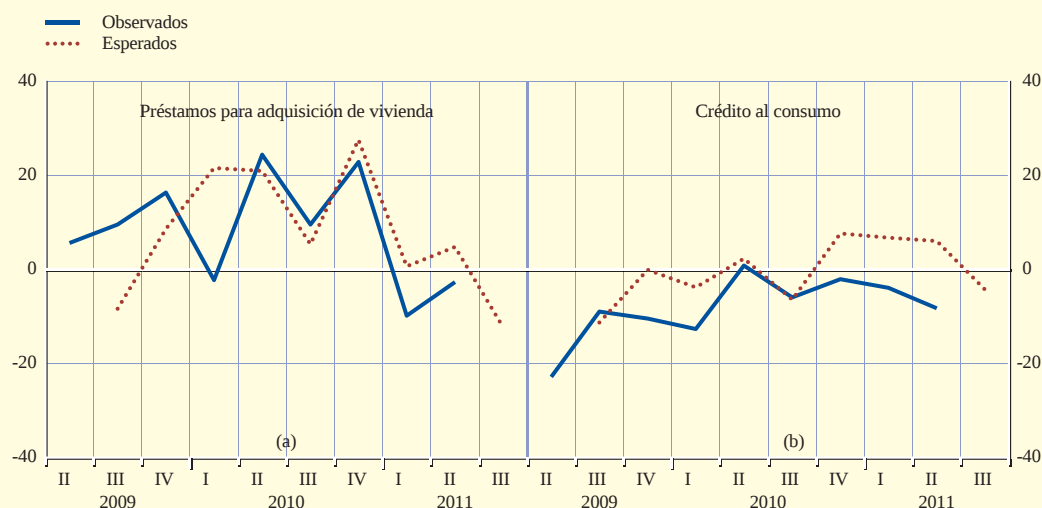
(porcentaje neto)



Nota: Véanse las notas del gráfico A.

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

(porcentaje neto)



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

Demanda de préstamos: Tras la contracción de la demanda de préstamos indicada el trimestre anterior, las entidades de crédito de la zona del euro señalaron que el ritmo de descenso de la demanda de préstamos para adquisición de vivienda había sido menor en el segundo trimestre de 2011 (el -3%, en términos netos, desde el -10% del trimestre anterior; véase gráfico E). Esta evolución parece haber estado relacionada, principalmente, con unas perspectivas considerablemente menos negativas, relativas al mercado de la vivienda.

No obstante, de cara al futuro, las entidades esperan un nuevo descenso de la demanda de préstamos para adquisición de vivienda (el -12%, en términos netos) en el tercer trimestre del año.

Crédito al consumo y otros préstamos a hogares

Criterios de aprobación del crédito: En general, en consonancia con las expectativas, las entidades de crédito de la zona del euro indicaron que el leve endurecimiento de los criterios de aprobación del crédito al consumo y otros préstamos a hogares no se había modificado (el 7%) en el segundo trimestre de 2011 (véase gráfico F). La contribución a este endurecimiento neto volvió a proceder de una combinación de factores relacionados con la oferta de crédito y de la percepción de los riesgos. Las condiciones relacionadas con el precio establecidas para la concesión de crédito al consumo (principalmente, los márgenes que aplican las entidades a los préstamos ordinarios y a los de mayor riesgo) volvieron a endurecerse, mientras que otras condiciones no relacionadas con el precio prácticamente no se modificaron.

De cara al futuro, en términos netos, el 6% de las entidades esperan un nuevo endurecimiento de los criterios de aprobación del crédito al consumo y otros préstamos a hogares en el tercer trimestre de 2011.

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

(porcentaje neto)



Nota: Véanse las notas del gráfico A.

Demanda de préstamos: En el segundo trimestre de 2011, las entidades encuestadas indicaron que la disminución de la demanda de crédito al consumo se intensificó (el -8 %, en términos netos, desde el -4 % del último trimestre de 2010; véase gráfico E), principalmente como consecuencia del menor gasto en bienes de consumo duradero.

De cara al futuro, las entidades participantes en la encuesta esperan que el descenso de la demanda de crédito al consumo se modere en el tercer trimestre de 2011 (hasta el -4 %, en términos netos).

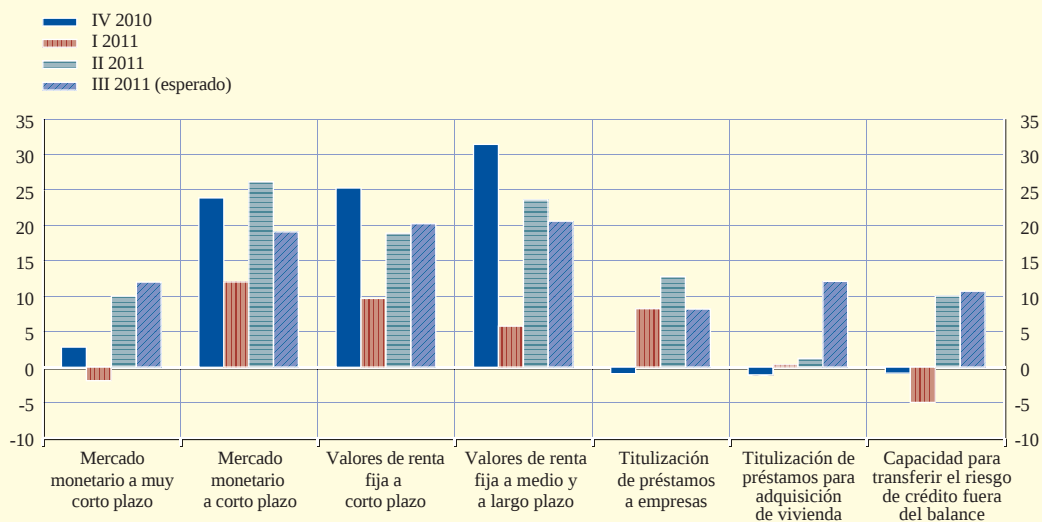
Preguntas ad hoc sobre el impacto de las turbulencias en los mercados financieros

Al igual que en encuestas anteriores, en la de julio de 2011 también se planteó una pregunta ad hoc con el objeto de conocer la medida en que las tensiones registradas en los mercados financieros habían afectado al acceso de las entidades de crédito a la financiación en los mercados mayoristas en el segundo trimestre de 2011, así como hasta qué punto podrían seguir influyendo en el tercer trimestre del año.

En general, las entidades de la zona del euro participantes en la encuesta señalaron un deterioro del acceso a los mercados monetarios, tanto a muy corto plazo (menos de una semana) como a aquellos con plazos de vencimiento superiores a una semana (véase gráfico G). Al mismo tiempo, las entidades de la zona siguieron indicando, en términos netos, un deterioro general de su capacidad para acceder a los mercados de valores de renta fija, que fue más pronunciado que el señalado en la encuesta anterior. Por último, también en términos netos, las condiciones de acceso a la titulización se mantuvieron prácticamente invariables en el caso de los préstamos a hogares, pero volvieron a deteriorarse en el de los préstamos a empresas. De igual modo, se consideró que la capacidad para transferir el riesgo de crédito fuera del balance de las entidades se había deteriorado, tras la mejora indicada en el trimestre anterior.

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

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



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

De cara al futuro, las entidades de crédito de la zona del euro esperan que el acceso a los mercados monetarios experimente un deterioro algo menos pronunciado en el tercer trimestre del año. En cambio, se espera que la emisión de valores de renta fija, así como el acceso a la titulización de préstamos, sigan siendo limitados.

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

En la encuesta de julio de 2011 también se incluyeron dos nuevas preguntas ad hoc con el objeto de conocer la medida en que los nuevos requerimientos de capital regulatorio fijados en «Basilea III»³ (o en cualquier otra normativa nacional específica relativa al capital de las entidades de crédito que se haya aprobado recientemente o que esté previsto aprobar en un futuro próximo) afectan a las políticas crediticias de las entidades de crédito a través del posible impacto en su nivel de capital y en los criterios que aplican para la aprobación de préstamos.

Según las respuestas de las entidades encuestadas, en términos netos⁴, el 20 % indicó que se había producido una disminución de sus activos ponderados por el riesgo en los seis meses precedentes y que esperaba un nuevo descenso en los seis meses siguientes, como consecuencia del cumplimiento de los requerimientos de capital establecidos en «Basilea III» (o en cualquier otra normativa nacional específica relativa al capital de las entidades de crédito que se haya aprobado recientemente o que esté previsto aprobar en un futuro próximo). Se esperaba y se espera que esta reducción siga centrada en los préstamos de mayor riesgo, en contraposición a los préstamos ordinarios. Para 2012, un porcentaje neto del 13 % de las entidades espera actualmente una nueva reducción de sus activos

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

4 Los resultados presentados se calculan en porcentaje del número de entidades que no respondieron «no es aplicable a mi entidad».

ponderados por el riesgo, concentrada aún en mayor medida en los préstamos de mayor riesgo. En cuanto al efecto en su nivel de capital, en términos netos, el 40 % de las entidades señaló un aumento de dicho nivel en los seis meses anteriores, el 32 % espera que se produzca un incremento en los seis próximos meses y el 37 % en 2012. En los seis últimos meses, el aumento de los niveles de capital de las entidades se consiguió fundamentalmente a través de los beneficios no distribuidos y, aunque en menor medida, a través de la emisión de nuevas acciones. Se espera que la utilización por parte de las entidades de los beneficios no distribuidos para acumular capital siga incrementándose en los seis meses siguientes, así como en 2012.

Las entidades de crédito encuestadas indicaron que los criterios que aplican para la aprobación de préstamos a grandes empresas, en particular, se endurecieron debido a los ajustes aplicados como consecuencia de los nuevos requerimientos de capital fijados en «Basilea III» (o en cualquier otra normativa nacional específica relativa al capital de las entidades de crédito que se haya aprobado recientemente o que esté previsto aprobar en un futuro próximo) en los seis meses precedentes (el 22 % en términos netos). En cambio, los criterios aplicados para la concesión de préstamos a pequeñas y medianas empresas y de préstamos para adquisición de vivienda o crédito al consumo solo se vieron afectados ligeramente. De cara al futuro, en los seis próximos meses, así como en 2012 en su conjunto, las entidades esperan que los efectos continúen siendo más pronunciados para los préstamos a grandes empresas (el 18 % y el 35 %, respectivamente, en términos netos), aunque también prevén que otras categorías de préstamos, en particular los préstamos a las pequeñas y medianas empresas, resulten afectados de manera creciente.

2.2 EMISIONES DE VALORES

El crecimiento interanual de los valores distintos de acciones emitidos por los residentes en la zona del euro aumentó hasta el 3,6 % en mayo de 2011, como reflejo de las persistentes y elevadas necesidades de financiación del sector público y de la consolidación adicional de los balances de las IFM, así como de un repunte de la emisión de valores distintos de acciones por parte de las sociedades no financieras. Al mismo tiempo, la tasa de crecimiento interanual de la emisión de acciones cotizadas se mantuvo sin cambios en el 1,4 %.

VALORES DISTINTOS DE ACCIONES

En mayo de 2011, la tasa de crecimiento anualizada de los valores distintos de acciones emitidos por residentes en la zona del euro se elevó hasta el 3,6 %, en comparación con el 3,2 % registrado el mes anterior (véase cuadro 4). Este aumento de la emisión de valores distintos de acciones estuvo impulsado por un menor ritmo de contracción de la emisión a corto plazo, mientras se aceleraba el crecimiento de la emisión de valores distintos de acciones a largo plazo. Si se consideran las tendencias a corto plazo, la tasa de crecimiento semestral anualizada y desestacionalizada de los valores distintos de acciones emitidos continuó descendiendo con rapidez en mayo de 2011, hasta el 1,1 %, desde el 5 % de enero y el 3 % de marzo y abril (véase gráfico 9). Este descenso obedeció básicamente a una acusada caída de la emisión de este tipo de valores por parte de las instituciones financieras distintas de las IFM y a una desaceleración de la tasa de crecimiento de la emisión de estos valores por parte del sector público.

Desde principios de 2010, el retroceso de las emisiones de valores a corto plazo se ha visto compensado con creces por el crecimiento de las emisiones de valores distintos de acciones a largo plazo y a tipo de interés fijo. Esta tendencia continuó en mayo de 2011. Aunque el segmento a largo plazo y a tipo de interés variable del mercado mostró señales de moderada recuperación en los últimos meses de 2010 y a

Cuadro 4 Valores emitidos por residentes en la zona del euro

Sector emisor	Saldo vivo (mm de euros) Mayo 2011	Tasas de crecimiento interanual ¹⁾					
		2010 II	2010 III	2010 IV	2011 I	2011 Abr	2011 May
Valores distintos de acciones:	16.203	4,7	3,4	3,6	3,8	3,2	3,6
IFM	5.394	0,5	-0,6	-0,1	0,7	0,4	1,7
Instituciones financieras no monetarias	3.268	3,0	1,0	1,3	1,8	1,2	0,3
Sociedades no financieras	839	15,3	10,4	8,4	6,3	3,4	4,2
Administraciones Públicas	6.703	8,3	7,6	7,5	7,3	6,7	7,0
De las cuales:							
Administración Central	6.119	8,3	7,3	7,1	6,7	6,0	6,1
Otras Administraciones Públicas	584	8,2	10,9	12,3	13,0	14,6	17,4
Acciones cotizadas:	4.777	2,5	1,8	1,7	1,3	1,4	1,4
IFM	476	6,6	5,2	6,6	6,4	6,8	7,4
Instituciones financieras no monetarias	356	5,2	4,3	3,3	1,8	2,5	2,5
Sociedades no financieras	3.945	1,5	1,0	0,8	0,6	0,6	0,5

Fuente: BCE.

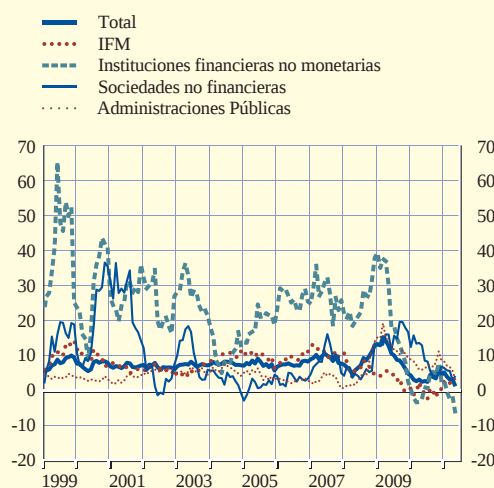
1) Para más información, véanse las notas técnicas relativas a las secciones 4.3 y 4.4 de las «Estadísticas de la zona del euro».

comienzos de 2011, esa evolución no se mantuvo durante el segundo trimestre de 2011. En mayo de 2011, las emisiones de valores distintos de acciones a largo plazo y a tipo de interés variable se contrajeron levemente, tras el pequeño aumento registrado en el mes precedente.

El mayor ritmo de crecimiento interanual de las emisiones de valores distintos de acciones registrado en mayo fue generalizado en los distintos sectores, salvo en el caso de las instituciones financieras distintas de las IFM. La tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones emitidos por las Administraciones Públicas aumentó ligeramente, hasta el 7%, en mayo de 2011, frente al 6,7% de abril, como reflejo de las persistentes y relativamente elevadas necesidades de financiación del sector público de la zona del euro. Tras haber disminuido durante más de un año, la tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones emitidos por las sociedades no financieras aumentó hasta el 4,2% en mayo de 2011, desde el 3,4% de abril. Este mayor crecimiento de los valores distintos de acciones emitidos por el sector empresas puede explicarse, en parte, por unos criterios de concesión de crédito bancario relativamente estrictos en un momento en el que las condiciones financieras en los mercados de deuda resultaban favorables para las sociedades no financieras. Al mismo tiempo, la actividad emisora del sector empresas siguió estando muy por debajo de las cotas máximas alcanzadas en 2009 y 2010, reflejando por tanto un sostenido proceso de normalización, tanto del recurso a la financiación en los mercados como de la demanda de préstamos bancarios por parte de las empresas. La tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones emitidos por las IFM se elevó hasta el 1,7% en mayo de 2011, desde el 0,4% de abril. Este aumento confirma la recuperación gradual de

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.

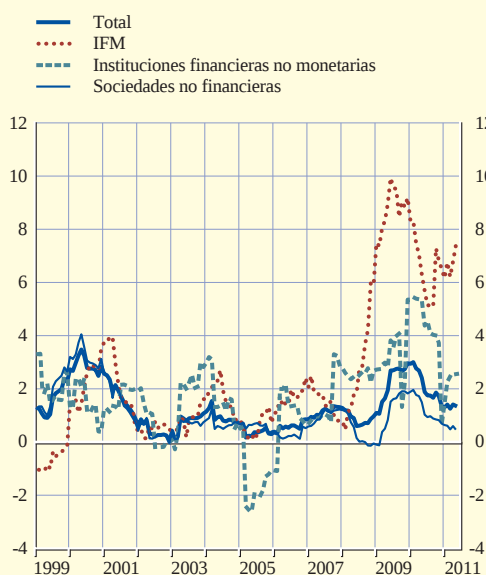
la emisión de este tipo de valores por el sector de IFM, que había experimentado una contracción en el segundo semestre de 2010. Los nuevos requerimientos reguladores pueden explicar, en cierta medida, el reciente repunte de la emisión de valores distintos de acciones y, en particular, de bonos garantizados por parte de las IFM de la zona del euro, que podrían estar tratando de mejorar su posición de liquidez a corto plazo. Por otra parte, las emisiones de las instituciones financieras distintas de las IFM volvieron a caer, hasta el 0,3 % en mayo, en comparación con el 1,1 % de abril.

ACCIONES COTIZADAS

La tasa de crecimiento interanual de la emisión de acciones cotizadas por parte de residentes en la zona del euro se mantuvo estable, en el 1,4%, en mayo de 2011, debido principalmente a la mayor actividad emisora de las IFM. La tasa de crecimiento interanual de la emisión de acciones por el citado sector se elevó hasta el 7,4% en mayo de 2011, desde el 6,8% de abril (véase gráfico 10). La emisión de acciones por parte de las IFM de la zona del euro continuó viéndose favorecida por los esfuerzos que vienen realizando encaminados a reforzar los balances y fortalecer las bases de capital. Al mismo tiempo, la tasa de crecimiento interanual de las acciones cotizadas emitidas por las instituciones financieras distintas de las IFM se mantuvo sin cambios, en el 2,5%, ligeramente por encima de las tasas de crecimiento registradas durante el primer trimestre del año. El crecimiento interanual de las acciones cotizadas emitidas por las sociedades no financieras retrocedió ligeramente, hasta el 0,5%, en mayo de 2011, desde el 0,6% de abril.

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.

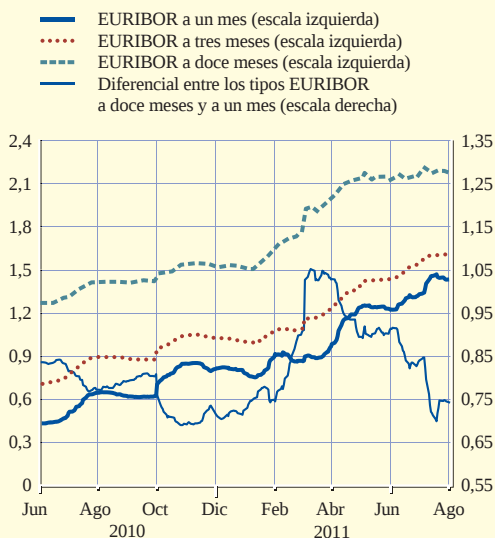
2.3 TIPOS DE INTERÉS DEL MERCADO MONETARIO

Los tipos de interés del mercado monetario se mantuvieron básicamente estables entre principios de julio y comienzos de agosto de 2011. En el séptimo período de mantenimiento de 2011, que comenzó el 13 de julio, el EONIA se mantuvo relativamente estable durante la primera semana, en una posición relativamente próxima al tipo de interés de las operaciones principales de financiación, antes de descender gradualmente en la semana siguiente.

Los tipos de interés del mercado monetario sin garantías se mantuvieron básicamente estables entre principios de julio y comienzos de agosto de 2011. El 3 de agosto, los tipos EURIBOR a un mes, a tres meses, a seis meses y a doce meses se situaban en el 1,43 %, el 1,60 %, el 1,81 % y el 2,17 %, respectivamente, es decir, 9 y 3 puntos básicos por encima, iguales y 2 puntos básicos por debajo de los niveles observados el 6 de julio. En consecuencia, 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, se redujo en 11 puntos básicos, hasta situarse en 74 puntos básicos el 3 de agosto (véase gráfico 11).

Gráfico 11 Tipos de interés del mercado monetario

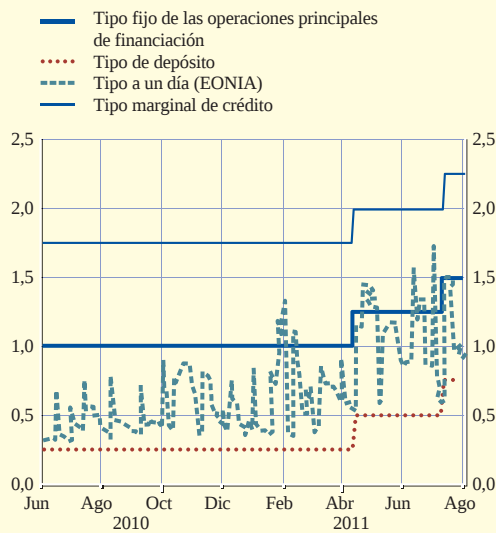
(porcentajes; diferencial en puntos porcentuales; datos diarios)



Fuentes: BCE y Thomson Reuters.

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

(porcentajes; datos diarios)



Fuentes: BCE y Thomson Reuters.

El tipo *swap* del EONIA a tres meses se situó en el 1,18% el 3 de agosto, 5 puntos básicos por debajo del nivel observado el 6 de julio. El tipo sin garantías correspondiente se elevó 3 puntos básicos, hasta el 1,6%, el 3 de agosto, de modo que el diferencial entre el EURIBOR a tres meses sin garantías y el tipo *swap* del EONIA con garantías al mismo plazo se amplió en 18 puntos básicos, hasta los 42 puntos básicos.

El 3 de agosto, los tipos de interés implícitos en los precios de los futuros del EURIBOR a tres meses con vencimiento en septiembre y diciembre de 2011 y en marzo y junio de 2012 se situaron en el 1,6%, el 1,58%, el 1,58% y el 1,58%, respectivamente, lo que representa unos descensos de 17 y 33 puntos básicos para los contratos con vencimiento en septiembre y diciembre de 2011, y de 41 y 48 puntos básicos para los contratos con vencimiento en marzo y junio de 2012, respectivamente, en comparación con los niveles observados el 6 de julio. Estos descensos implican un desplazamiento a la baja de la curva de rendimientos del mercado monetario.

Entre el 6 de julio y el 12 de julio, último día del sexto período de mantenimiento, el EONIA permaneció estable en torno al 0,6%, en un contexto de persistente exceso de liquidez. Durante el resto de julio, el EONIA fue ligeramente volátil, continuando el patrón observado desde principios del año. El 13 de julio, el EONIA se situaba en el 1,48%, iniciando el séptimo período de mantenimiento del año en una posición relativamente cercana al nuevo nivel del tipo de interés de la operación principal de financiación efectuada al principio de ese período de mantenimiento. El EONIA se mantuvo relativamente próximo a ese tipo durante la primera semana del período de mantenimiento, como reflejo de un equilibrio, en términos agregados, entre el deseo de las entidades de crédito de cumplir las exigencias de reservas al comienzo del período de mantenimiento y el nivel general de exceso de liquidez. Posteriormente, el EONIA comenzó a descender durante la semana siguiente, como consecuencia de la fuerte demanda de las entidades de crédito manifestada en la segunda operación principal de financiación y en la posterior operación de financiación a plazo más largo. El 3 de agosto, el EONIA se situaba en el 0,86%.

El Eurosistema llevó a cabo varias operaciones de financiación entre el 6 de julio y el 3 de agosto. El 12 de julio efectuó una operación de ajuste en la que se absorbieron 74,8 mm de euros, con el fin de contrarrestar el superávit de liquidez que se originó al final del sexto período de mantenimiento de 2011. En las operaciones principales de financiación del séptimo período de mantenimiento, realizadas los días 12, 19 y 26 de julio y 3 de agosto, el Eurosistema adjudicó 153,6 mm de euros, 197,1 mm de euros, 164,2 mm de euros y 172 mm de euros, respectivamente. El Eurosistema también llevó a cabo dos operaciones de financiación a plazo más largo en julio, en las que aplicó un procedimiento de subasta a tipo de interés fijo con adjudicación plena: una operación de financiación a plazo especial efectuada el 12 de julio con plazo de vencimiento de un período de mantenimiento (en la que se adjudicaron 67,8 mm de euros) y una operación de financiación a plazo más largo a tres meses el 27 de julio (en la que se adjudicaron 85 mm de euros). El Eurosistema también realizó cuatro operaciones de absorción de liquidez a una semana los días 12, 19 y 26 de julio y 2 de agosto, aplicando un procedimiento de subasta a tipo de interés variable con un tipo máximo de puja del 1,5 %. Con estas operaciones, el Eurosistema absorbió totalmente la liquidez proporcionada mediante las adquisiciones efectuadas en el marco del programa para los mercados de valores.

El séptimo período de mantenimiento del año, que comenzó el 13 de julio, se caracterizó por unos niveles de exceso de liquidez durante la primera semana superiores a los observados en el período de mantenimiento previo, con un recurso medio diario a la facilidad de depósito inferior a los 15 mm de euros. Con posterioridad, este recurso aumentó de forma constante, situándose el 3 de agosto en una media diaria de 39 mm de euros para todo el período de mantenimiento.

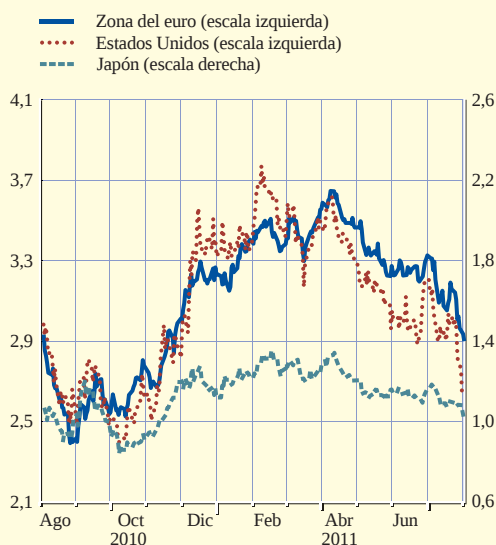
2.4 MERCADOS DE RENTA FIJA

En julio y a principios de agosto, los rendimientos de la deuda pública a largo plazo con calificación AAA de la zona del euro experimentaron un descenso considerable, al igual que los de la deuda pública correspondiente de Estados Unidos. Sorpresas negativas en lo que respecta a la fortaleza futura de la recuperación económica, así como la intensificación de las tensiones en los mercados de deuda soberana de la zona del euro y las negociaciones sobre el techo de deuda y sus consecuencias para la calificación de la deuda pública en Estados Unidos, afectaron al clima de los mercados. En este contexto, la incertidumbre acerca de la evolución futura de los mercados de renta fija, medida por la volatilidad implícita de estos mercados, aumentó en la zona del euro, mientras que prácticamente no se modificó en Estados Unidos. Los diferenciales de rendimiento de la deuda soberana de la zona del euro se ampliaron aún más en algunos países, especialmente en el caso de Italia y España. Al mismo tiempo, los datos sobre las tasas de inflación implícitas a largo plazo de la zona a principios de agosto continuaban indicando que las expectativas de inflación permanecen firmemente ancladas.

Entre finales de junio y el 3 de agosto, el rendimiento de la deuda pública a largo plazo con calificación AAA de la zona del euro se redujo 40 puntos básicos, hasta situarse en el 2,9 % al final del período de referencia. En Estados Unidos, el rendimiento de los bonos a largo plazo disminuyó 55 puntos básicos, y el 3 de agosto se situó en el 2,6 % (véase gráfico 13). Por consiguiente, el diferencial de tipos de interés nominales entre el rendimiento de la deuda pública a diez años de Estados Unidos y el de la zona del euro aumentó durante el período analizado. Entre finales de junio y principios de agosto, la volatilidad implícita de los mercados de renta fija se incrementó en la zona del euro, mientras que en Estados Unidos se mantuvo prácticamente invariable. En Japón, el rendimiento de la deuda pública a diez años experimentó un descenso de 12 puntos básicos durante el período considerado, situándose en el 1 % el 3 de agosto.

Gráfico 13 Rendimiento de la deuda pública a largo plazo

(porcentajes; datos diarios)



Fuentes: Bloomberg y Thomson 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.

fuertes, lo que hizo aumentar sensiblemente la demanda de deuda pública de elevada calificación y liquidez. En los últimos días de julio, tras el acuerdo alcanzado en la cumbre europea, estas tensiones remitieron temporalmente y la aversión al riesgo disminuyó ligeramente en los mercados, aunque posteriormente estas disminuciones revirtieron de nuevo. Por otra parte, la incertidumbre asociada a las negociaciones sobre el techo de deuda en Estados Unidos y sus consecuencias para la calificación de la deuda de ese país contribuyeron a socavar la confianza de los mercados.

Los diferenciales de rendimiento de la deuda soberana frente a Alemania aumentaron de nuevo en algunos países de la zona del euro durante el período analizado. Al mismo tiempo, los desplazamientos hacia activos más seguros continuaron intensificándose en julio. Esta evolución estuvo determinada, principalmente, por los debates y la incertidumbre respecto a la manera de seguir proporcionando apoyo a Grecia, así como por una serie de rebajas de la calificación de la deuda soberana. A finales de julio, tras la adopción de la decisión sobre la continuación del apoyo a Grecia en la cumbre europea, las tensiones relacionadas con la crisis de deuda soberana disminuyeron en cierta medida, y los diferenciales de rendimiento de la deuda soberana de la zona del euro se redujeron de manera significativa, especialmente en el caso de los países cubiertos por los programas de apoyo. No obstante, los persistentes temores de que la crisis se propague a otros países de la zona del euro continuaron afectando al clima de los mercados. De hecho, al final del período de referencia, los diferenciales de la deuda soberana de Italia y España, en particular, se situaban en niveles considerablemente superiores a los observados a finales de junio.

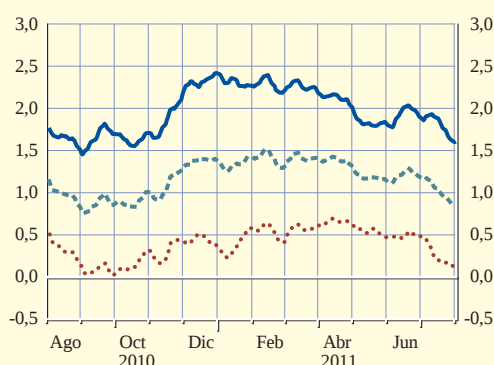
El rendimiento de la deuda pública indicizada con la inflación a diez años de la zona del euro se redujo 28 puntos básicos durante el período analizado, mientras que, en el caso de los bonos indicizados con la inflación a cinco años, el rendimiento descendió 38 puntos básicos (véase gráfico 14). El 3 de agosto, el rendimiento real *spot* a cinco y diez años era del 0,1 % y del 0,9 %, respectivamente. Es muy probable

La evolución del rendimiento de la deuda pública a largo plazo con calificación AAA de la zona del euro y de Estados Unidos estuvo determinada principalmente por unas perspectivas más sombrías en lo que respecta a la fortaleza de la recuperación económica mundial, así como por las tensiones en los mercados de deuda soberana de la zona del euro, que han provocado un aumento de la aversión al riesgo y desplazamientos hacia activos más seguros. Ambos factores influyeron considerablemente en el clima de los mercados de deuda soberana y, hasta cierto punto, también quedaron reflejados en los precios de los valores de renta variable y de los valores de renta fija privada. En cuanto a la valoración de las perspectivas relativas a la actividad económica, los mercados tuvieron que afrontar la publicación de datos económicos peores de lo esperado, especialmente en Estados Unidos. Como consecuencia de esta evolución, los analistas también han tendido recientemente a revisar a la baja sus expectativas de crecimiento a corto plazo del PIB para algunas de las economías más importantes. Además, las tensiones en los mercados de deuda soberana de la zona del euro siguieron siendo

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

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

- Rendimiento de los bonos indicados con la inflación a cinco años dentro de cinco años
- Rendimiento de los bonos indicados con la inflación a cinco años
- - - Rendimiento de los bonos indicados con la inflación a diez años

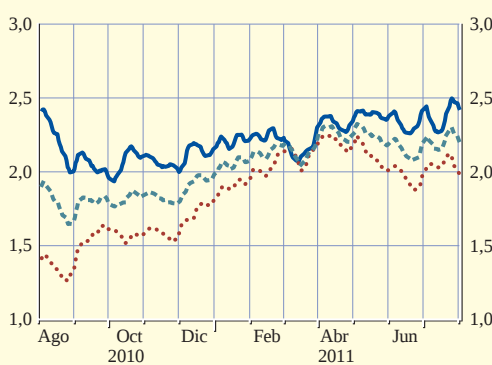


Fuentes: Thomson Reuters y cálculos del BCE.

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

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

- Tasa de inflación implícita a cinco años dentro de cinco años
- Tasa de inflación implícita a cinco años
- - - Tasa de inflación implícita a diez años



Fuentes: Thomson Reuters y cálculos del BCE.

que la reciente disminución del rendimiento de los bonos indicados con la inflación refleje unas perspectivas más sombrías en relación con la actividad económica. Al mismo tiempo, las tasas de inflación implícitas *forward* (a cinco años dentro de cinco años) de la zona del euro disminuyeron unos 13 puntos básicos, hasta situarse en el 2,4% el 3 de agosto (véase gráfico 15). Las correspondientes tasas de inflación derivadas de los *swaps* prácticamente no experimentaron variación, situándose en torno al 2,4% en la misma fecha. Si se comparan con las señales recibidas de los mercados de *swaps* indicados con la inflación, que se han mantenido relativamente estables, las estimaciones de las expectativas implícitas de inflación calculadas a partir de las tasas de inflación implícitas fueron un tanto volátiles en julio y a principios de agosto, posiblemente como consecuencia del aumento de la volatilidad de los rendimientos nominales y reales de los bonos, así como del hecho de que la curva de rendimientos nominales haya reaccionado con más rapidez a los recientes episodios de búsqueda de activos más seguros que la curva de rendimientos reales. En conjunto, los indicadores basados en los mercados sugieren que las expectativas de inflación de los participantes en los mercados siguen estando firmemente ancladas.

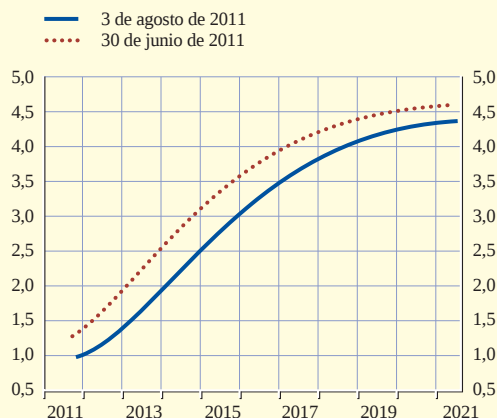
El patrón general de rendimiento de la deuda pública a largo plazo de la zona del euro puede descomponerse en variaciones de las expectativas de tipos de interés (y de las primas de riesgo asociadas) en distintos horizontes (véase gráfico 16). En comparación con finales de junio, la estructura temporal de los tipos *forward* a corto plazo para todos los vencimientos se ha desplazado a la baja de 25 a 55 puntos básicos aproximadamente, como consecuencia de los ajustes de las expectativas de rendimientos, en un contexto de perspectivas económicas más moderadas para la actividad, así como de los ajustes de las primas de riesgo durante el período analizado.

Durante el período considerado, los diferenciales de los valores de renta fija privada con grado de inversión emitidos por las sociedades no financieras se ampliaron ligeramente, especialmente en las calificaciones más bajas. Estos indicadores parecen ser acordes con las probabilidades de incumplimiento

esperadas de las sociedades no financieras, manteniéndose en niveles próximos a las medias históricas y muy por debajo de los altos valores registrados durante la crisis financiera. Los diferenciales de los valores de renta fija privada con grado de inversión emitidos por las instituciones financieras se incrementaron más que los de las sociedades no financieras, especialmente en el caso de los valores con calificación más baja. La mayor incertidumbre acerca de las perspectivas de crecimiento económico mundial, así como el aumento de la aversión al riesgo relacionada con las turbulencias en los mercados de deuda soberana, que afectaron negativamente a los precios de las acciones de los sectores financieros, también fue claramente evidente en los precios de la deuda emitida por las instituciones financieras. No obstante, el rendimiento de la renta fija privada emitida por dichas instituciones siguió siendo bastante inferior al registrado durante el período posterior a la quiebra de Lehman Brothers y próximo a los niveles observados a comienzos de este año.

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

(porcentajes; 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.

2.5 TIPOS DE INTERÉS DE LOS PRÉSTAMOS Y DE LOS DEPÓSITOS

En junio de 2011, la mayor parte de los tipos de interés aplicados por las IFM continuaron incrementándose. En términos históricos, los tipos de interés aplicados por las IFM a los préstamos a hogares y a sociedades no financieras siguen siendo muy bajos en todos los plazos de vencimiento.

En junio de 2011, la mayor parte de los tipos de interés a corto plazo aplicados por las IFM tendieron a aumentar. Los tipos de interés de los depósitos a corto plazo de los hogares se incrementaron ligeramente (entre 3 y 6 puntos básicos) en comparación con el mes anterior, mientras que los tipos de los depósitos de las sociedades no financieras se elevaron entre 4 y 12 puntos básicos (véase gráfico 17). Por otra parte, los tipos de interés aplicados por las IFM a los préstamos a corto plazo concedidos a los hogares prácticamente no se modificaron, tras los perceptibles ascensos registrados en los últimos meses. Los tipos de interés de los préstamos a corto plazo para adquisición de vivienda se situaron en el 3,3%, 3 puntos básicos por encima del nivel del mes precedente, y los del crédito al consumo en el 5,4%, 2 puntos básicos por encima de los niveles de mayo. Los tipos de interés de los descubiertos subieron 10 puntos básicos en el caso de las sociedades no financieras y 7 puntos básicos en el de los hogares. Los tipos de interés de los préstamos por importes reducidos (es decir, préstamos hasta un millón de euros) otorgados a empresas experimentaron un ligero ascenso, de 4 puntos básicos, mientras que los correspondientes a los préstamos por importes elevados (es decir, de más de un millón de euros) con período de fijación del tipo hasta un año aumentaron 18 puntos básicos, situándose en el 2,93% en junio de 2011 (en comparación con el 2,75% de mayo). Como el EURIBOR registró una subida de 11 puntos básicos en junio, el diferencial con respecto a los tipos aplicados por las IFM a los préstamos a corto plazo a los hogares se redujo, mientras que, en promedio, el diferencial frente a las sociedades no financieras se incrementó (véase gráfico 18).

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

(porcentajes; tipos de interés de las nuevas operaciones)



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).

de fijación del tipo inicial registraron un descenso de 11 puntos básicos. Los tipos de interés medios aplicados a los préstamos por importe reducido con período inicial de fijación del tipo de más de cinco años experimentaron un aumento de 4 puntos básicos. No obstante, al mismo tiempo, los tipos de interés aplicados a los préstamos por importes elevados y con un plazo de vencimiento similar se redujeron otros 57 puntos básicos, situándose en el 3,2% en junio de 2011, compensando con creces el incremento registrado en abril.

En junio de 2011, el diferencial entre los tipos de interés de los préstamos a largo plazo concedidos a los hogares y el rendimiento de la deuda pública a siete años con calificación AAA repuntó en torno a 15 puntos básicos, hasta situarse en unos 145 puntos básicos, impulsado principalmente por el menor rendimiento de los bonos, mientras que los tipos de interés de los préstamos prácticamente no se modificaron. En el caso de las sociedades no financieras, el diferencial correspondiente frente a los préstamos por importes elevados se redujo de manera significativa y se situó en 43 puntos básicos, mientras que el diferencial frente a los préstamos por importes reducidos se incrementó hasta alcanzar los 156 puntos básicos.

Desde una perspectiva de largo plazo, las entidades de crédito de la zona del euro han ajustado los tipos de interés de los préstamos a largo plazo por importes elevados concedidos a las sociedades no financieras

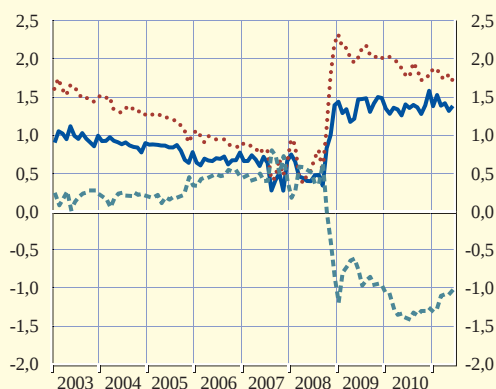
Desde una perspectiva de más largo plazo, durante el ciclo más reciente de relajación de la política monetaria se produjo una transmisión significativa de las variaciones de los tipos de interés de mercado a los tipos de interés aplicados por las entidades de crédito a los préstamos y créditos. Entre octubre de 2008 y marzo de 2010, el EURIBOR a tres meses registró un descenso de más de 400 puntos básicos. Los tipos de interés a corto plazo, tanto los de los créditos a hogares para adquisición de vivienda como los de los préstamos concedidos a las sociedades no financieras, disminuyeron alrededor de 300 puntos básicos en ese mismo período. El aumento de unos 90 puntos básicos del EURIBOR a tres meses desde marzo de 2010 ha quedado reflejado, en cierta medida, en los tipos aplicados por las entidades de crédito a los préstamos a corto plazo otorgados a las sociedades no financieras y a los hogares para adquisición de vivienda, mientras que los tipos de interés del crédito al consumo a hogares se han mantenido estables, en general (si no se tiene en cuenta la reclasificación estadística de junio de 2010).

En el caso de los vencimientos a más largo plazo, la evolución de los tipos de interés aplicados por las IFM a los préstamos a hogares y a los préstamos a sociedades no financieras ha sido dispar. Más concretamente, los tipos de los préstamos a hogares para adquisición de vivienda a más de cinco años y hasta diez años de fijación del tipo inicial se mantuvieron prácticamente invariables, mientras que los aplicados al crédito al consumo a más de cinco años

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)

- Préstamos a las sociedades no financieras por importe superior a un millón de euros sin fijación del tipo y un período inicial de fijación inferior o igual a un año
- Préstamos a hogares para adquisición de vivienda sin fijación del tipo y un período inicial de fijación inferior o igual a un año
- - - Depósitos hasta un año de los hogares



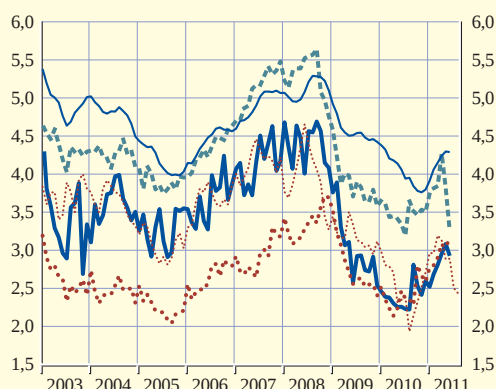
Fuente: BCE.

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).

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

(porcentajes; tipos de interés de las nuevas operaciones)

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



Fuente: BCE.

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

prácticamente en línea con las variaciones observadas en los rendimientos de la deuda pública a largo plazo con calificación AAA. Por el contrario, los tipos de interés de los préstamos largo plazo concedidos a los hogares y de los préstamos por importe reducido otorgados a las sociedades no financieras han mostrado, en general, una transmisión algo más incompleta y lenta.

2.6 MERCADOS DE RENTA VARIABLE

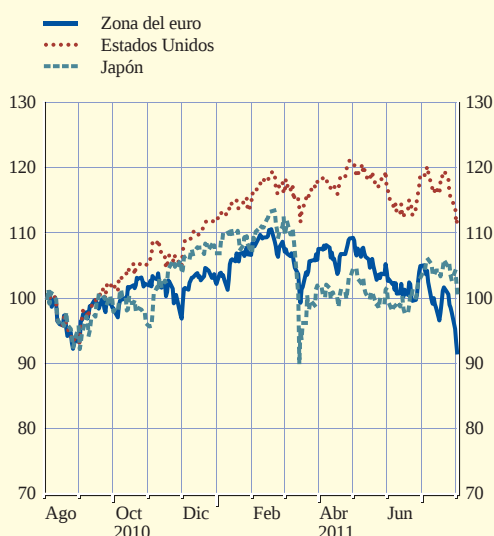
Entre finales de junio y el 3 de agosto, las cotizaciones bursátiles experimentaron un descenso, tanto en la zona del euro como en Estados Unidos. Esta evolución estuvo impulsada por unas expectativas menos favorables acerca de las perspectivas económicas mundiales, por un lado, y por la persistencia de las tensiones relacionadas con la crisis de la deuda soberana de la zona del euro, por otro. Cuando estas tensiones remitieron tras la cumbre europea celebrada el 21 de julio, las cotizaciones se recuperaron ligeramente de manera transitoria, pero volvieron a retroceder hacia el final del período, ya que la incertidumbre asociada a la publicación de datos económicos decepcionantes, las negociaciones sobre el techo de deuda en Estados Unidos y el recrudecimiento de las tensiones en los mercados de deuda soberana de la zona del euro afectaron al clima de los mercados. La incertidumbre de los mercados bursátiles, medida por la volatilidad implícita, aumentó a ambos lados del Atlántico.

Las cotizaciones bursátiles de la zona del euro y de Estados Unidos descendieron considerablemente en julio y a principios de agosto. En conjunto, las cotizaciones bursátiles de la zona del euro, medidas por el índice amplio Dow Jones EURO STOXX, disminuyeron un 12,2 % entre finales de junio y el 3 de agosto. En Estados Unidos, el índice Standard & Poor's 500 se redujo un 4,6 % (véase gráfico 20). Durante el mismo período, las cotizaciones bursátiles de Japón, medidas por el índice Nikkei 225, cayeron un 1,8 %.

El descenso de las cotizaciones bursátiles, especialmente en la primera quincena de julio, reflejaron, en parte, las tensiones relacionadas con la crisis de la deuda en la zona del euro, que fueron un factor de considerable incertidumbre, en particular en lo que respecta a las perspectivas del sector financiero. En la segunda quincena de julio, tras las decisiones anunciadas en la cumbre europea, la aversión al riesgo remitió temporalmente y las cotizaciones se recuperaron en cierta medida. Hacia el final del período analizado, la incertidumbre asociada a las negociaciones sobre el límite de la deuda en Estados Unidos también afectó al clima de los mercados. Además, unas expectativas menos favorables acerca de la fortaleza de la recuperación mundial, junto con la reciente publicación de datos decepcionantes sobre beneficios trimestrales de las empresas, continuaron reduciendo el apetito por el riesgo de los inversores, ejerciendo asimismo presiones al alza sobre las primas de riesgo. La mayor parte de los datos económicos publicados, especialmente en Estados Unidos, continuaron decepcionando a los mercados. En cuanto a los datos sobre beneficios de las empresas, el crecimiento efectivo anual de los beneficios de las empresas de la zona del euro que integran el índice Dow Jones EURO STOXX se redujo hasta el 26 % en julio, desde el 29 % de junio, mientras que la previsión de crecimiento de los beneficios por acción a 12 meses vista de los participantes en el mercado también disminuyó, hasta el 11 %, frente al 12 % de junio.

Gráfico 20 Índices bursátiles

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

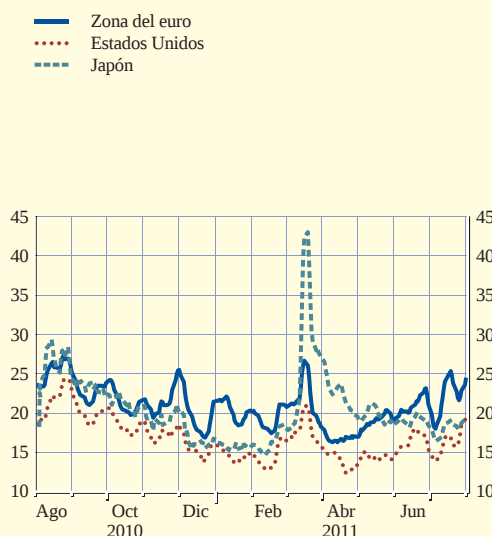


Fuentes: Thomson Reuters.

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

Gráfico 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.

Tanto en la zona del euro como en Estados Unidos, el nivel de incertidumbre en los mercados de renta variable, medido por la volatilidad implícita, aumentó, en general, durante el período considerado (véase gráfico 21). Esta evolución reflejó, en gran medida, cambios en el clima de los mercados respecto a la crisis de la deuda soberana, así como una persistente incertidumbre en torno a las perspectivas de la actividad económica.

En general, los índices bursátiles de la zona del euro descendieron en todos los sectores en julio. En particular, las cotizaciones del sector financiero de la zona del euro registraron una fuerte caída por la evolución de los mercados de deuda soberana de la zona. Al final del período de referencia, las cotizaciones del sector financiero se situaban un 15,2% por debajo del nivel observado a finales de junio. Las cotizaciones del sector industrial también experimentaron acusados descensos, mientras que las de los sectores de atención sanitaria y de bienes de consumo siguieron viéndose relativamente menos afectadas. En Estados Unidos, las cotizaciones del sector industrial y del de atención sanitaria se situaron entre las que mostraron peores resultados, mientras que la reducción de las cotizaciones del sector tecnológico, así como las del sector de petróleo y gas, fue relativamente limitada.

Recuadro 3

CUENTAS INTEGRADAS DE LA ZONA DEL EURO DEL PRIMER TRIMESTRE DE 2011¹

Las cuentas integradas de la zona del euro hasta el primer trimestre de 2011, que se publicaron el 29 de julio de 2011, ofrecen información completa sobre las rentas, los gastos y las decisiones de financiación y de cartera de los sectores institucionales de la zona del euro. En un contexto de continua recuperación, los últimos datos apuntan a un reequilibrio progresivo de los déficits/superávits financieros en todos los sectores de la zona del euro. La tasa de ahorro de los hogares se mantuvo en el nivel más bajo observado desde 2000, por lo que el consumo privado registró cierta capacidad de resistencia frente a una perturbación fuerte y persistente de los precios de las materias primas. La inversión de las sociedades no financieras aumentó, al igual que su necesidad de financiación. Las Administraciones Públicas lograron recortar sus déficits significativamente en el primer trimestre de 2011. Además, el patrón de una pronunciada desintermediación financiera que se había observado desde el inicio de la crisis financiera parece estar retrocediendo.

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

La renta bruta disponible de la zona del euro, en términos nominales, creció con más rapidez en el primer trimestre de 2011, a una tasa de crecimiento interanual del 3,7%, beneficiando, en concreto, a las Administraciones Públicas y a los hogares (véase gráfico A).

El ahorro de la zona del euro registró un notable aumento, en tasa interanual, debido a que la expansión de la renta de la zona del euro fue más rápida que la del consumo total (marcado por un crecimiento del consumo público considerablemente menor), siendo el reducido desahorro de las Administraciones Públicas el que más contribuyó, mientras que el ahorro bruto de los hogares continuó descendiendo. La formación bruta de capital se recuperó con mucha más celeridad (11,9%, en tasa interanual), como consecuencia de una cierta acumulación de existencias, así como de un sólido crecimiento de la formación bruta de capital fijo, que reflejó en parte los considerables efectos de las favorables condiciones meteorológicas.

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

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

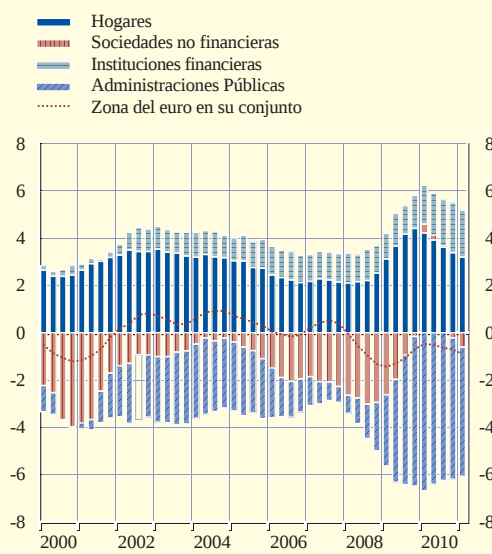
(tasa de variación interanual; contribuciones en puntos porcentuales)



Fuentes: Eurostat y BCE.

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

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



Fuentes: Eurostat y BCE.

Al crecer la inversión total de la zona del euro con más rapidez que el ahorro, la necesidad de financiación de la zona del euro aumentó (hasta el 0,9% del PIB, en términos acumulados de los cuatro últimos trimestres). Desde un punto de vista sectorial, este aumento ocultó un nuevo reequilibrio entre los sectores, con una reducción adicional de la necesidad de financiación de las Administraciones Públicas (su déficit cayó hasta el 5,5% del PIB en términos acumulados de los cuatro últimos trimestres, desde un máximo del 6,7% en el primer trimestre de 2010) y un nuevo descenso de la capacidad de financiación de los hogares, mientras que la necesidad de financiación de las sociedades no financieras se incrementó sustancialmente (véase gráfico B)².

Todo lo anterior puede observarse reflejado en las cuentas exteriores, donde el deterioro del saldo por cuenta corriente refleja el impacto adverso de la relación real de intercambio, que solo se vio compensado en parte por una contribución positiva de la demanda exterior neta en términos reales. Por el lado de la financiación, se incrementaron las operaciones transfronterizas por importe de 100 mm de euros al trimestre, lo que apunta a una normalización gradual. En cuanto a los recursos para hacer frente a las necesidades de financiación netas de la zona del euro, los flujos de entrada netos de acciones y participaciones continuaron sustituyendo gradualmente a los menores flujos de entrada netos de valores distintos de acciones.

Evolución de los sectores institucionales

La nueva aceleración del crecimiento de la renta nominal de los hogares (2,4%, en tasa interanual) en el primer trimestre de 2011 estuvo determinada por un aumento más rápido de los salarios, por

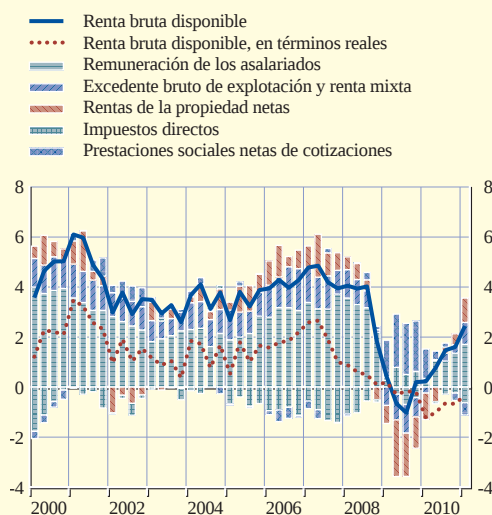
2 La capacidad/necesidad de financiación de un sector es el saldo de su cuenta de capital, que mide el exceso de ahorro y de transferencias de capital netas recibidas con respecto a las inversiones de capital (capacidad de financiación), o viceversa (necesidad de financiación). Es también el saldo de las cuentas financieras lo que mide la diferencia entre las operaciones de activos financieros y las operaciones de pasivos.

las elevadas rentas mixtas y por el auge de las rentas de la propiedad recibidas (dividendos), mientras que el flujo de rentas procedente del sector Administraciones Públicas (transferencias sociales netas y pagos de impuestos) siguió constituyendo un lastre cada vez mayor. La renta de los hogares continuó disminuyendo en términos reales, aunque a un ritmo mucho más lento que en los cuatro trimestres anteriores, debido al aumento de la inflación, que tuvo su origen, principalmente, en el incremento de los precios de las materias primas (gráfico C). En este contexto, el crecimiento interanual del consumo privado fue de nuevo mayor que el crecimiento de la renta, ya que los hogares decidieron seguir recurriendo a los ahorros mantenidos por motivos de precaución. En términos desestacionalizados, su tasa de ahorro se mantuvo en el bajísimo nivel registrado en el trimestre anterior (13,3%) (véase gráfico D), que es coherente con un ligera mejora de las perspectivas de empleo, con una creciente riqueza de los hogares y con un repunte de algunos mercados de la vivienda. Al seguir contrayéndose los flujos de ahorro, en tasa interanual, y recuperarse la inversión en vivienda, la capacidad de financiación de los hogares cayó otra vez considerablemente, acercándose a niveles anteriores a la crisis. Se continuó registrando un crecimiento de los préstamos contraídos a un ritmo moderado, mientras que se desaceleró la acumulación de activos financieros y se observaron señales de una vuelta a la financiación intermediada por las entidades de crédito.

El excedente bruto de explotación de las *sociedades no financieras* volvió a crecer de forma acusada en el primer trimestre de 2011, debido al sólido incremento del valor añadido, a pesar de un nuevo aumento del crecimiento de la remuneración de los asalariados. Sin embargo, los impuestos directos pagados y los dividendos distribuidos, que fueron mucho más elevados, condujeron a una simple estabilización del ahorro de las sociedades no financieras en niveles altos, lo que, unido a una expansión más rápida de la inversión en capital fijo y a la acumulación de existencias, indujo a las sociedades no financieras a reducir su recurso a la financiación interna. Así pues, la necesidad de financiación se incrementó fuertemente en este trimestre (gráfico E). Este comportamiento expansivo de las sociedades no financieras no

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

(tasas de variación interanual; contribuciones en puntos porcentuales)



Fuentes: Eurostat y BCE.

Gráfico D Crecimiento de la renta y del consumo de los hogares, y tasa de ahorro

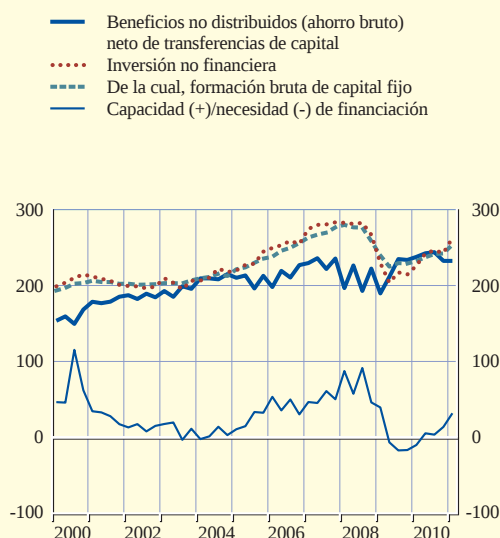
(tasas de variación interanual; porcentaje de la renta bruta disponible; flujos acumulados de los cuatro últimos trimestres)



Fuentes: Eurostat y BCE.

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

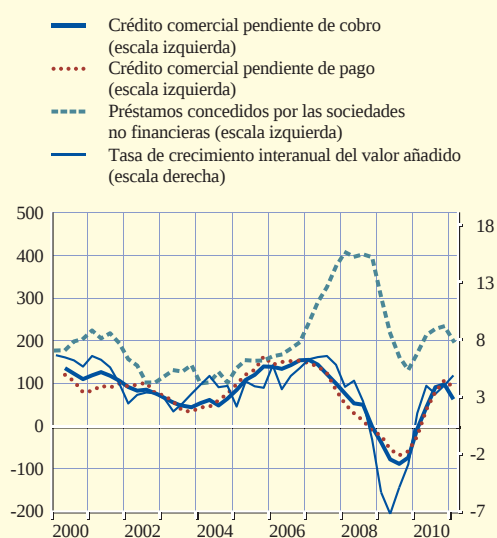
(mm de euros; datos desestacionalizados)



Fuentes: Eurostat y BCE.

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

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



Fuentes: Eurostat y BCE.

Nota: El BCE estima los créditos comerciales pendientes de cobro y pago utilizando información parcial.

se tradujo, sin embargo, en un mayor crecimiento de su financiación externa total, debido a señales de reintermediación: los préstamos de las instituciones financieras monetarias se recuperaron (pasando a ser positivos en el primer trimestre de 2011), mientras que la hasta entonces intensa financiación de mercado y el auge de los préstamos intrasectoriales (crédito comercial y financiación intragrupo) se moderaron. Tras la quiebra de Lehman Brothers, el crédito comercial se contrajo considerablemente menos que el valor añadido, lo que atenuó las restricciones del crédito bancario (sobre todo para las pequeñas y medianas empresas) y/o los problemas de acceso al mercado (véase gráfico F). Al mismo tiempo, las sociedades no financieras volvieron a aumentar sus reservas de liquidez (depósitos y, en particular, valores distintos de acciones), lo que indica que siguieron actuando con precaución.

En este contexto, los déficits de las *Administraciones Públicas* se redujeron de forma acusada en el primer trimestre de 2011, como consecuencia tanto de los estabilizadores automáticos en una economía en recuperación como del impacto de las importantes medidas de consolidación. Los impuestos y las cotizaciones sociales crecieron de forma sólida, mientras que el gasto total se contrajo, en términos interanuales, por primera vez desde el inicio de la Unión Monetaria. El crecimiento interanual de la remuneración de los empleados públicos también se mantuvo próximo a cero por tercer trimestre consecutivo. No obstante, la emisión de deuda siguió siendo elevada.

De nuevo, el aumento de la renta disponible de las *instituciones financieras* se debió, fundamentalmente, al hecho de que el crecimiento de los dividendos obtenidos fue más elevado que el de los dividendos pagados, mientras que el valor añadido y los intereses netos recibidos crecieron más lentamente. El elevado importe de los beneficios netos no distribuidos (40 mm de euros por trimestre) compensó las pérdidas de valor de los valores distintos de acciones mantenidos (derivadas de las turbulencias observadas en algunos mercados de deuda pública) y de los instrumentos denominados en

dólares estadounidenses (véase gráfico G). En el primer trimestre de 2011 se generaron escasas ganancias de capital en acciones y participaciones, en contraste con lo experimentado en seis de los siete trimestres anteriores. En un contexto de presiones a favor del desapalancamiento, el incremento de los balances de las instituciones financieras (excluido el préstamo interbancario) siguió siendo moderado, y ascendió, en promedio, a 200 mm de euros al trimestre, frente a una cifra cercana a 1 billón de euros en el anterior período de fuerte apalancamiento. Sin embargo, el patrón de acusada desintermediación financiera que se ha observado desde el inicio de la crisis financiera parece estar desapareciendo: los hogares prefieren la financiación intermediada y la financiación externa de las sociedades no financieras recurre menos a la financiación intrasectorial o a la financiación de mercado.

Mercados financieros

Por lo que se refiere al *mercado de valores distintos de acciones*, el sector Administraciones Públicas aumentó su número de emisiones de deuda en el primer trimestre de 2011 (un patrón estacional), mientras que las sociedades no financieras redujeron de nuevo su recurso a este mercado, en términos acumulados de cuatro trimestres, y las instituciones financieras monetarias reanudaron sus considerables emisiones de deuda (en parte, un patrón estacional). Las sociedades no financieras, los hogares, las empresas de seguros y los fondos de pensiones y otros intermediarios financieros no monetarios (denominados «otros intermediarios financieros») aumentaron su cartera de valores distintos de acciones, mientras que las instituciones financieras monetarias moderaron su actividad vendedora. El resto del mundo fue un importante comprador neto. En el *mercado de fondos de inversión*, la emisión de participaciones en fondos de inversión distintos de los fondos del mercado monetario, que partía de niveles elevados, se moderó en cierta medida (mientras que continuaron las amortizaciones de participaciones en fondos del mercado monetario), siendo las empresas de seguros y los no residentes los mayores compradores netos. En el *mercado de acciones cotizadas*, la emisión neta se moderó en el caso de las instituciones financieras monetarias, pero se aceleró ligeramente de nuevo en el caso de las sociedades no financieras. Estos dos sectores fueron vendedores de acciones cotizadas, mientras que los no residentes fueron importantes compradores netos. En el *mercado de préstamos*, las sociedades no financieras cesaron sus amortizaciones netas de préstamos de las instituciones financieras monetarias y reanudaron la contracción de préstamos, en particular en el segmento a corto plazo, mientras que el crecimiento de los pasivos de los hogares en forma de préstamos se mantuvo estable.

Evolución de los balances

En el primer trimestre de 2011, el patrimonio neto de los hogares continuó creciendo a una tasa interanual significativa, que, sin embargo, cayó hasta el 18% de su renta. Aparte de la positiva influencia

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

(flujos trimestrales; mm de euros)

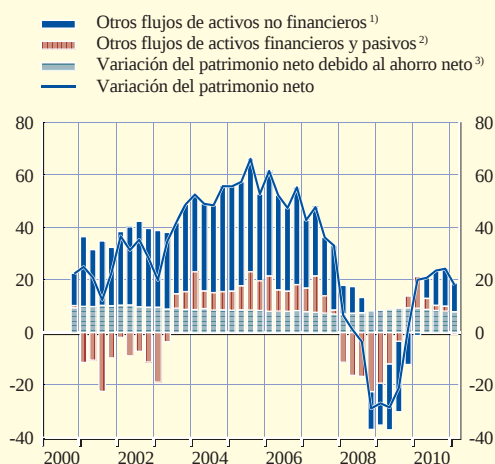


Fuentes: Eurostat y BCE.

Nota: El total hace referencia a «otros flujos económicos», que se refieren, principalmente, a las ganancias y las pérdidas de capital (realizadas o no realizadas) (incluido el saneamiento de los préstamos).

Gráfico H Variaciones del patrimonio neto de los hogares

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



Fuentes: Eurostat y BCE.

Notas: Los datos de activos no financieros son estimados por el BCE.

1) Principalmente, pérdidas y ganancias de capital de activos inmobiliarios y de suelo.

2) Principalmente, pérdidas y ganancias de capital 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.

del ahorro neto (7,9% de la renta, que siguió descendiendo gradualmente a causa de la reducción observada en las tasas de ahorro), los hogares se beneficiaron de las ganancias de capital (10,2% de la renta) —pero menos que en los dos trimestres precedentes—, principalmente derivadas de los precios de la vivienda. Los precios de los inmuebles residenciales han estado subiendo, en tasa interanual, durante cinco trimestres consecutivos, tras cinco trimestres sucesivos de caídas (véase gráfico H).

3 PRECIOS Y COSTES

Según el avance de Eurostat, la inflación interanual de la zona del euro medida por el IAPC fue del 2,5% en julio de 2011, frente al 2,7% de junio. Las tasas relativamente elevadas registradas por la inflación en los últimos meses reflejan, en gran medida, la subida de los precios de la energía y de las materias primas. Sigue siendo de primordial importancia que el aumento de la inflación medida por el IAPC no provoque efectos de segunda vuelta en la fijación de precios y salario dando lugar a presiones inflacionistas generalizadas. Las expectativas de inflación deben permanecer firmemente ancladas, en consonancia con el objetivo del Consejo de Gobierno de mantener las tasas de inflación en un nivel inferior, aunque próximo, al 2% a medio plazo. Los riesgos para las perspectivas de evolución de los precios a medio plazo siguen al alza.

3.1 PRECIOS DE CONSUMO

Según el avance de Eurostat, la inflación interanual de la zona del euro medida por el IAPC fue del 2,5% en julio de 2011, frente al 2,7% de mayo y junio (véase cuadro 5). Aunque todavía no se dispone de una desagregación detallada de los componentes del IAPC, es probable que la mayor parte de este descenso tenga su origen en cambios metodológicos que influyen en el cálculo de bienes estacionales en la elaboración del IAPC¹.

En junio, el último mes para el que se dispone de una desagregación oficial, la tasa de variación interanual de los precios de la energía se redujo ligeramente, hasta el 10,9%, desde el 11,1% de mayo, debido, en gran parte, al descenso intermensual de los precios de productos derivados del petróleo como los combustibles y lubricantes para vehículos privados.

La tasa de variación interanual de los precios de los alimentos no elaborados se redujo desde el 2,4% en mayo hasta el 2% en junio, principalmente como consecuencia de la disminución de la tasa de variación interanual del precio de la fruta, mientras que la correspondiente al precio de las verduras se mantuvo estable, en el 0,1%. La tasa de inflación interanual de los alimentos elaborados descendió ligeramente en junio, hasta el 3,1%, la primera caída desde marzo de 2010, pese a registrarse un aumento de las

1 Para más detalles, véase el recuadro titulado «Cambios metodológicos en la elaboración del IAPC y su impacto sobre los datos más recientes», Boletín Mensual, BCE, abril de 2011.

Cuadro 5 Evolución de los precios

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

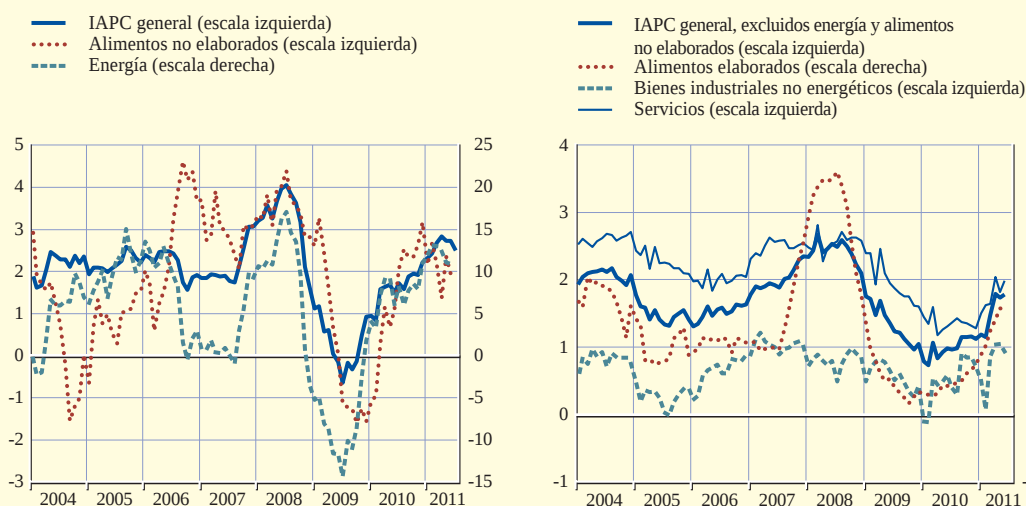
	2009	2010	2011 Feb	2011 Mar	2011 Abr	2011 May	2011 Jun	2011 Jul
IAPC y sus componentes								
Índice general ¹⁾	0,3	1,6	2,4	2,7	2,8	2,7	2,7	2,5
Energía	-8,1	7,4	13,1	13,0	12,5	11,1	10,9	.
Alimentos no elaborados	0,2	1,3	2,7	2,2	1,4	2,4	2,0	.
Alimentos elaborados	1,1	0,9	2,0	2,5	2,8	3,2	3,1	.
Bienes industriales no energéticos	0,6	0,5	0,1	0,9	1,0	1,0	0,9	.
Servicios	2,0	1,4	1,6	1,6	2,0	1,8	2,0	.
Otros indicadores de precios								
Precios industriales	-5,1	2,9	6,6	6,8	6,8	6,2	5,9	.
Precios del petróleo (euro/barril)	44,6	60,7	76,6	82,1	85,1	79,8	79,1	81,7
Precios de las materias primas no energéticas	-18,5	44,7	47,5	35,7	15,1	11,1	8,7	7,8

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

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

Gráfico 22 Desagregación del IAPC por principales componentes

(tasas de variación interanual; datos mensuales)



Fuente: Eurostat.

tasas de variación interanual de los precios del pan y los cereales, así como de los productos lácteos. La tasa de variación interanual de los precios del tabaco continuó disminuyendo por tercer mes consecutivo.

Si se excluyen los alimentos y la energía, que representan cerca del 30 % de la cesta del IAPC, la inflación interanual medida por el IAPC aumentó ligeramente, desde el 1,5 % registrado en mayo hasta el 1,6 % de junio. Esta partida agregada, que consta de dos componentes principales, —los bienes industriales no energéticos y los servicios—, ha estado creciendo en los últimos meses a tasas interanuales más elevadas que en el segundo semestre de 2010.

En junio, la tasa de variación interanual de los bienes industriales no energéticos se moderó hasta situarse en el 0,9 %, como consecuencia, entre otros factores, de la disminución de las tasas de variación interanual de los precios de los artículos de vestir y del calzado. La inflación de precios de los servicios volvió a aumentar hasta el 2 % en junio, reflejando el incremento de las tasas de variación interanual de los precios de los servicios recreativos y personales (sobre todo, las vacaciones organizadas), así como de los servicios de transporte.

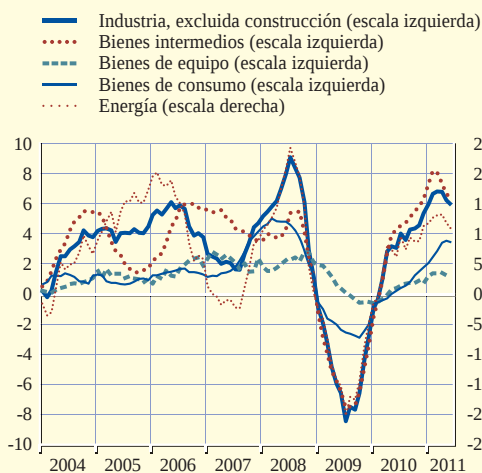
3.2 PRECIOS INDUSTRIALES

La inflación de los precios industriales (excluida la construcción) disminuyó hasta situarse en una tasa interanual del 5,9 % en junio 2011, frente al 6,2 % de mayo. Este descenso es atribuible, principalmente, a la caída de 1,1 puntos porcentuales del componente energético (véase gráfico 23). La inflación medida por el IPRI, excluidas la construcción y la energía, se mantuvo invariable en junio, en el 4,2 %.

En fases posteriores de la cadena de producción, la inflación de los precios industriales en la rama de bienes de consumo se moderó desde el 3,5 % registrado en mayo hasta el 3,4 % de junio, debido a una ligera reducción en el componente de alimentos, que fue resultado, principalmente, de un efecto de

Gráfico 23 Desagregación de los precios industriales

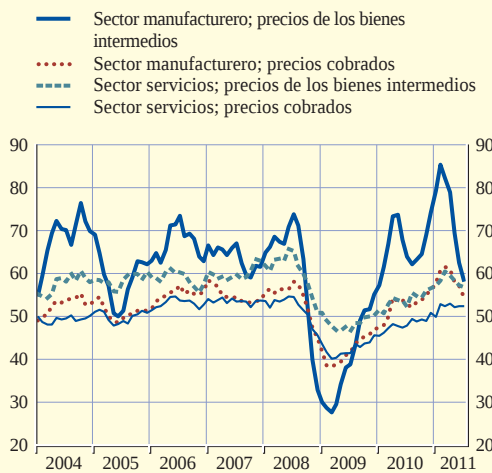
(tasas de variación interanual; datos mensuales)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

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

(índices de difusión; datos mensuales)



Fuente: Markit.

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

base. La tasa de variación interanual del componente de alimentos del IPRI se mantiene por debajo de las tasas registradas en 2008 y sugiere una transmisión aún incompleta de las subidas de los precios de las materias primas alimenticias a los precios industriales y de consumo. La tasa de variación interanual de los bienes de consumo no alimenticio no se modificó y permaneció en el 1,5%, el valor más alto observado desde 2001. El elevado nivel de la inflación de los precios industriales en la rama de bienes de consumo indica la existencia de continuas presiones latentes sobre la inflación subyacente de los precios de consumo a nivel interno, mientras que las presiones externas derivadas de los precios de importación han disminuido progresivamente desde diciembre de 2010, como consecuencia de la apreciación del euro.

De cara al futuro, la mayor parte de los indicadores procedentes de las encuestas sobre precios, que adelantan la evolución del IPRI, continuaron disminuyendo en julio de 2011, aunque se mantuvieron por encima de sus medias históricas (véase gráfico 24). Al igual que en junio, la información sobre precios obtenida del índice de directores de compras muestra una evolución opuesta de las manufacturas y de los servicios en julio. En las manufacturas, el índice de precios de venta descendió por cuarto mes consecutivo de 57,2 en junio a 54,3 en julio, situándose bastante por debajo del máximo de 61,5 registrado en marzo de 2011. Es muy probable que esta disminución esté relacionada con la nueva caída del índice de precios de los bienes intermedios en el sector manufacturero, que se redujo de 62,5 en junio a 58,2 en julio. Este es el nivel más bajo registrado desde enero de 2010, y apunta a una ligera relajación de las presiones sobre los precios en la cadena de producción. En el sector servicios, el índice de precios de venta se mantuvo en 52,4, el valor más elevado desde julio de 2008, mientras que el índice de precios de bienes intermedios se redujo de 57,3 en junio a 56,7 en julio.

En resumen, la disminución de la tasa de variación interanual de los precios industriales es consecuencia de cierta moderación del crecimiento de los precios de las materias primas. Sin embargo, la inflación de los precios industriales sigue siendo elevada, lo que indica que persisten las presiones latentes.

3.3 INDICADORES DE COSTES LABORALES

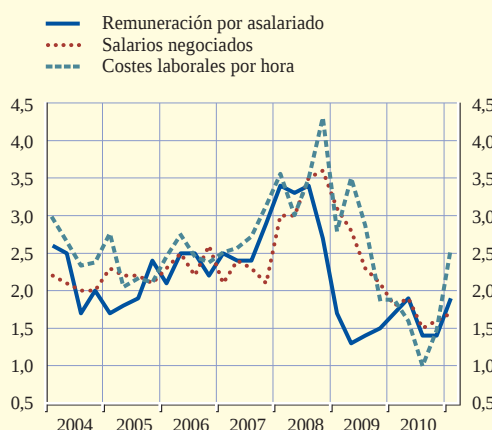
Los indicadores de costes laborales registraron un ligero avance en el primer trimestre de 2011, en consonancia con la mejora observada en la situación de los mercados de trabajo. La información preliminar sobre los salarios negociados correspondiente a mayo sugiere que el patrón de moderación del crecimiento de los salarios en 2010 ha continuado, en general, en 2011.

Los salarios negociados de la zona del euro crecieron un 1,7%, en tasa interanual, en el primer trimestre de 2011, tras el 1,6% del cuarto trimestre de 2010 (véanse cuadro 6 y gráfico 25). La tasa de crecimiento interanual de los costes laborales por hora aumentó de manera pronunciada, hasta el 2,6%, en el primer trimestre de 2011, tras una tasa de crecimiento, revisada a la baja, de hasta el 1,5% en el cuarto trimestre de 2010. Este aumento fue generalizado en todos los sectores (véase gráfico 26). El crecimiento de los costes laborales por hora se aceleró en la mayoría de los países de la zona del euro, pero se moderó en unos pocos, mientras que únicamente Irlanda y Grecia informaron de caídas interanuales de los costes laborales por hora en el primer trimestre. En general, los costes no salariales siguieron creciendo con más rapidez que el componente de sueldos y salarios de los costes laborales por hora de la zona del euro.

La tasa de crecimiento interanual de la productividad del trabajo por persona ocupada aumentó hasta el 2,1% en el primer trimestre de 2011, desde el 1,7% del cuarto trimestre de 2010. Como esta tasa superó

Gráfico 25 Indicadores de costes laborales

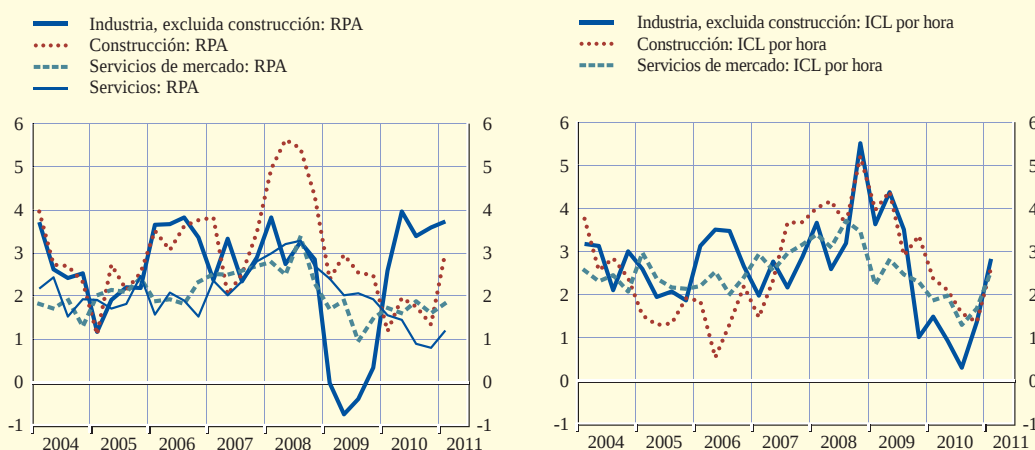
(tasas de variación interanual; datos trimestrales)



Fuentes: Eurostat, datos nacionales y cálculos del BCE.

Gráfico 26 Evolución de los costes laborales por sectores

(tasas de variación interanual; datos trimestrales)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

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

Cuadro 6 Indicadores de costes laborales

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

	2009	2010	2010 I	2010 II	2010 III	2010 IV	2011 I
Salarios negociados	2,6	1,7	1,8	1,9	1,5	1,6	1,7
Costes laborales por hora	2,8	1,5	1,9	1,6	1,0	1,5	2,6
Remuneración por asalariado	1,5	1,6	1,7	1,9	1,4	1,4	1,9
<i>Pro memoria:</i>							
Productividad del trabajo	-2,3	2,2	2,2	2,6	2,1	1,7	2,1
Costes laborales unitarios	3,9	-0,6	-0,5	-0,7	-0,7	-0,3	-0,2

Fuentes: Eurostat, datos nacionales y cálculos del BCE.

la de la remuneración por asalariado (el 1,9% en el primer trimestre de 2011, tras el 1,4% del cuarto trimestre de 2010), los costes laborales unitarios experimentaron un descenso interanual del 0,2%, prácticamente similar al observado en el cuarto trimestre de 2010.

3.4 PERSPECTIVAS DE INFLACIÓN

De cara al futuro, es probable que las tasas de inflación se mantengan claramente por encima del 2% en los próximos meses. Las presiones al alza sobre la inflación, generadas fundamentalmente por los precios de la energía y de las materias primas, también son evidentes en las primeras fases del proceso de producción. Sigue siendo de primordial importancia que el aumento de la inflación medida por el IAPC no provoque efectos de segunda vuelta en la fijación de precios y salarios, dando lugar a presiones inflacionistas generalizadas. Las expectativas de inflación deben permanecer firmemente ancladas, en consonancia con el objetivo del Consejo de Gobierno de mantener las tasas de inflación en un nivel inferior, aunque próximo, al 2% a medio plazo.

La última encuesta del BCE a expertos en previsión económica (véase recuadro 4) muestra, en relación con la encuesta anterior, que los encuestados han revisado ligeramente al alza sus perspectivas de inflación para 2011 y 2012, hasta el 2,6% y el 2%, respectivamente. Las expectativas para 2013 sitúan la inflación en el 1,9%. Las expectativas de inflación de los encuestados para el período comprendido entre 2011 y 2013 se sitúan dentro de los intervalos indicados en las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema para la zona del euro de junio de 2011. Las expectativas de inflación a largo plazo (para 2016) se mantienen sin variación, en el 2%.

Los riesgos para las perspectivas de evolución de los precios a medio plazo siguen al alza y están relacionados, en particular, con subidas de los precios de la energía mayores de lo previsto. Además, existe el riesgo de que los impuestos indirectos y los precios administrados registren aumentos mayores de lo que se espera actualmente, debido a la necesidad de sanear las finanzas públicas en los próximos años. Por último, los riesgos al alza pueden proceder de presiones internas sobre los precios más pronunciadas de lo previsto en la zona del euro.

Recuadro 4

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

En este recuadro se presentan los resultados de la encuesta a expertos en previsión económica (EPE) correspondientes al tercer trimestre de 2011. La encuesta se realizó entre el 14 y el 19 de julio de 2011 y se recibieron 50 respuestas¹.

Los resultados suponen una ligera revisión al alza de las expectativas de inflación a más corto plazo para 2011 y 2012, debido principalmente al impacto de la evolución de los precios de las materias primas y del aumento de los impuestos indirectos. Las expectativas de crecimiento del PIB para 2011 se han revisado al alza, principalmente como consecuencia de un aumento de la actividad en la zona del euro mayor de lo esperado a comienzos del año, mientras que para 2012 se han revisado ligeramente a la baja. Por lo que respecta a las expectativas de inflación a más largo plazo (para 2016), la predicción puntual media se mantiene sin variación en el 2 %, al igual que la predicción mediana, que también se mantiene estable en el 2 %.

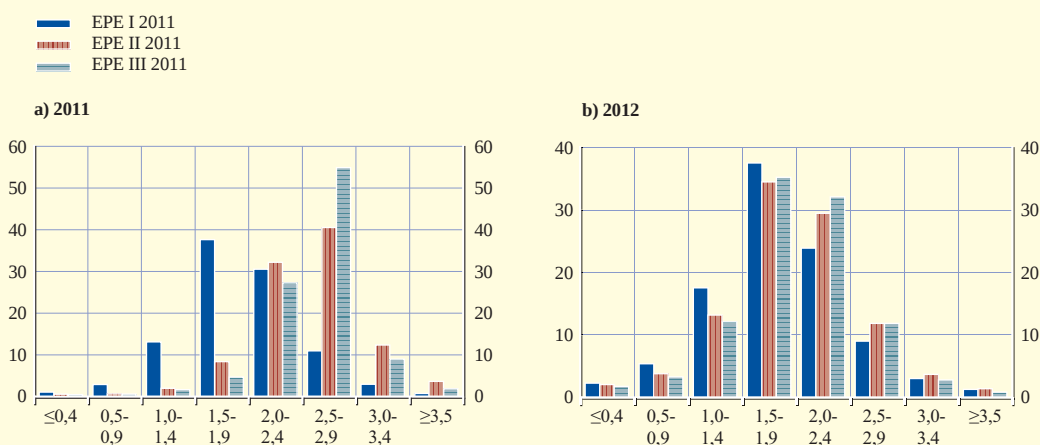
Ligera revisión al alza de las expectativas de inflación a más corto plazo tanto para 2011 como para 2012

Las expectativas de inflación de la EPE para 2011 y 2012 se sitúan en el 2,6 % y el 2 %, respectivamente, lo que supone una revisión al alza en comparación con la última encuesta de alrededor de 0,1 puntos porcentuales para ambos horizontes. Las expectativas para 2013 se sitúan en el 1,9 % (véase

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

Gráfico A Distribución de probabilidad agregada para las expectativas de 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.

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	2012	2013	A más largo plazo ²⁾
EPE III 2011	2,6	2,0	1,9	2,0
EPE anterior (II 2011)	2,5	1,9	-	2,0
Proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema	2,5-2,7	1,1-2,3	-	-
Consensus Economics (julio 2011)	2,6	1,9	1,7	2,3
Barómetro de la Zona del Euro (julio 2011)	2,6	1,9	1,9	2,1
Crecimiento del PIB real	2011	2012	2013	A más largo plazo ²⁾
EPE III 2011	1,9	1,6	1,8	1,9
EPE anterior (II 2011)	1,7	1,7	-	1,9
Proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema	1,5-2,3	0,6-2,8	-	-
Consensus Economics (julio 2011)	2,0	1,6	1,7	1,6
Barómetro de la Zona del Euro (julio 2011)	2,0	1,7	1,7	1,9
Tasa de desempleo ¹⁾	2011	2012	2013	A más largo plazo ²⁾
EPE III 2011	9,8	9,5	9,2	8,2
EPE anterior (II 2011)	9,8	9,5	-	8,2
Consensus Economics (julio 2011)	9,8	9,5	-	-
Barómetro de la Zona del Euro (julio 2011)	9,8	9,4	9,1	8,2

1) En porcentaje de la población activa.

2) Las expectativas de inflación a más largo plazo se refieren a 2015 en el Barómetro de la Zona del Euro y en la EPE anterior, y a 2016 en la EPE del tercer trimestre de 2011 y Consensus Economics. Las expectativas para 2013 y las expectativas a más largo plazo de Consensus Economics provienen de la publicación de abril de 2011.

cuadro). Las expectativas de inflación de la EPE para el período comprendido entre 2011 y 2013 son, en general, coherentes con las previsiones correspondientes de julio de 2011 de Consensus Economics y del Barómetro de la Zona del Euro.

Mientras que la previsión media para 2011 solo ha aumentado ligeramente, la distribución de probabilidad agregada se ha desplazado considerablemente hacia niveles más elevados. Para el intervalo comprendido entre el 2,5 % y el 2,9 %, la probabilidad se sitúa ahora en el 55 %. Para 2012 y 2013, las probabilidades más altas se asocian todavía a los intervalos comprendidos entre el 1,5 % y el 1,9 % y entre el 2 % y el 2,4 %, con algo más de un 30 % en cada caso (véase gráfico A).

La ligera revisión al alza de las previsiones puntuales para 2011 y 2012 se debe a la evolución de los precios de las materias primas, en particular de los precios del petróleo, que, a juicio de algunos encuestados, está afectando a la inflación subyacente. El escenario de referencia de los expertos incorpora también presiones al alza de los salarios, especialmente en los países con mayores tasas de crecimiento, y aumentos de los impuestos indirectos y de los precios administrados. No obstante, se estima que el impacto total de las medidas fiscales sobre las perspectivas de inflación es, en general, neutro, dado que se prevé que la consolidación fiscal tenga un efecto moderador sobre la demanda agregada. Los principales riesgos al alza para las perspectivas de inflación de referencia son que se produzcan nuevas subidas de los precios del petróleo y de los alimentos y los consiguientes efectos de segunda vuelta, así como un riesgo más general de presiones más pronunciadas como consecuencia de la transmisión de los incrementos de los costes laborales unitarios y de los impuestos a los precios de consumo. Como principal riesgo a la baja se menciona la posibilidad de que las perspectivas

económicas sean menos favorables de lo previsto. Basándose en las distribuciones de probabilidad individuales, los encuestados consideran que los riesgos para sus previsiones se inclinan ligeramente a la baja en todo el horizonte de predicción².

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

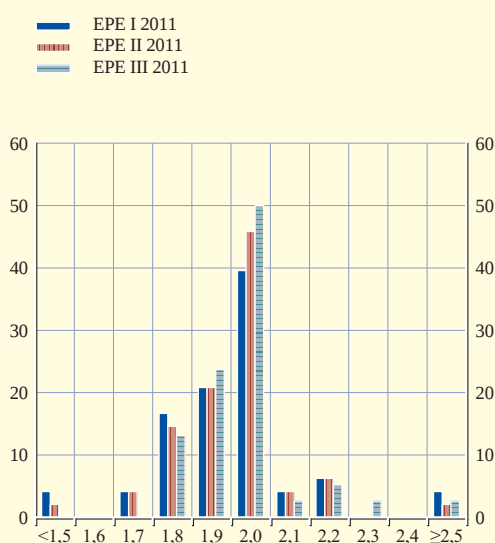
En promedio, las expectativas de inflación a más largo plazo se mantienen sin variación, en el 2 %, para 2016 (en el 2,01 % con dos decimales, lo que representa el segundo nivel más alto registrado después del tercer trimestre de 2008 y un aumento de 0,05 puntos porcentuales en comparación con la encuesta anterior). La mediana y la moda de las previsiones también se mantienen estables en el 2 %. La distribución se concentra todavía en el intervalo comprendido entre el 1,8 % y el 2 %; no obstante, el porcentaje de encuestados que se inclinan por una previsión del 2 % ha aumentado hasta el 50 % (la segunda cifra más alta registrada hasta ahora, tras el 57 % del segundo trimestre de 2008). En comparación con las previsiones a más largo plazo publicadas en abril de 2011 por Consensus Economics (para 2016) y en julio de 2011 en el Barómetro de la Zona del Euro (para 2015), las expectativas de inflación a más largo plazo de la EPE se sitúan 0,3 y 0,1 puntos porcentuales por debajo, respectivamente.

La distribución de probabilidad agregada se ha desplazado ligeramente hacia tasas más elevadas que en la encuesta anterior. De hecho, la probabilidad de que la inflación sea igual o superior al 2 % ha aumentado de nuevo, hasta el 52 %, desde el 50 % registrado en la encuesta anterior. Desde que se realiza la

2 Los riesgos se definen como alcistas (bajistas) cuando es menor el número de encuestados cuyas previsiones se sitúan por encima (por debajo) de la media de su distribución de probabilidad que el número de encuestados cuyas previsiones se encuentran por debajo (por encima) de dicha media.

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

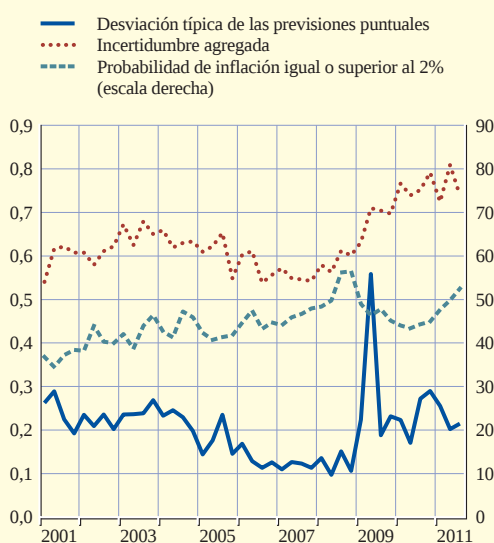
(porcentaje de encuestados)



Fuente: BCE.

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

(en porcentaje)



Fuente: BCE.

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

EPE, el umbral del 50% solo se había sobrepasado en el segundo semestre de 2008. Dado que hay un mayor número de encuestados con previsiones por encima de la mediana de su distribución de probabilidad, puede considerarse que los riesgos que rodean a la previsión puntual media son riesgos a la baja.

El desacuerdo entre los expertos en cuanto a sus expectativas de inflación a más largo plazo, medido por la desviación típica de sus previsiones, se mantiene, sin variación, en 0,2 puntos porcentuales. En términos agregados, la incertidumbre que rodea a dichas expectativas, medida por la desviación típica de la distribución de probabilidad agregada, se ha reducido con respecto al máximo histórico registrado en la EPE anterior (véase gráfico C)³.

Las expectativas de crecimiento del PIB se revisan al alza para 2011 y a la baja para 2012

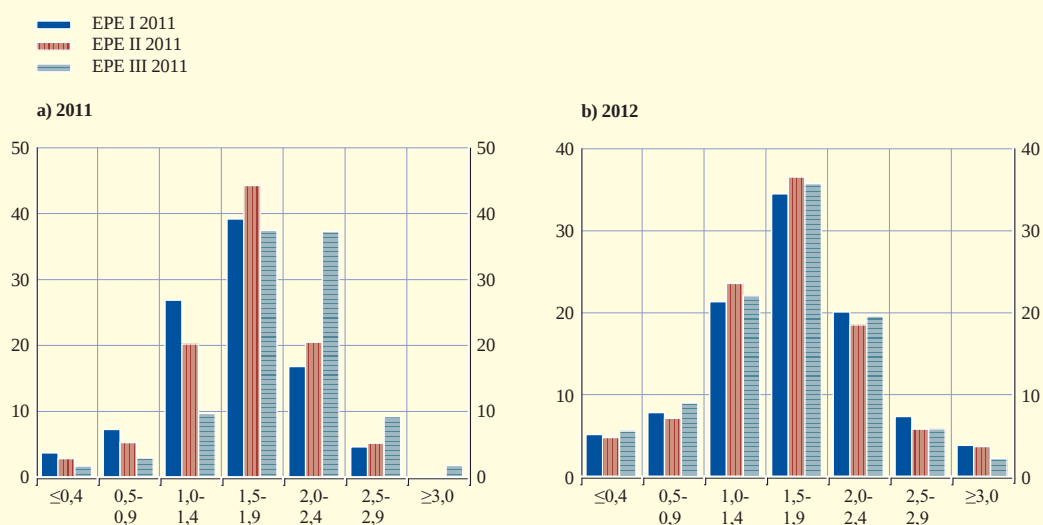
En promedio, las expectativas de crecimiento del PIB a más corto plazo se han revisado al alza para 2011 y ligeramente a la baja para 2012, y se sitúan ahora en el 1,9% (+0,2 puntos porcentuales) y en el 1,6 (−0,1 puntos porcentuales), respectivamente. Las expectativas para 2013 se sitúan en el 1,8%. La distribución de probabilidad agregada para 2011 se ha desplazado notablemente hacia mayores tasas: los encuestados asignan ahora una probabilidad de casi el 40% tanto al intervalo comprendido entre el 1,5% y el 1,9% como al comprendido entre el 2% y el 2,4%. Con respecto a 2012 y 2013, las distribuciones de probabilidad agregada se concentran de forma mucho más clara en el intervalo comprendido entre el 1,5% y el 1,9% (véase gráfico D).

En opinión de los encuestados, la revisión al alza de la predicción en 2011 refleja, principalmente, el crecimiento más sólido de lo esperado registrado a comienzos de año en la zona del euro. Se prevé

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

Gráfico D Distribución de probabilidad agregada de las expectativas de crecimiento del PIB 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.

una desaceleración del crecimiento en la zona del euro en los trimestres restantes de 2011, debido a la moderada expansión de la demanda mundial, al impacto negativo del endurecimiento de la política fiscal y a los diversos efectos del alza de precios de las materias primas (por ejemplo, el aumento de los costes de producción y la reducción del poder adquisitivo real de los hogares). En conjunto, los encuestados consideran que los riesgos para las perspectivas de crecimiento se inclinan a la baja durante todo el horizonte de la predicción y estiman que los principales riesgos a la baja para las perspectivas de crecimiento se encuentran en: i) un impacto mayor de lo previsto de las medidas de austeridad y endurecimiento de la política fiscal, especialmente en los países de la zona del euro con dificultades fiscales; ii) las nuevas subidas de los precios del petróleo; iii) la desaceleración del crecimiento en las economías emergentes, así como en Estados Unidos, y iv) la posibilidad de que las condiciones de financiación se tornen más restrictivas.

Las expectativas de crecimiento a más largo plazo (para 2016) se sitúan en el 1,9%. Se estima que los riesgos para estas perspectivas de crecimiento a más largo plazo son bajistas. La distribución de probabilidad agregada se mantiene prácticamente estable en comparación con la EPE anterior. Los expertos todavía asignan una probabilidad de alrededor del 30% a un crecimiento del PIB real a más largo plazo situado en el intervalo comprendido entre el 1,5% y el 1,9%, mientras que la probabilidad de que se sitúe entre el 2% y el 2,4% se ha mantenido en niveles próximos al 25%.

Expectativas de que la tasa de desempleo no varíe en 2011 y 2012

Las expectativas respecto a la tasa de desempleo se han mantenido estables en el 9,8% para 2011 y en el 9,5% para 2012, y se sitúan en el 9,2% para 2013. Así pues, los expertos solo prevén un descenso gradual de la tasa de desempleo durante el horizonte de la predicción. El principal riesgo al alza para este escenario es una posible desaceleración de la actividad económica. Los riesgos a la baja guardan relación, sobre todo, con el éxito de las reformas en curso de los mercados laborales, que permitiría una mayor flexibilidad en estos mercados. Comparando las predicciones con las medias de las distribuciones de probabilidad, se estima que los riesgos son bajistas para 2011 y alcistas tanto para 2012 como para 2013.

Las expectativas respecto a la tasa de desempleo a más largo plazo (para 2016) se mantienen estables en el 8,2% y se considera que los riesgos son alcistas. La distribución de probabilidad agregada se ha desplazado ligeramente hacia porcentajes más elevados, asignándose todavía la probabilidad más alta (22%) al intervalo comprendido entre el 8% y el 8,4%.

Otras variables y supuestos condicionantes

Según otros datos facilitados por los encuestados, las predicciones se basan en los siguientes supuestos: se espera que los precios del petróleo se sitúen en torno a 113 dólares estadounidenses el barril en 2011 y 2012, y que, a partir de entonces, aumenten ligeramente; se prevé que el tipo de cambio entre el euro y el dólar se sitúe, en promedio, en 1,43 dólares por euro en el tercer trimestre de 2011 y que, después, se deprecie ligeramente; el tipo principal de financiación del BCE se incrementará de forma gradual hasta el 2,2%, en promedio, en 2012. Por último, se prevé que el crecimiento medio interanual de los salarios aumente gradualmente hasta el 2,2% en 2013.

4 PRODUCTO, DEMANDA Y MERCADO DE TRABAJO

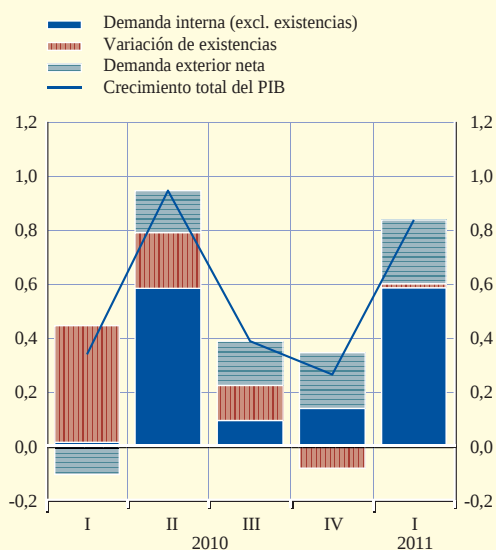
En el primer trimestre de 2011, el PIB real de la zona del euro registró un fuerte crecimiento intertrimestral, del 0,8%. Los datos y los indicadores de opinión del segundo trimestre apuntan a un crecimiento sostenido del PIB real, si bien, como se esperaba, a un ritmo más lento. Esta moderación refleja asimismo el hecho de que el acusado crecimiento observado en el primer trimestre se debió, en parte, a factores especiales. Se mantiene el positivo dinamismo subyacente de la actividad económica en la zona del euro, previéndose la continuidad de una expansión moderada en los próximos meses. La expansión en curso de la economía mundial debería seguir alentando las exportaciones de la zona del euro. Además, el actual nivel de confianza de consumidores y empresas en la zona del euro sustenta la demanda interna del sector privado. Sin embargo, en estos momentos, una serie de factores generadores de incertidumbre están lastrando la dinámica de crecimiento, y se espera que el proceso de ajuste de los balances que se está llevando a cabo en varios sectores y regiones modere, en cierta medida, la actividad. En un contexto de incertidumbre particularmente elevada, los riesgos para estas perspectivas económicas en la zona del euro siguen estando prácticamente equilibrados.

4.1 PIB REAL Y COMPONENTES DE LA DEMANDA

El PIB real de la zona del euro se elevó un 0,8%, en tasa intertrimestral, en el primer trimestre de 2011 (véase gráfico 27). El crecimiento intertrimestral medio desde el mínimo cíclico más reciente, observado en el segundo trimestre de 2009, ha sido del 0,5%, ligeramente por encima del crecimiento medio registrado desde 1995. Pese a esta favorable evolución, el nivel del producto en el primer trimestre siguió situándose sustancialmente por debajo del máximo alcanzado en el primer trimestre de 2008.

Gráfico 27 Crecimiento del PIB real y contribuciones

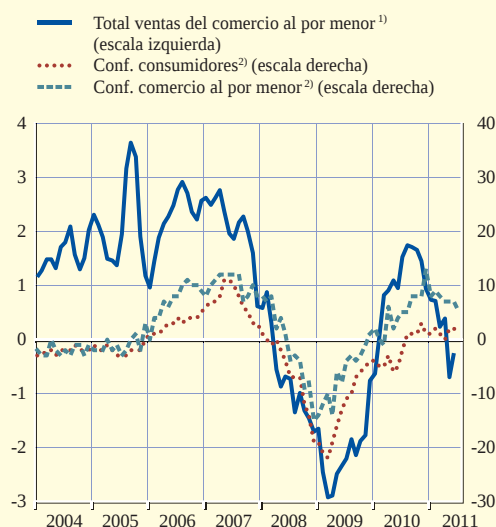
(tasa de crecimiento intertrimestral y contribuciones trimestrales en puntos porcentuales; datos desestacionalizados)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

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

(datos mensuales)



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

El recuadro 5 describe con mayor grado de detalle la actual recuperación de la zona del euro y de los cuatro países más importantes de la zona desde una perspectiva histórica.

En el primer trimestre del año, el consumo privado registró un avance del 0,2 %, en términos intertrimestrales, tras un incremento del 0,3 % en el último trimestre de 2010. A pesar de que el consumo ha mostrado tasas de crecimiento intertrimestrales positivas durante seis trimestres consecutivos, su ritmo de recuperación ha sido especialmente lento. Por lo que se refiere al segundo trimestre de 2011, la información sobre el consumo privado señala el mantenimiento de una débil evolución del gasto en consumo. Las ventas del comercio al por menor volvieron a contraerse durante el segundo trimestre en su conjunto (un -0,3 %, tras un -0,2 % en el primer trimestre), aunque en junio se recuperaron ligeramente. Al mismo tiempo, las matriculaciones de automóviles disminuyeron un 4 % en el segundo trimestre, tras un aumento del 1,5 % en el primero. Los datos de las encuestas de opinión relativos al comercio al por menor, disponibles para julio, apuntan a una persistente debilidad a comienzos del tercer trimestre (véase gráfico 28). Con arreglo a la encuesta de opinión de los consumidores de la Comisión Europea, el indicador de confianza de los consumidores disminuyó en julio, si bien se mantuvo próximo a su media de largo plazo, lo cual, a su vez, está en consonancia con un crecimiento continuo, aunque moderado, del gasto en consumo al inicio del tercer trimestre. En julio, el indicador de compras esperadas de bienes duraderos se mantuvo prácticamente sin cambios, en un nivel reducido, sugiriendo que los consumidores siguen comportándose con cautela a la hora de tomar decisiones relativas a la adquisición de bienes de consumo duradero.

Recuadro 5

LA ACTUAL RECUPERACIÓN DESDE UNA PERSPECTIVA HISTÓRICA

Dada la fuerte aceleración registrada por el PIB de la zona del euro en el primer trimestre de este año, la recuperación económica en curso, que hasta ahora se había retrasado con respecto a la observada en todos los episodios anteriores registrados desde 1970, ha ganado terreno, situándose a la par de las dos recuperaciones previas. El vigor de la recuperación actual, desde su inicio en el segundo trimestre de 2009 hasta el primer trimestre de 2011, es comparable al observado en los siete trimestres iniciales de las recuperaciones de principios de las décadas de los ochenta y de los noventa, pero no llega a alcanzar los niveles de la recuperación de mediados de los años setenta.

No obstante, en esta comparación no se ha tenido en cuenta el hecho de que la última recesión fue mucho más profunda que cualquiera de las producidas desde 1970, en la medida en que fue provocada por una crisis financiera mundial de grandes dimensiones. La experiencia del pasado indica que las economías tienden a recuperarse con lentitud de una crisis financiera, debido a la necesidad de proceder a un saneamiento de los balances y a un desapalancamiento de amplio alcance, así como al hecho de que el funcionamiento del sector bancario se ve afectado de manera prolongada, lo que, a su vez, dificulta la recuperación de la actividad industrial¹. De hecho, tras siete trimestres de recuperación, el PIB sigue registrando niveles significativamente más bajos que el máximo observado antes de la recesión (-2,1 %), mientras que en anteriores episodios, llegados a este punto, ya había sobrepasado claramente ese nivel. A continuación se comparan los patrones de crecimiento de las recuperaciones en curso en la zona del euro y en las cuatro economías más grandes de la zona con los observados en las recuperaciones anteriores producidas desde 1970.

1 Véase el artículo titulado «La última recesión en la zona del euro en un contexto histórico», *Boletín Mensual*, BCE, noviembre de 2009.

Evolución de la zona del euro en su conjunto

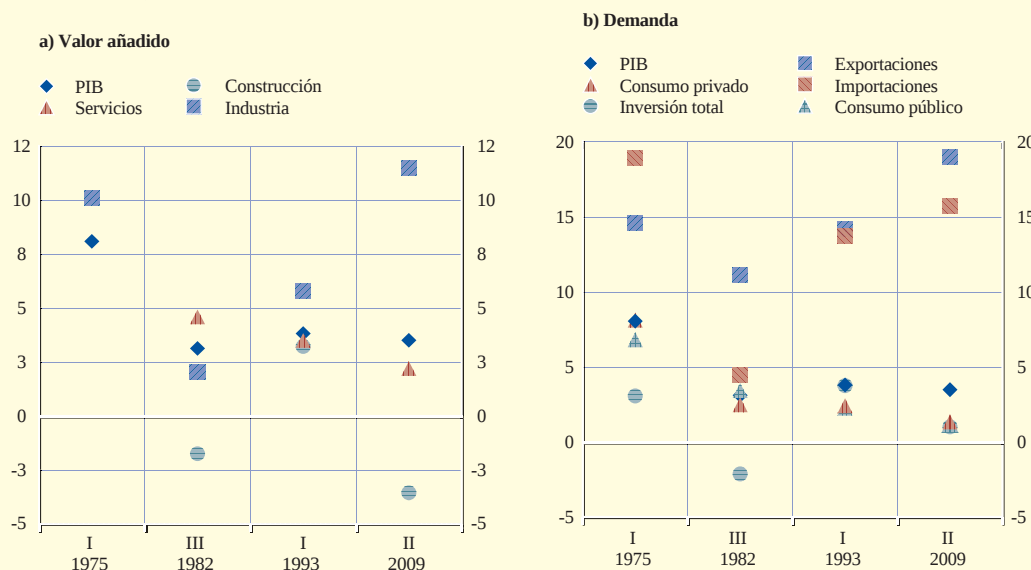
El hecho de que el vigor de la recuperación en la zona del euro haya sido similar al observado en las dos recuperaciones anteriores oculta una evolución dispar tanto de la actividad en los distintos sectores como de los componentes de la demanda (véase gráfico A)². En lo que se refiere al valor añadido por sectores, el actual repunte del valor añadido en la industria desde el mínimo registrado por el PIB ha sido el más fuerte en términos históricos. No obstante, dicho valor también ha experimentado una caída mucho más acusada que en anteriores recesiones y se ha mantenido en torno a un 8 % por debajo del máximo observado antes de la recesión en el primer trimestre de 2011. El valor añadido en el sector servicios ha registrado la recuperación más débil de toda su historia. Lo mismo puede decirse del sector de la construcción, en el que la actividad ha sido especialmente floja, debido, principalmente, al estallido de la burbuja de la vivienda en algunos países de la zona del euro. Mientras que en el sector servicios el valor añadido ha recuperado de nuevo el nivel alcanzado antes de la crisis, en la construcción se sitúa todavía aproximadamente un 10 % por debajo del máximo anterior a la crisis.

Por el lado de la demanda, el panorama es similar³. La actual recuperación ha mostrado el crecimiento más sólido de las exportaciones en términos históricos y el crecimiento de las importaciones también ha sido más robusto que en la mayoría de las anteriores recuperaciones. No obstante, también en este caso hay que tener en cuenta el hecho de que, durante la última recesión, el comercio

- 2 Véanse también el recuadro titulado «La actual recuperación de la zona del euro en los distintos sectores económicos desde una perspectiva histórica», *Boletín Mensual*, BCE, abril de 2010, y el recuadro titulado «La actual recuperación de la zona del euro en los componentes del gasto desde una perspectiva histórica», *Boletín Mensual*, BCE, febrero de 2011.
- 3 Las existencias también han contribuido notablemente a la recuperación en curso en la zona del euro. No obstante, dados el carácter residual de este componente y la incertidumbre particularmente elevada que rodea a los datos históricos, la comparación histórica de los componentes de demanda del PIB no incluye esta serie.

Gráfico A Recuperaciones del PIB de la zona del euro y sus componentes: variaciones acumuladas tras siete trimestres de recuperación

(tasas de variación)



Fuentes: Eurostat, OCDE y cálculos del BCE.

Nota: La última observación corresponde al primer trimestre de 2011. El momento en que el PIB registra mínimos tras las respectivas recesiones se indica en el eje de abscisas.

exterior de la zona del euro experimentó una contracción más acusada que en el pasado, en consonancia con la caída sin precedentes del comercio mundial⁴.

El sólido crecimiento de las exportaciones contrasta con un moderado repunte del consumo, tanto privado como público, que ha sido el más débil registrado desde 1970. El moderado crecimiento del gasto en consumo puede explicarse, en gran medida, por el aumento de la incertidumbre respecto a las consecuencias de la crisis, en particular en lo que se refiere al mercado de trabajo. El menor respaldo proporcionado actualmente por el consumo público parece guardar relación con los niveles más elevados de deuda y de déficit en el período inmediatamente anterior a la última recesión en comparación con el pasado, que obligaron a adoptar medidas de ajuste fiscal antes que en las recuperaciones anteriores. Por lo que respecta a la inversión total, la solidez del crecimiento en los siete trimestres transcurridos desde mediados de 2009 fue similar a la observada durante el mismo período en anteriores recuperaciones (en la recuperación en curso se mantuvo un 13 % por debajo del máximo registrado antes de la crisis hasta el primer trimestre de 2011). No obstante, esta evolución oculta divergencias entre sus componentes, es decir, una debilidad más acusada de la inversión en la construcción en los dos últimos años y un crecimiento más sólido de la inversión en otros sectores en comparación con anteriores recuperaciones.

Evolución en las cuatro economías más grandes de la zona del euro

Además de la evolución divergente entre los distintos sectores económicos y componentes de la demanda en el conjunto de la zona del euro, también entre las cuatro economías más grandes de la zona se observan diferencias significativas entre el dinamismo de la actual recuperación y el de anteriores recuperaciones⁵. Si bien la última recesión fue la más profunda para todos los países, la posterior recuperación del PIB ha resultado ser más débil que todas las anteriores registradas desde 1970 en Francia, Italia y España, pero más sólida que aquellas (salvo la de los años setenta) en Alemania⁶ (véase gráfico B).

Pese a las diferencias que se observan entre los distintos países en la fuerza relativa de la actual recuperación en términos históricos, las cuatro economías más grandes de la zona del euro comparten, en general, el mismo patrón de solidez relativa del crecimiento en los diferentes sectores de la economía y componentes de la demanda observado para el conjunto de la zona. En términos de valor añadido sectorial, y a semejanza de lo que ocurre con la zona en su conjunto, el valor añadido en los sectores de servicios y construcción de los distintos países ha sido, en general, moderado durante la recuperación actual en comparación con anteriores recuperaciones, mientras que la evolución del valor añadido en la construcción ha sido especialmente débil en Francia y España, pero más favorable en Alemania. En cambio, en la industria, el repunte actual del valor añadido ha sido intenso en comparación con los observados anteriormente en la mayoría de los países, especialmente en Alemania. La excepción la constituye Italia, que ha registrado en la industria una evolución más moderada del valor añadido que en todas las recuperaciones anteriores. Sin embargo, cabe señalar que, a pesar del vigoroso repunte, el valor añadido en la industria sigue siendo notablemente inferior a los respectivos máximos registrados antes de la recesión en todos los países, mientras que, en anteriores recuperaciones, había retornado, en general, a ese nivel en la misma etapa de la recuperación.

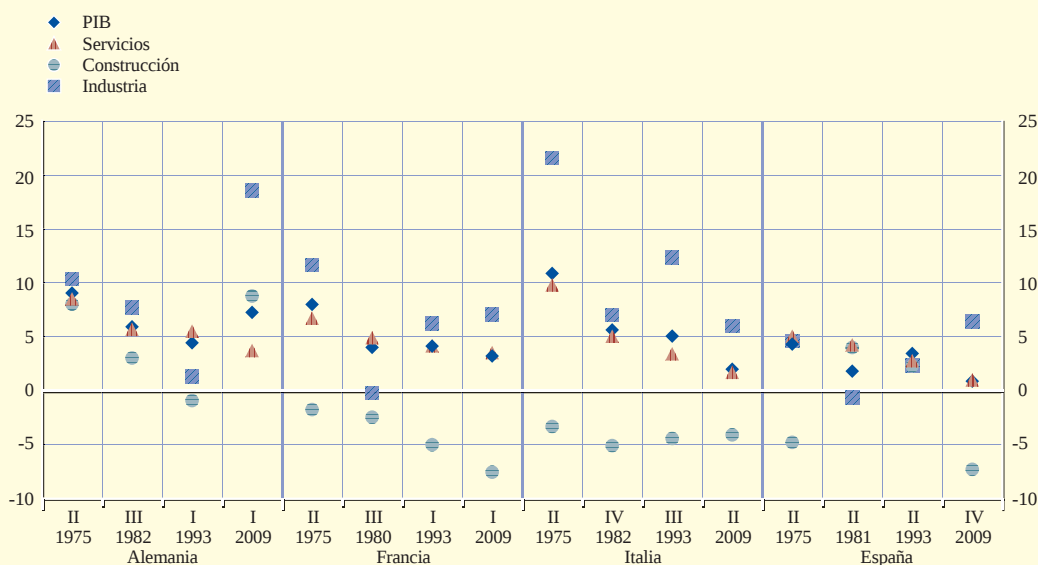
4 Véase el artículo titulado «Evolución reciente del comercio mundial y de la zona del euro», *Boletín Mensual*, BCE, agosto de 2010.

5 Para facilitar la comparación, el análisis se refiere a períodos de recuperación específicos de cada país. Los períodos considerados abarcan ocho trimestres en Alemania y Francia, siete en Italia y cinco en España.

6 En el caso de Alemania, las comparaciones anteriores a 1991 se refieren a Alemania Occidental.

Gráfico B Recuperaciones del PIB y del valor añadido por sectores en las economías más grandes de la zona del euro: variaciones acumuladas desde los mínimos específicos de cada país registrados por el PIB

(tasas de variación)



Fuentes: Eurostat, OCDE y cálculos del BCE.

Nota: La última observación corresponde al primer trimestre de 2011. Los datos de Alemania anteriores a 1991 se refieren a Alemania Occidental. El momento en que el PIB registra mínimos tras las respectivas recesiones se indica en el eje de abscisas. Los períodos de recuperación considerados abarcan ocho trimestres en Alemania y Francia, siete en Italia y cinco en España.

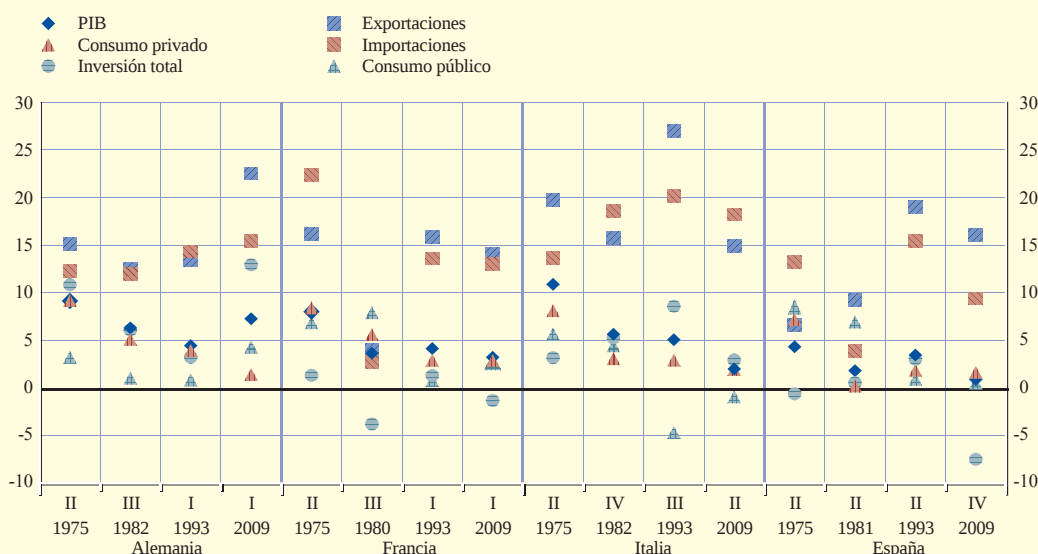
Por el lado de la demanda, en la mayoría de los países las variables del comercio exterior han registrado un crecimiento relativamente sólido en comparación con las recuperaciones anteriores. En este sentido, la recuperación del comercio exterior en Alemania ha sido particularmente fuerte, aunque las exportaciones italianas constituyen una excepción (véase gráfico C). Tras las notables caídas experimentadas durante la reciente recesión, las exportaciones han vuelto —o están a punto de volver—, a marcar los máximos registrados antes de la recesión en todos los países, salvo en Italia. Por el contrario, la recuperación en curso del consumo privado ha sido débil en los cuatro países, mientras que la del consumo público también ha sido moderada en términos históricos en todos los países, excepto en Alemania.

El panorama es algo más diverso en lo tocante a la inversión, una rúbrica en la que la recuperación actual ha sido, en general, comparable a las recuperaciones anteriores en Francia, pero más modesta en España y en Italia, al tiempo que en Alemania ha traído consigo el crecimiento más sólido registrado desde 1970. Por lo que respecta a los subcomponentes de la inversión, en Francia y en España la recuperación actual de la inversión en la construcción ha sido muy débil, como lo refleja también la evolución del valor añadido en este sector en los cuatro países considerados (véase gráfico B).

La similitud en los patrones de crecimiento de las cuatro economías más grandes de la zona del euro, en los componentes tanto de la oferta como de la demanda, refleja importantes factores determinantes de la actividad económica, además de factores específicos de cada país. En la mayoría de los países, la fortaleza de la demanda externa, que se ha traducido en un sólido crecimiento de las exportaciones, ha sido un determinante del crecimiento incluso más importante durante la recuperación actual que durante la mayoría de las anteriores recuperaciones, mientras que la demanda interna ha

Gráfico C Recuperaciones del PIB y de los componentes de la demanda en las economías más grandes de la zona del euro: variaciones acumuladas desde los mínimos específicos de cada país registrados por el PIB

(tasas de variación)



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

desempeñado, en general, un papel menos importante que en el pasado, como puede observarse, por ejemplo, en la moderada evolución del consumo privado. Además, dadas las interrelaciones, en general, estrechas, entre la actividad industrial y la demanda externa, y entre el valor añadido en el sector servicios y la demanda interna, estas influencias también son visibles en la evolución de la vertiente de la oferta de las economías.

Las diferencias en la intensidad del crecimiento del PIB durante la recuperación en curso entre las cuatro economías más grandes de la zona del euro son atribuibles, en parte, a diferencias en sus estructuras económicas. En el cuadro adjunto se indica que el auge de las exportaciones durante la recuperación actual representa un porcentaje del PIB mucho mayor en Alemania (46%) que en las otras tres grandes economías (25% a 27%) y, si bien lo mismo es de aplicación a las importaciones, Alemania es la única economía exportadora neta dentro de este grupo.

Por lo que respecta al valor añadido, el sector industrial (excluida la construcción) con un crecimiento más rápido durante la presente recuperación representa en Alemania un porcentaje del valor añadido mucho más elevado (24%) que en las otras grandes economías de la zona del euro (entre el 13% y el 19%). Otras diferencias relevantes entre las estructuras económicas generales de las cuatro economías más grandes de la zona son el mayor peso específico relativo en el valor añadido total del sector servicios, de más lento crecimiento, en Francia (80%) y del débil sector de la construcción en España (10%). Por el lado de la demanda, ello se refleja en un porcentaje más elevado del consumo público en el caso de Francia (25%) y de la inversión en el caso de España (22%). Estas características estructurales ponen de manifiesto la mayor dependencia, en estos países, de los componentes de la demanda interna relativamente menos dinámicos durante la actual recuperación, lo que implica, en general, un crecimiento del PIB más débil que en anteriores recuperaciones.

Participación de la zona del euro y de algunos países en el PIB y el valor añadido

(porcentajes)

	Zona del euro	Alemania	Francia	Italia	España
Componentes de la demanda					
Consumo privado	58	58	58	60	58
Consumo público	22	19	25	21	21
Inversión	19	18	19	19	22
Exportaciones	41	46	25	27	26
Importaciones	39	41	28	28	28
Ramas de actividad					
Agricultura	2	1	2	2	3
Industria	19	24	13	19	16
Construcción	6	4	6	6	10
Servicios	74	71	80	73	72

Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Nota: Los datos corresponden a 2010.

No obstante, también se observan diferencias en la dinámica de crecimiento entre los países con respecto a los sectores económicos. Un ejemplo digno de mención es el crecimiento de la actividad industrial, mucho más sólido en Alemania que en las otras grandes economías durante la presente recuperación, que podría atribuirse también a la mayor especialización de Alemania en los sectores de bienes de capital e intermedios más cíclicos, que actualmente están creciendo mucho más rápidamente que los sectores de bienes de consumo y energéticos, menos cíclicos. Además, la acusada orientación a la exportación del sector industrial de Alemania está contribuyendo, en este país, al crecimiento más sólido de dicho sector.

Si bien las características de estas estructuras sectoriales generales pueden explicar, en gran medida, las recientes diferencias en el crecimiento registrado por las cuatro economías, las diferencias con respecto a otros determinantes también pueden ser importantes. Por ejemplo, pueden existir diferencias dignas de mención con respecto a las subestructuras incluso más detalladas de las principales ramas de actividad, a la especialización en productos concretos, a la competitividad de los países, a su grado de competencia con países con bajos costes de producción y a diferencias en los principales destinos de exportación. Esos factores, por ejemplo, podrían ser relevantes para entender la relativa debilidad de la recuperación en Italia, que no puede explicarse fácilmente en razón de las estructuras económicas generales del país.

En general, medido hasta el primer trimestre de 2011, el dinamismo de la actual recuperación del PIB de la zona del euro es coherente con el de las dos recuperaciones de los años ochenta y noventa, aunque se observan notables diferencias en la composición del crecimiento entre sectores económicos y componentes de la demanda. En particular, ello se debe al hecho de que la actual recuperación en la zona del euro ha venido determinada por la demanda externa en mayor medida que las recuperaciones anteriores, lo que ha beneficiado, en diverso grado, a las cuatro economías más grandes de la zona. En parte, ello es atribuible a diferencias en las estructuras económicas generales entre los distintos países, pero otros factores, como la necesidad de corregir anteriores desequilibrios y restablecer la competitividad de los países, podrían haber desempeñado también un papel importante.

La formación bruta de capital fijo registró un fuerte aumento intertrimestral, del 1,9%, en el primer trimestre de 2011, tras mostrar un crecimiento negativo en el tercero y cuarto trimestres de 2010. Esta fue la primera tasa de crecimiento positiva de la inversión total desde el primer trimestre de 2008, salvo un incremento transitorio en el segundo trimestre de 2010. Por lo que se refiere al detalle de la inversión

en el primer trimestre, se observó un avance tanto en la inversión, excluida la construcción, como en la inversión en construcción, este último debido, en parte, a una corrección efectuada tras las condiciones meteorológicas inusualmente frías que se registraron en diciembre. Los indicadores disponibles señalan un crecimiento positivo y sostenido de la inversión en la zona del euro en el segundo trimestre de 2011, aunque a un ritmo más lento. Más concretamente, la debilidad de la inversión a raíz de la recesión, junto con la creciente producción del sector industrial, ha dado lugar a que la ratio de inversión total en relación con el PIB de la zona del euro alcance niveles históricamente reducidos.

La producción industrial de bienes de equipo, un indicador de la inversión futura, excluida la construcción, se incrementó un 1,1 % en mayo. Durante los dos primeros meses del segundo trimestre se situó un 1,8 % por encima de su media del primer trimestre. Los resultados de las encuestas relativas a la producción industrial, excluida la construcción, tanto el índice de directores de compras (PMI) como el indicador de confianza industrial de la Comisión Europea, apuntan a un crecimiento positivo, pero en descenso, en el segundo trimestre. El indicador de confianza industrial retrocedió de nuevo en el primer mes del tercer trimestre, aunque se mantuvo por encima de su media histórica, mientras que el índice PMI de la producción se situó en julio ligeramente por encima de 50, su umbral teórico de no crecimiento. Además, la utilización de la capacidad productiva en el sector industrial se contrajo en julio, interrumpiendo su tendencia al alza de dos años de duración observada desde el mínimo cíclico de julio de 2009, y siguió situada ligeramente por debajo de su media de largo plazo.

En mayo de 2011, la producción de la construcción se redujo un 0,5 %, en tasa intermensual, tras el aumento del 1,2 % registrado el mes anterior. En los dos primeros meses del segundo trimestre se situó un 0,6 % por encima de la media del primer trimestre. Mientras tanto, el indicador de confianza de la construcción publicado por la Comisión Europea mostró una leve mejora entre el primero y el segundo trimestre de 2011, si bien se mantuvo aún por debajo de su media de largo plazo. Al mismo tiempo, el índice PMI de la construcción en la zona del euro se situó, en promedio, ligeramente por debajo de 50 en el segundo trimestre, lo que indica un crecimiento negativo en el conjunto del trimestre.

Por lo que respecta a los flujos comerciales, las importaciones y las exportaciones siguieron aumentando en el segundo trimestre de 2011. En mayo, las importaciones y las exportaciones de bienes en términos nominales a países no pertenecientes a la zona del euro crecieron a un ritmo más lento, mientras que el comercio de servicios se contrajo (en términos intertrimestrales), en comparación con el primer trimestre de 2011. La actividad mundial ha mostrado recientemente señales de desaceleración, por lo que cabe esperar una evolución similar a corto plazo del crecimiento de las exportaciones de la zona del euro. El índice PMI de nuevos pedidos exteriores del sector manufacturero de la zona del euro, disponible hasta julio de 2011, ha estado contrayéndose desde febrero de 2011, lo que indica una moderación en la dinámica exportadora de la zona del euro en el corto plazo.

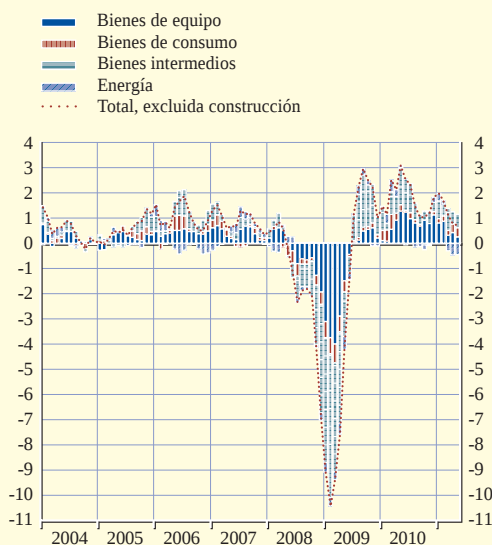
4.2 PRODUCTO, OFERTA Y MERCADO DE TRABAJO

El valor añadido real se incrementó un 0,8 %, en tasa intertrimestral, en el primer trimestre de 2011. La actividad en la industria (excluida la construcción) creció un 1,8 %, mientras que la actividad en los servicios aumentó un 0,4 %. Al mismo tiempo, el valor añadido de la construcción repuntó un 2,8 %.

Por lo que se refiere a la evolución en el segundo trimestre de 2011, la producción industrial (excluida la construcción) registró un aumento intermensual del 0,3 % en mayo, tras un incremento similar en el mes anterior. El nivel medio de producción durante los dos primeros meses del segundo trimestre superó en

Gráfico 29 Crecimiento de la producción industrial y contribuciones

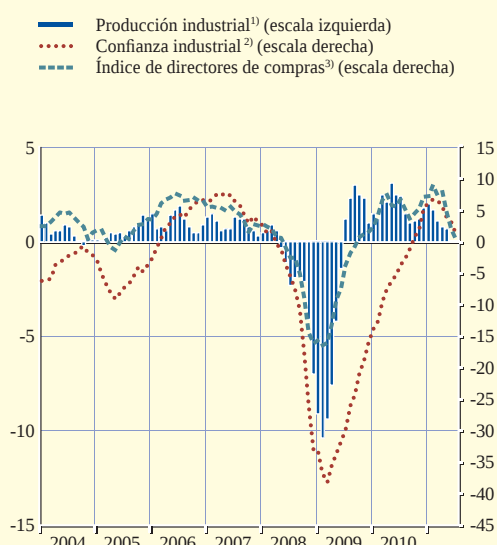
(tasa de crecimiento y contribuciones en puntos porcentuales; datos mensuales desestacionalizados)



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

Gráfico 30 Producción industrial, confianza industrial e índice de directores de compras

(datos mensuales desestacionalizados)



Fuentes: Eurostat, encuestas de opinión de la Comisión Europea, Markit y cálculos del BCE.
Nota: Los datos de las encuestas se refieren a las manufacturas.
1) Tasas de variación intertrimestral.
2) Saldos netos.
3) Índice de directores de compras; desviaciones con respecto al valor 50.

un 0,6% al del primer trimestre, lo que apunta a una desaceleración del crecimiento de la producción, tras un avance intertrimestral del 1,1 % en el primer trimestre. Mientras tanto, los nuevos pedidos industriales de la zona del euro (excluido el material de transporte pesado) aumentaron en mayo a una tasa intermensual del 2,5%. La tasa de crecimiento intertrimestral de los nuevos pedidos volvió a retroceder en mayo, hasta situarse en el 0,9%, todavía algo por encima de su media a largo plazo. Esta evolución, sumada a los indicadores de opinión, confirma un crecimiento industrial sostenido, pero en descenso, en el segundo trimestre. Además, las encuestas de opinión correspondientes a julio ofrecen algunas indicaciones preliminares de la evolución en el tercer trimestre. Por ejemplo, tanto el índice PMI de producción del sector manufacturero como el de actividad comercial en el sector servicios se contrajeron. No obstante, se siguen manteniendo en niveles superiores a 50, lo que sugiere un crecimiento sostenido, aunque a un ritmo más lento, a comienzos del tercer trimestre. Otras encuestas de opinión, como las de la Comisión Europea, están prácticamente en línea con la evolución del índice PMI.

MERCADO DE TRABAJO

La situación en los mercados de trabajo de la zona del euro está mejorando gradualmente. El empleo creció un 0,1 %, en tasa intertrimestral, durante el primer trimestre de 2011, tras un aumento del 0,2 % en el trimestre anterior (véase cuadro 7). Por su parte, las horas trabajadas registraron un incremento del 0,3% en el primer trimestre. La diferencia entre la evolución de las horas trabajadas y del empleo es acorde con la mejora de los mercados de trabajo, y debe considerarse un ajuste de la evolución observada durante la recesión, cuando el descenso en el total de horas trabajadas se produjo a través de la reducción de la jornada de trabajo individual en lugar de a través del número de ocupados.

Cuadro 7 Crecimiento del empleo

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

	Personas					Horas				
	Tasas interanuales 2009	2010	Tasas intertrimestrales 2010 III	2010 IV	2011 I	Tasas interanuales 2009	2010	Tasas intertrimestrales 2010 III	2010 IV	2011 I
Total de la economía	-1,9	-0,5	0,0	0,2	0,1	-3,5	0,4	0,1	0,0	0,3
Del cual:										
Agricultura y pesca	-2,4	-0,6	0,3	0,4	-1,6	-2,3	-1,2	-0,1	0,0	-0,5
Industria	-5,7	-3,3	-0,4	-0,2	0,0	-9,0	-1,3	0,2	-0,5	0,6
Excluida construcción	-5,2	-3,1	-0,2	0,1	0,3	-9,2	-0,3	0,8	0,1	0,7
Construcción	-6,7	-3,7	-1,0	-0,9	-0,8	-8,6	-3,3	-0,9	-1,7	0,5
Servicios	-0,5	0,5	0,1	0,3	0,2	-1,6	1,0	0,1	0,2	0,3
Comercio y transporte	-1,8	-0,6	0,0	0,3	0,1	-3,0	0,3	-0,1	0,0	0,0
Finanzas y empresas	-2,2	1,0	0,2	0,3	0,9	-3,5	1,7	0,3	0,5	1,1
Administración pública ¹⁾	1,4	1,1	0,1	0,2	-0,1	1,0	1,4	0,1	0,1	0,1

Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

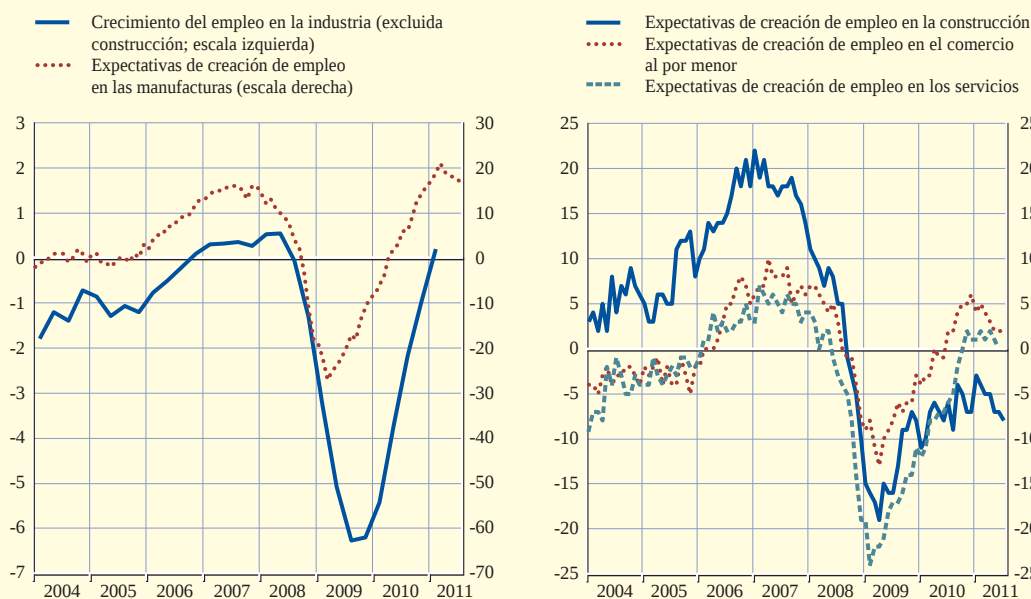
1) Incluye también educación, salud y otros servicios.

A nivel sectorial, y en términos intertrimestrales, los últimos resultados disponibles reflejan un crecimiento del empleo del 0,3 % en la industria, excluida la construcción, y del 0,9 % en los servicios financieros y empresariales, lo que sirvió para compensar las continuas pérdidas de empleo en la construcción (-0,8 %), así como la caída registrada en la agricultura y pesca (-1,6 %), y en el empleo público (-0,1 %).

En relación con el fuerte crecimiento del PIB en el primer trimestre de 2011 y con la evolución más moderada del empleo, el crecimiento de la productividad repuntó en el primer trimestre, como consecuencia

Gráfico 31 Crecimiento del empleo y expectativas de creación de empleo

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

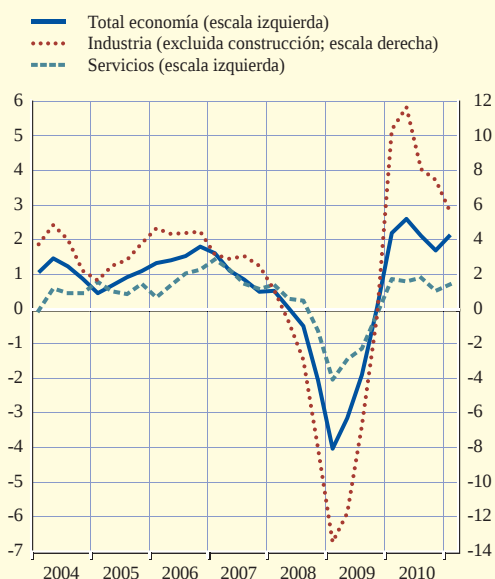


Fuentes: Eurostat y encuestas de opinión de la Comisión Europea.

Notas: Los saldos netos están ajustados a la media.

Gráfico 32 Productividad del trabajo

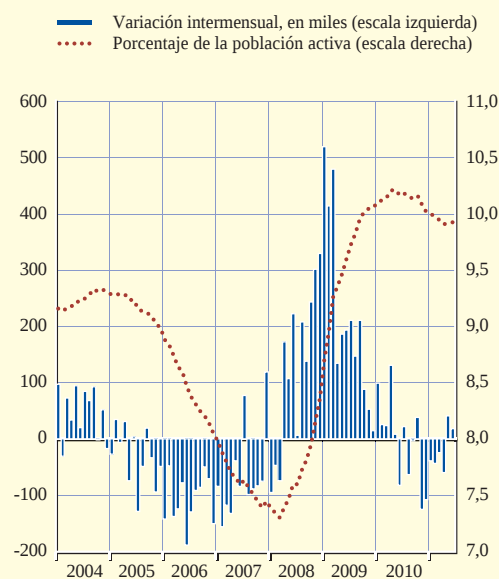
(tasas de variación interanual)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Gráfico 33 Desempleo

(datos mensuales desestacionalizados)



Fuente: Eurostat.

de la evolución de la industria y de la construcción, y en menor medida, del comercio y de los servicios de transporte. Las tasas de crecimiento interanual, tanto de la productividad del trabajo por persona ocupada como de la productividad por hora trabajada, aumentaron en 0,4 puntos porcentuales durante el primer trimestre de 2011, en comparación con el trimestre anterior, alcanzando el 2,1 % y el 1,7 %, respectivamente (véase gráfico 32). De cara al futuro, los últimos datos del índice PMI de productividad sugieren una nueva mejora de la productividad, aunque a un ritmo algo más lento que el que se observó en el primer trimestre de 2011.

En junio, la tasa de desempleo se mantuvo estable, en el 9,9 %, por cuarto mes consecutivo (véase gráfico 33). Sin embargo, este hecho oculta una mejora sostenida, ya que el número de parados ha descendido durante este período. Además, los indicadores de opinión señalan un crecimiento positivo y sostenido del empleo, tanto en la industria como en los servicios, en el segundo trimestre de 2011 y durante el primer mes del tercer trimestre, lo que debería ser un buen presagio para el desempleo de la zona del euro en los próximos meses (véase gráfico 31).

4.3 PERSPECTIVAS DE LA ACTIVIDAD ECONÓMICA

Los datos y los indicadores de opinión del segundo trimestre apuntan a un crecimiento sostenido del PIB real, si bien, como se esperaba, a un ritmo más lento. Esta moderación refleja, asimismo, el hecho de que el fuerte crecimiento observado en el primer trimestre se debió, en parte, a factores especiales. Se mantiene el positivo dinamismo subyacente de la actividad económica en la zona del euro, previniéndose la continuidad de una expansión moderada en los próximos meses. La expansión en curso de la economía mundial debería seguir alentando las exportaciones de la zona del euro. Además, el actual

nivel de confianza de consumidores y empresas en la zona del euro sustenta la demanda interna del sector privado. Sin embargo, en estos momentos, una serie de factores generadores de incertidumbre están lastrando la dinámica de crecimiento, y se espera que el proceso de ajuste de los balances que se está llevando a cabo en varios sectores y regiones modere, en cierta medida, la actividad.

En un contexto de incertidumbre particularmente elevada, los riesgos para estas perspectivas económicas en la zona del euro siguen estando prácticamente equilibrados. Por una parte, la confianza de consumidores y empresas, junto con la mejora de la situación del mercado de trabajo, podría continuar sustentando la actividad económica interna. Por otra parte, los riesgos a la baja podrían haberse intensificado. Estos guardan relación con las tensiones existentes en algunos segmentos de los mercados financieros de la zona del euro y con la evolución de la economía mundial, así como con la posibilidad de que esas tensiones se propaguen a la economía real de la zona del euro. Los riesgos a la baja también están relacionados con nuevas subidas de los precios de la energía, con las presiones proteccionistas y con la posibilidad de que se produzca una corrección desordenada de los desequilibrios mundiales.