

EVOLUCIÓN ECONÓMICA Y MONETARIA

I ENTORNO EXTERIOR DE LA ZONA DEL EURO

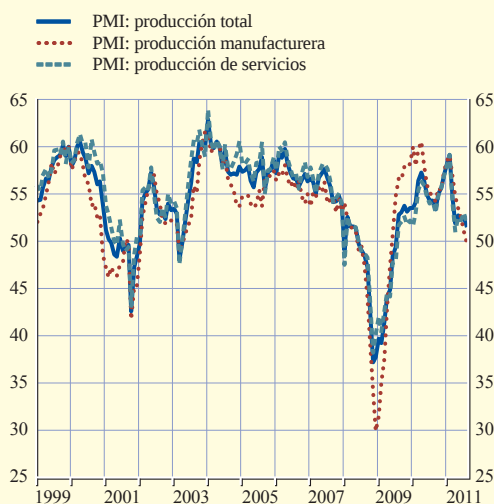
A escala mundial, la dinámica del crecimiento se ha moderado en los últimos meses, debido, en parte, a una serie de factores transitorios, cuyo impacto cada vez más débil, debería, en adelante, proporcionar cierto respaldo a la actividad. No obstante, se prevé que este impulso positivo se vea contrarrestado por las dificultades estructurales subyacentes que padecen, en particular, las economías avanzadas. Además, la reaparición de las tensiones en los mercados financieros está teniendo un efecto negativo sobre la confianza, la riqueza y, por ende, el crecimiento. Por el contrario, en las economías emergentes, se prevé que el crecimiento, aunque se está moderando, seguirá siendo vigoroso. Las tasas de inflación interanual se han estabilizado en las economías avanzadas en los últimos meses, mientras que, en las economías emergentes, las presiones inflacionistas siguen siendo pronunciadas.

I.1 EVOLUCIÓN DE LA ECONOMÍA MUNDIAL

Aunque la economía mundial continúa su expansión, el ritmo de crecimiento mundial se moderó aún más en el segundo trimestre de 2011. Esta desaceleración se debe, en parte, a factores transitorios, como el impacto de los desastres naturales y nucleares en Japón y sus repercusiones en la actividad económica en este país y en las cadenas de producción mundiales, los efectos moderadores de los elevados precios de las materias primas sobre las rentas en las principales economías industrializadas, así como algunos factores específicos de cada país. Se espera que la gradual corrección de los cortes en las cadenas de producción imprima cierto impulso al crecimiento en el segundo semestre de este año. No obstante, se prevé que la recuperación más lenta de lo esperado en los mercados de trabajo, la atonía del mercado de la vivienda estadounidense y el deterioro de la confianza de consumidores y empresas atenuarán este impulso positivo. Además, el cambio de actitud de los mercados financieros mundiales, que se produjo a comienzos de agosto, seguramente tendrá otras repercusiones negativas en la confianza y la riqueza y, por lo tanto, en el crecimiento. El legado de la crisis sigue afectando a la solidez de la recuperación en las economías avanzadas, empañando en particular las perspectivas de una rápida

Gráfico 1 PMI: producción mundial

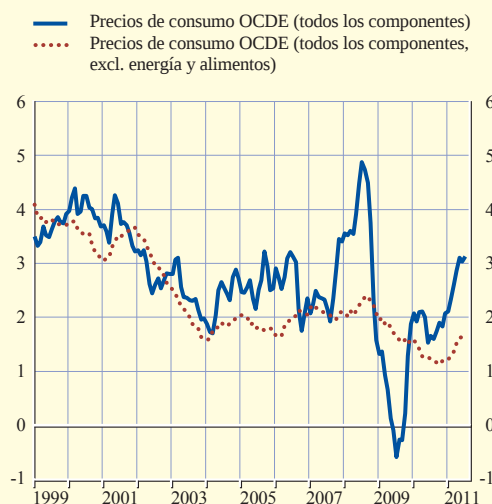
(índice de difusión; datos mensuales desestacionalizados)



Fuente: Markit.

Gráfico 2 Evolución internacional de los precios

(datos mensuales; tasas de variación interanual)



Fuente: OCDE.

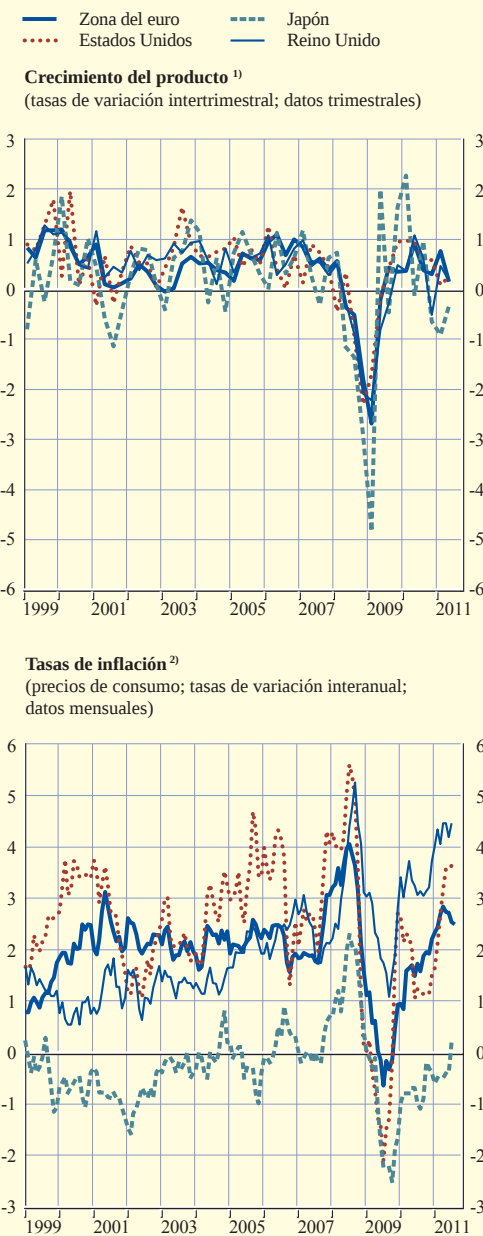
recuperación del mercado de trabajo. En las economías emergentes persisten las presiones de recalentamiento y se prevé que el crecimiento, aunque se está moderando, seguirá siendo sólido.

Los datos más recientes procedentes de las encuestas de opinión indican que la economía mundial ha perdido dinamismo en los últimos meses. En agosto, el índice PMI global de producción de manufacturas y servicios descendió hasta 51,5 y, aunque se mantiene por encima del umbral de 50 que separa la expansión de la contracción, se sitúa por debajo de la media de la serie. Tras reducirse durante los cinco meses anteriores, el índice PMI global de producción manufacturera volvió a descender en agosto y se colocó por debajo de la cota de 50. En el nivel actual, el índice se sitúa muy por debajo de la media de 55,9 del primer semestre de 2011. Asimismo, el índice global de nuevos pedidos siguió reduciéndose, hasta el nivel de 50,8, lo que sugiere que también ha continuado moderándose el crecimiento de las nuevas actividades.

El comercio mundial de mercancías en términos reales se redujo un 0,6%, en tasa intertrimestral, en el segundo trimestre de 2011, el primer descenso desde que se inició la recuperación del comercio mundial a mediados de 2009. El principal factor determinante de este descenso fueron las distorsiones en las cadenas de producción mundiales como consecuencia del gran terremoto que asoló la región oriental de Japón. Si bien la desaceleración fue generalizada en todas las regiones, la caída más pronunciada de las exportaciones se registró en Japón y en las economías de nueva industrialización de Asia. En consonancia con los indicadores de actividad más recientes, el índice PMI de nuevos pedidos de exportación ha seguido descendiendo en el tercer trimestre de 2011 y, en agosto, el índice correspondiente al sector manufacturero se situaba en 48,8, el nivel más bajo observado desde mayo de 2009. Así pues, la media del índice PMI de los dos primeros meses del tercer trimestre se sitúa por debajo de la media de 54 registrada en los seis primeros meses del año.

Las tasas de inflación general han dado señales de estabilización en las economías avanzadas en los últimos meses, mientras que, en las economías emergentes, las presiones inflacionistas siguen siendo

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



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

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

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

más pronunciadas. En los países de la OCDE, la inflación interanual aumentó ligeramente hasta el 3,1 % en julio de 2011, desde el 3 % de junio. Excluidos la energía y los alimentos, la tasa de inflación interanual se incrementó ligeramente hasta el 1,7 % en julio de 2011, desde el 1,6 % de junio. En las economías emergentes, las tasas de inflación interanual siguen siendo elevadas como consecuencia de las crecientes restricciones de la capacidad productiva en varias de esas economías y del mayor peso específico de los precios de las materias primas en sus respectivas cestas de consumo. En India y Brasil, la inflación interanual se mantiene por encima del 6,5 %.

ESTADOS UNIDOS

En Estados Unidos, continuó la recuperación económica en el primer semestre de 2011, aunque a un ritmo más lento que en 2010. La segunda estimación de la oficina de análisis económico (*Bureau of Economic Analysis*) indica que el PIB real creció a una tasa interanual del 1 % en el segundo trimestre de 2011 (0,2 % en tasa intertrimestral), cifra inferior a la estimada anteriormente, tras el crecimiento del 0,4 %, en tasa anualizada, registrado en el primer trimestre del año. La debilidad observada en el segundo trimestre siguió reflejando una desaceleración del gasto en consumo personal, en la medida en que los precios más altos de la energía afectaron erosionaron los niveles de renta disponible, así como los efectos de los cortes en los suministros como consecuencia del gran terremoto que asoló la región oriental de Japón y su incidencia en el sector del automóvil. La inversión empresarial continuó su expansión, mientras que la inversión residencial repuntó tras una caída en el trimestre precedente. En comparación con la estimación anterior, la revisión a la baja del crecimiento del PIB real en el segundo trimestre fue resultado de una menor contribución, tanto de las existencias como de la demanda exterior neta, que solo se compensó en parte con revisiones al alza del gasto en consumo y de la inversión privada en capital fijo.

Por lo que respecta a la evolución de los precios, la inflación interanual medida por el IPC se mantuvo en el 3,6 % en julio de 2011, la misma que en los dos meses anteriores, frente a una media del 2,8 % en el primer semestre del año y del 1,6 % en el transcurso de 2010. El incremento de la inflación general desde comienzos de 2011 sigue reflejando el acusado aumento interanual de los precios de la energía y, en menor medida, de los precios de los alimentos. Excluidos la energía y los alimentos, la inflación interanual se elevó hasta el 1,8 % en julio, desde el 1,6 % observado en junio. Este aumento de la inflación subyacente con respecto a los bajos niveles registrados en 2010 refleja, en parte, un alza gradual aunque sostenido del coste de los alquileres, en consonancia con el fortalecimiento de la demanda y las mayores tasas de ocupación en el mercado de alquileres, a medida que sigue disminuyendo el número de viviendas en propiedad.

De cara al futuro, se espera que continúe la recuperación, aunque a un ritmo más lento de lo previsto anteriormente, en un contexto de elevada incertidumbre. Por una parte, se prevé que desaparezcan algunos de los factores transitorios adversos que han afectado a la actividad en el primer semestre del año, a medida que cesen gradualmente las distorsiones de la producción resultantes del gran terremoto que asoló la región oriental de Japón y se desvanezca el impacto de los elevados precios de las materias primas. Por otro lado, la floja evolución de los mercados de trabajo y de la vivienda, la caída de la confianza y los negativos efectos sobre la riqueza tras la adversa evolución de los mercados financieros probablemente tendrán un impacto más duradero sobre el impulso económico en el segundo semestre del año. Las perspectivas fiscales siguen siendo una especial fuente de preocupación, como lo refleja la rebaja de la calificación de la deuda soberana estadounidense por parte de la agencia Standard & Poor's en agosto de 2011 en un clima de incertidumbre respecto a la trayectoria de la consolidación fiscal en el futuro y de continuo bloqueo político. Por lo que respecta a los precios, el aumento constante de la inflación subyacente sugiere que la transmisión de los costes podría seguir impulsando al alza los precios. Al mismo tiempo, la

reciente moderación de los precios de las materias primas, sumada a la persistente atonía económica en los mercados de trabajo y productos probablemente limitará las presiones al alza sobre los precios.

El 9 de agosto de 2011, el Comité de Operaciones de Mercado Abierto de la Reserva Federal reconoció que, en lo que va de año, el crecimiento económico ha sido considerablemente más lento de lo previsto y que han aumentado los riesgos a la baja para las perspectivas económicas. En este contexto, el Comité decidió mantener en una banda del 0 % al 0,25 % el objetivo fijado para el tipo de interés de los fondos federales, modificando al mismo tiempo su recomendación a futuro sobre la probable trayectoria de dicho tipo. Por consiguiente, el Comité prevé ahora que la situación económica probablemente justifique que el tipo de interés de los fondos federales se mantenga en niveles excepcionalmente bajos «como mínimo hasta mediados de 2013» y no «durante un período prolongado», como se anunció anteriormente.

JAPÓN

En Japón, la estimación provisional de las cifras del PIB correspondientes al segundo trimestre de 2011 mostró que la economía ha sido más resistente de lo que esperaban los mercados. El PIB solo sufrió una contracción del 0,3 % en tasa intertrimestral, lo que corresponde a tres trimestres consecutivos de crecimiento negativos de la economía japonesa. El mayor lastre para la actividad económica provino de las exportaciones (−4,9 % en tasa intertrimestral), que se vieron notablemente afectadas por las distorsiones de las cadenas de producción, especialmente en el sector del automóvil. La demanda interna contribuyó positivamente a estas perspectivas, principalmente como consecuencia de la acumulación de existencias por parte de las empresas.

De cara al futuro, se prevé un repunte de la actividad económica a partir del tercer trimestre, impulsada por la demanda externa y la inversión, en consonancia con la moderación de las distorsiones de las cadenas de producción y los trabajos de reconstrucción actualmente en marcha. En comparación con experiencias anteriores de desastres naturales (como el terremoto de Kobe de 1995), es probable que la fase de recuperación sea más gradual, debido a la duración de las restricciones de energía como consecuencia de la situación de las centrales nucleares y de la reciente apreciación del yen. La incertidumbre general que rodea a las perspectivas de la economía japonesa sigue siendo elevada: los principales riesgos a la baja para la recuperación son una probable consolidación fiscal con los consiguientes aumentos de los impuestos y una apreciación prolongada del yen.

Por lo que respecta a la evolución de los precios, la inflación medida por el IPC fue del 0,2 %, en tasa interanual, en julio de 2011, tras el −0,4 % registrado el mes anterior. La inflación, excluidos los alimentos frescos, también aumentó situándose en el 0,1 % en julio (en comparación con el −0,3 % de junio). La inflación medida por el IPC, excluidos los alimentos frescos y la energía fue del −0,5 % en julio, frente al −0,8 % en el mes precedente. La evolución del IPC se ha visto afectada por el reciente cambio de base del índice: con respecto a la cesta del IPC de 2005, comentada en el último número del Boletín Mensual, la cesta del IPC de 2010 incluye una proporción mayor de bienes cuyos precios se reducen rápidamente (como los televisores de plasma y los artículos relacionados con la tecnología). En la reunión celebrada el 7 de septiembre 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, tras ampliar su facilidad de compra de activos en agosto en unos 10 billones de yenes.

REINO UNIDO

En el Reino Unido, la actividad económica siguió siendo débil a comienzos del tercer trimestre de 2011, según los datos de los indicadores mensuales. La mayoría de los indicadores basados en las encuestas de opinión continuaron su descenso en julio y agosto, y los datos relativos al consumo de los hogares

han seguido siendo relativamente desalentadores. El crecimiento del PIB se redujo hasta el 0,2 % en el segundo trimestre, en parte como consecuencia de algunos factores transitorios. El repunte del crecimiento a corto plazo seguirá siendo moderado probablemente, aunque los estímulos monetarios deberían respaldar la actividad económica. Todavía se prevé que el crecimiento de la demanda interna siga estando limitado por las restrictivas condiciones de concesión de crédito, el ajuste de los balances de los hogares y las sustanciales restricciones presupuestarias.

La inflación interanual medida por el IPC ha seguido siendo elevada en los últimos meses. La inflación aumentó hasta el 4,4 % en julio de 2011, desde el 4,2 % registrado en junio. Se produjo un repunte generalizado de la inflación subyacente, ya que la inflación medida por el IPC, excluidos la energía y los alimentos no elaborados, aumentó desde el 3,5 % hasta el 3,8 %. A corto plazo, es probable que aumente la inflación, pero, de cara al futuro, se prevé que la gradual moderación de determinados factores transitorios (el alza de los precios de las materias primas en los meses anteriores, los efectos retardados de la depreciación de la libra esterlina y el aumento del tipo impositivo del IVA en enero de 2011), así como la existencia de capacidad productiva sin utilizar, contribuya 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. 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.

OTROS PAÍSES DE LA UE

En general, en los otros países de la UE no pertenecientes a la zona del euro ha continuado la recuperación, pero a un ritmo al parecer más lento de lo esperado en la mayoría de los casos. Suecia ha sido una de las excepciones: el crecimiento del PIB real siguió siendo vigoroso en el segundo trimestre, alcanzando una tasa intertrimestral del 1 %, tras un aumento del 0,8 % en el primer trimestre. El crecimiento en Suecia se ha visto favorecido por la demanda, tanto externa como interna, reflejando, esta última, entre otros factores el auge de los precios de la vivienda. En Dinamarca, el crecimiento fue muy débil (0,1 % en tasa intertrimestral) en el primer trimestre, pero repuntó con fuerza en el segundo trimestre, hasta el 1 %, como resultado del impacto del gasto público y de la acumulación de existencias. La inflación, medida por el IAPC se ha mantenido relativamente estable en los últimos meses en ambos países y, en julio de 2011, se situaba en el 1,6 % en Suecia y en el 3 % en Dinamarca.

En los países más grandes de la UE de Europa Central y Oriental, la recuperación, inducida principalmente por las exportaciones, ha continuado en los últimos trimestres. No obstante, los datos publicados recientemente sugieren que la recuperación es más lenta de lo previsto anteriormente. Según las estimaciones provisionales, el crecimiento del PIB real se redujo hasta el 0,2 %, en tasa intertrimestral, en la República Checa y Rumanía, mientras que la actividad económica se estancó en el segundo trimestre en Hungría. El crecimiento más lento en el segundo trimestre se debió, en parte, a que la demanda interna fue más débil de lo previsto (como consecuencia de la desfavorable situación de los mercados de crédito y de trabajo en varios países). Además, la demanda externa proveniente de la zona del euro también contribuyó a que el crecimiento fuera más débil de lo esperado. En Polonia, donde la demanda interna está desempeñando un papel más importante en la recuperación que en los otros países de la región, el crecimiento del PIB real fue del 1,1 %, en tasa intertrimestral, en el primer trimestre, mientras que los indicadores de corto plazo sugieren que la recuperación continuará en el segundo trimestre. La inflación medida por el IAPC se ha moderado en los últimos meses en Hungría, Polonia y Rumanía, principalmente como consecuencia de una menor contribución de los precios de la energía y los alimentos. El descenso de la inflación fue especialmente pronunciado en Rumanía en julio de 2011, principalmente como resultado de la progresiva desaparición del efecto de base del aumento del tipo impositivo del IVA

en julio de 2010. Por el contrario, en la República Checa la inflación medida por el IAPC se ha mantenido en los últimos meses en un nivel igual o cercano al 2 %.

La recuperación del PIB real, inducida principalmente por las exportaciones también ha continuado en los últimos trimestres en las economías más pequeñas de la UE no pertenecientes a la zona del euro. Si bien en el segundo trimestre de 2011, el crecimiento del PIB real se redujo hasta el 0,1 % y el 0,2 %, en tasa intertrimestral, en Bulgaria y Lituania, respectivamente, aumentó hasta el 2,2 % en Letonia. La caída de la tasa de paro en los últimos meses refleja un incremento de la demanda de mano de obra en algunos sectores, pero también flujos de salida de trabajadores a otros países de la UE. La inflación medida por el IAPC se redujo ligeramente en julio, tras registrar niveles más elevados en los meses anteriores.

OTROS PAÍSES EUROPEOS

En el primer trimestre de 2011, el PIB real en Turquía creció a una tasa interanual del 11 % respaldado por una aceleración del consumo de los hogares y el auge de la inversión, mientras que la contribución de la demanda exterior neta al crecimiento siguió siendo negativa. La inflación alcanzó un máximo del 7 % en mayo de 2011 y se redujo hasta el 6,3 % en julio. La preocupación por los posibles efectos de contagio de la desaceleración de la zona del euro, unida a algunas señales de moderación del crecimiento en el segundo trimestre de 2011 indujeron al Banco Central de la República de Turquía a rebajar el principal tipo de interés oficial (tipo *repo* a una semana) en 50 puntos básicos, desde el 6,25 % hasta el 5,75 %, a comienzos de agosto. Pese a la incertidumbre respecto a la recuperación del crecimiento mundial y a las señales de desaceleración de la demanda interna, las perspectivas económicas de Turquía siguen siendo positivas.

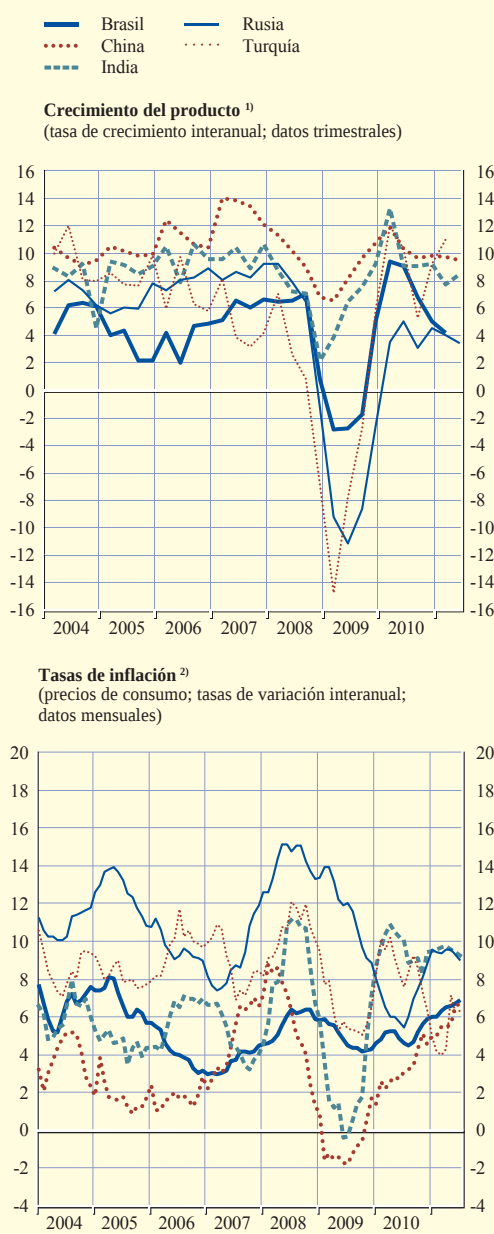
En Rusia, la recuperación se ralentizó en el primer trimestre de 2010 tras un repunte relativamente vigoroso en el último trimestre de 2010. Las cifras provisionales indican que la tasa de crecimiento interanual del PIB real fue del 4,1 % en el primer trimestre de 2011 y del 3,4 % en el segundo. Esta evolución refleja, principalmente, la debilidad de la demanda de inversiones y la caída de la demanda exterior neta como consecuencia del sólido crecimiento de las importaciones. El crecimiento de la producción industrial se redujo ligeramente, registrando una tasa interanual del 5,1 % en julio (frente a casi un 7 % en el segundo semestre del año pasado). La inflación interanual comenzó a moderarse como resultado del menor crecimiento de los precios de los alimentos y se situó en el 8,2 % en agosto de 2011. En el segundo semestre del año se prevé un nuevo y más sustancial descenso de la inflación interanual debido a efectos de base. El Banco de Rusia no ha modificado la orientación de la política monetaria desde mayo. De cara al futuro, es probable que el ritmo de la recuperación dependa, sobre todo, de la evolución de los precios de las materias primas, habida cuenta del importante papel que desempeñan las exportaciones de productos energéticos en la economía rusa.

ECONOMÍAS EMERGENTES DE ASIA

En las economías emergentes de Asia, el crecimiento económico experimentó una ligera moderación en el segundo trimestre de 2011, aunque partiendo de un nivel muy alto. En particular, la producción industrial y el crecimiento de las exportaciones fueron menores que en el primer trimestre del año, debido en parte a los cortes en las cadenas de producción tras el terremoto y el tsunami que sufrió Japón. Por otra parte, la demanda interna, impulsada por el consumo privado y la inversión siguió siendo dinámica en un contexto de rápido crecimiento del crédito y del mantenimiento de unas políticas monetarias acomodaticias. Las presiones inflacionistas han seguido siendo intensas, en principio por los elevados precios de los alimentos y las materias primas, pero también, cada vez más, debido al aumento de las tasas de inflación subyacente. En este contexto, ha continuado el endurecimiento gradual de las políticas monetarias mediante subidas de los tipos de interés y medidas de carácter cuantitativo.

En el caso de China, los indicadores de corto plazo muestran que la gradual desaceleración del crecimiento económico continuó en julio de 2011. El crecimiento del valor añadido en la industria se redujo hasta el 13,9%, en tasa interanual, en el segundo trimestre, desde el 14,4% del trimestre anterior, mientras que el índice PMI correspondiente al sector manufacturero se mantuvo en valores moderados. La demanda interna ha seguido siendo sólida desde comienzos del año, debido principalmente al dinamismo de la inversión. El crecimiento de la inversión activos fijos, aunque se mantiene en niveles elevados, comenzó a ralentizarse ligeramente en julio en comparación con el segundo trimestre de 2011. Las exportaciones chinas aumentaron un 20,4% en tasa interanual en julio, frente a un 17,9% en junio, mostrando su capacidad de resistencia frente a la creciente incertidumbre del entorno exterior. El superávit comercial ascendió a 46,7 mm de dólares estadounidenses en el segundo trimestre, frente a un pequeño déficit en el primer trimestre. Las presiones inflacionistas han seguido intensificándose de forma sostenida desde comienzos del año. La inflación interanual medida por el IPC aumentó hasta el 6,5% en julio, desde el 5,7% del segundo trimestre y alcanzó su nivel más alto en más de tres años. Aunque los precios de los alimentos han seguido siendo el principal factor determinante de la inflación medida por el IPC desde el primer trimestre de 2011, la inflación excluidos los alimentos se ha estabilizado en los dos últimos meses. El crecimiento del agregado monetario amplio (M2) ha continuado reduciéndose desde el primer trimestre del año, lo que indica que la política monetaria más restrictiva aplicada desde finales del año pasado está surtiendo efecto. En julio, M2 creció un 14,7% en tasa interanual, frente al 15,9% de junio, mientras que el crecimiento de los préstamos bancarios se moderó hasta el 16,6%. Para absorber el exceso de liquidez de la economía nacional, el Banco Central de la República Popular China elevó, en agosto, el rendimiento de sus bonos de esterilización a través de subastas semanales periódicas.

En India, el PIB real creció un 8,5% en el segundo trimestre de 2011 en comparación con un año antes, frente al 7,7% registrado en el primer trimestre de 2011. Este aumento estuvo determinado por el sólido

Gráfico 4 Evolución del producto y de la inflación en las principales economías emergentes


Fuente: Haver Analytics.

1) Datos desestacionalizados para Brasil y China. Datos sin desestacionalizar para India, Rusia y Turquía. Última observación: segundo trimestre de 2011 (Brasil y Turquía: primer trimestre de 2010).

2) Índice de precios al por mayor para la inflación en India. Última observación: julio de 2011.

crecimiento de la inversión, mientras que el crecimiento del consumo privado se moderó ligeramente. La inflación interanual medida por los precios al por mayor —la medida de la inflación que utiliza preferentemente el Banco de Reserva de India— ha seguido siendo elevada, aunque se redujo desde el 9,6 % registrado en mayo hasta el 9,2 % en julio. Concretamente, los precios de los productos manufacturados y las materias primas han contribuido a las altas presiones inflacionistas. Por consiguiente, el Banco de Reserva de India elevó su principal tipo de interés oficial en 25 puntos básicos en junio y en 50 puntos básicos en julio, hasta situarlo en el 8 %.

En Corea del Sur, el crecimiento del PIB real se redujo hasta el 3,3 %, en tasa interanual, en el segundo trimestre de 2011, desde el 3,9 % registrado en el trimestre anterior. La contribución de la demanda exterior neta y de la inversión fue menor que en el primer trimestre, mientras que el consumo privado siguió resistiendo con una tasa de crecimiento interanual del 3,2 %. La inflación interanual, medida por el IPC, se situó por encima de la banda del 2 % al 4 % fijada como objetivo por el Banco de Corea, ascendiendo al 4,7 % en julio desde el 4,1 % observado en mayo. Este aumento tuvo su origen, principalmente, en los precios de los productos agrícolas y el petróleo. En junio, el Banco de Corea elevó su principal tipo de interés oficial en 25 puntos básicos hasta el nivel actual del 3,25 %.

Entre los países de la ASEAN-5 (Indonesia, Malasia, Filipinas, Singapur y Tailandia), la economía de Indonesia siguió registrando un sólido crecimiento (6,5 % en tasa interanual en el segundo trimestre de 2011), impulsada por el consumo privado, la inversión en capital fijo y la demanda exterior neta. En Malasia, Singapur y Tailandia, el crecimiento del PIB experimentó una ligera desaceleración en el segundo trimestre, debido principalmente, al debilitamiento de la demanda externa y al menor crecimiento registrado en el sector manufacturero. En agosto de 2011, el Banco de Tailandia elevó su principal tipo de interés oficial en 25 puntos básicos, hasta el 3,50 %.

Se prevé que el crecimiento económico en las economías emergentes de Asia siga siendo vigoroso en el corto plazo. Según las proyecciones, el consumo privado, la inversión y el crecimiento de las exportaciones (en particular, las intrarregionales) continuarán siendo resistentes. En este contexto, la inquietud ante un posible recalentamiento de la economía podría mantenerse en varios países, habida cuenta de la persistencia de las presiones inflacionistas.

ORIENTE MEDIO Y ÁFRICA

La inestabilidad política y los problemas de seguridad siguieron distorsionando el crecimiento económico en varios países de Oriente Medio y del Norte de África durante el segundo trimestre de 2011. Por otra parte, la actividad económica repuntó en los países (en su mayoría miembros del Consejo de Cooperación del Golfo) que introdujeron medidas de estímulo fiscal en respuesta a la agitación. Además, la producción y los precios del petróleo, relativamente elevados, contribuyeron al crecimiento económico de los países exportadores de petróleo de la región (con la excepción de Libia). En el segundo trimestre de 2011, la inflación medida por los precios de consumo en los países exportadores de petróleo prácticamente no experimentó variación en tasa interanual.

En vista de la fuerte demanda mundial y de las restricciones extremas que sufrió la producción de petróleo en Libia, Arabia Saudita registró un sólido crecimiento de su producción de crudo en el primer semestre de este año. Estimulado por algunas de las medidas fiscales introducidas en marzo de 2011, el gasto en consumo también registró un favorable comportamiento en el segundo trimestre del año. La inflación en Arabia Saudita fue del 4,7 %, en tasa interanual, en el segundo trimestre de 2011, ligeramente inferior a la registrada en los tres primeros meses del año.

En los países importadores de petróleo de la región, el crecimiento del PIB se estabilizó en niveles similares a los registrados antes de la crisis. La moderación de la actividad interna en varias de las principales economías y un cierto debilitamiento de la demanda externa de las economías avanzadas se compensaron, en parte, con la capacidad de resistencia de los precios de las materias primas (distintas del petróleo) y la sólida expansión sostenida en los mercados emergentes. Al mismo tiempo, la sequía en el Cuerno de África ha causado una grave hambruna y un aumento de las presiones inflacionarias en los países afectados.

Pese a la moderación del crecimiento mundial, las perspectivas económicas de Oriente Medio y del Norte de África siguen siendo, en gran medida, positivas especialmente en el caso de los países que son exportadores netos de materias primas. No obstante, se prevé que la recuperación tras el negativo impacto económico de las turbulencias políticas que sufre la región tarde en materializarse en muchos de los países afectados.

AMÉRICA LATINA

En América Latina, el crecimiento de la actividad económica se moderó en el segundo semestre de 2011, aunque siguió siendo sólido. El ritmo de crecimiento se ha ralentizado, dado que se están aplicando con mayor contundencia políticas más restrictivas, se está desacelerando la demanda mundial y la volatilidad de los mercados financieros mundiales está afectando a las condiciones de financiación de la región. Al mismo tiempo, las presiones inflacionistas siguen siendo elevadas en la mayoría de los países de la región.

En México, la tasa de crecimiento interanual del PIB real se situó en el 3,6% en el segundo trimestre de 2011, frente al 4,4% del trimestre anterior. El crecimiento en el segundo trimestre se apoyó, principalmente, en la demanda externa y en las actividades conexas del sector servicios. La inflación interanual, medida por los precios de consumo, fue algo más baja en comparación con los trimestres precedentes, situándose, en promedio, en un 3,3% en el segundo trimestre de 2011. En Argentina, el crecimiento económico siguió viéndose favorecido por la solidez de la demanda y los elevados precios de las materias primas agrícolas, mientras que la orientación acomodaticia de las políticas continuó dando impulso a la demanda interna. Como resultado, la producción industrial registró una rápida expansión en el segundo trimestre de 2011, a una tasa interanual del 8,5%. Al mismo tiempo, los elevados precios mundiales de las materias primas, sumados a unas incipientes presiones de demanda, dieron lugar a una intensificación de las presiones inflacionistas, situándose la inflación interanual medida por el IPC en el 9,7% en el segundo trimestre de 2011. En Brasil, se observan señales cada vez más claras de una desaceleración económica, con un crecimiento medio de la producción industrial del 0,7%, en tasa interanual, en el segundo trimestre de 2011, frente a las tasas de dos dígitos registradas a lo largo de 2010. La transición a un ritmo de crecimiento económico más lento viene determinada, principalmente, por el debilitamiento de la demanda interna y, en particular, del consumo privado, que es el principal punto de atención de las políticas anticíclicas. No obstante, aunque se aprecian señales claras de moderación del crecimiento económico, la utilización de la capacidad productiva se mantiene en niveles próximos a los máximos históricos. Las presiones inflacionistas siguieron aumentando registrándose una tasa de inflación interanual del 6,6% en el segundo trimestre de 2011, es decir, 0,5 puntos porcentuales más alta que durante el primer trimestre del año.

De cara al futuro, se espera que la región continúe creciendo a tasas más sostenibles. La demanda interna será el principal factor determinante del crecimiento, mientras que la sólida demanda de materias primas, especialmente la proveniente de otras economías emergentes, respaldará la demanda de exportaciones.

1.2 MERCADOS DE MATERIAS PRIMAS

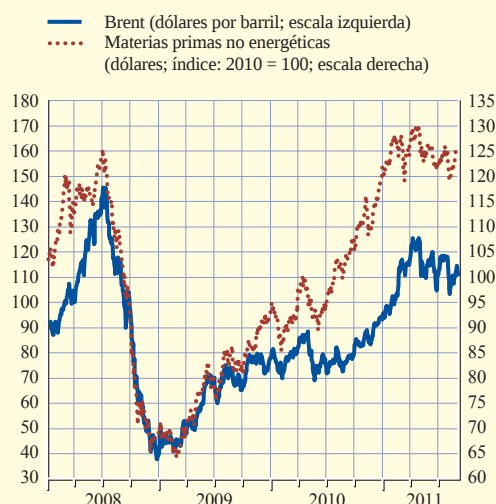
Los precios del petróleo han descendido desde junio de 2011 (véase gráfico 5). El 7 de septiembre, el precio del barril de Brent se situaba en 111,5 dólares estadounidenses, es decir, todavía un 19,7% por encima del nivel de comienzos del año. De cara al futuro, los participantes en los mercados prevén que los precios del crudo sean ligeramente más bajos en el medio plazo, y los futuros con entrega en diciembre de 2012 se negocian actualmente a 111 dólares estadounidenses el barril.

En la primera quincena de junio de 2011, los precios del petróleo se incrementaron hasta los 120 dólares estadounidenses el barril como consecuencia de las positivas cifras de demanda, especialmente de las economías emergentes. A finales de junio, la Agencia Internacional de la Energía (AIE), al objeto de atenuar las presiones al alza sobre los precios y evitar que se intensificaran las tensiones en los mercados, anunció la liberación de 60 millones de barriles de petróleo de las reservas estratégicas. Esta medida solo sirvió para proporcionar un alivio transitorio. No obstante, al intensificarse las tensiones en los mercados mundiales de deuda soberana, los precios volvieron a bajar debido a la inquietud respecto a la actividad económica mundial.

Considerando las variables fundamentales, se observa que la demanda ha mostrado ser resistente hasta ahora a los elevados precios, según las estimaciones de la AIE. Por el lado de la oferta, el fuerte aumento de la producción de Arabia Saudita parece haber compensado el crecimiento de la demanda. De cara al futuro, el nuevo deterioro de las perspectivas macroeconómicas mundiales podría dar lugar a una contracción de la demanda. Al mismo tiempo, la evolución reciente de los acontecimientos en Libia podría proporcionar un alivio adicional al equilibrio del mercado si la producción se reanuda sin demora. No obstante, hay que tener presente que no se pueden descartar nuevas perturbaciones por el lado de la oferta, que podrían también entrañar riesgos al alza para los precios.

Los precios de las materias primas no energéticas se han mantenido, en general, estables en los últimos meses y actualmente se sitúan prácticamente al mismo nivel que a comienzos de 2011. Las presiones alcistas sobre los precios de los alimentos, como consecuencia de la sólida demanda, se han visto atenuadas por las buenas cosechas obtenidas en América del Norte y Asia Central. Los precios de los metales descendieron ligeramente en un clima de fuerte preocupación por las perspectivas de la economía mundial. En cifras agregadas, el índice de precios de las materias primas no energéticas (denominado en dólares estadounidenses) se situaba, a comienzos de septiembre, un 2,9% por encima del nivel de comienzos de 2011.

Gráfico 5 Evolución de los precios de las materias primas



Fuentes: Bloomberg y HWWI.

1.3 TIPOS DE CAMBIO

TIPO DE CAMBIO EFECTIVO DEL EURO

El euro se ha apreciado en los meses transcurridos de 2011. La apreciación se produjo, principalmente, entre enero y abril, pero se ha revertido en parte desde mayo. El 7 de septiembre, el tipo de cambio efectivo nominal del euro —medido frente a las monedas de 20 de los socios comerciales más importantes de la zona del euro— se situaba en torno a un 1,5 % por debajo del nivel observado a finales de mayo de 2011 y ligeramente por debajo de la media de 2010.

Las fluctuaciones del tipo de cambio del euro en 2011 siguieron estando determinadas, en gran medida, por los cambios en las expectativas de los mercados respecto a las perspectivas fiscales y económicas de los países de la zona del euro, especialmente en relación con las de otras principales áreas económicas, así como por los diferenciales de rendimiento esperados entre la zona del euro y dichas áreas económicas. La depreciación del euro en mayo se produjo en un contexto de renovada aversión al riesgo e inquietud respecto a las perspectivas fiscales de algunos países de la zona, aunque la situación se revirtió en gran medida a principios de junio. A partir de mayo, la moneda única se ha ido depreciando lentamente en un clima de fluctuaciones más bien amplias en términos efectivos nominales; esta evolución ha sido resultado, principalmente, de movimientos compensatorios, ya que el euro se depreció frente al yen japonés, el dólar estadounidense, el franco suizo y las monedas de algunos países exportadores de materias primas (como el dólar australiano y el dólar canadiense), pero se apreció frente a la libra esterlina, la corona sueca y las monedas de algunos otros Estados miembros de la UE (véase cuadro 1). La volatilidad implícita de los tipos de cambio bilaterales del euro frente al dólar estadounidense, la libra esterlina y el franco suizo ha aumentado de forma sostenida desde abril de 2011, tanto en el horizonte de corto plazo como en el de largo plazo, lo que indica una creciente inquietud en el mercado de divisas. En agosto, se intensificó la volatilidad sobre el franco suizo y el yen japonés en un clima de renovada inquietud respecto a la sostenibilidad de la deuda soberana, no solo en la zona del euro, sino también en Estados Unidos (véase gráfico 8). En septiembre, después de que el Banco Nacional de Suiza anunciara su intención de no permitir que el tipo de cambio de la moneda suiza se situase por debajo del nivel de 1,20 francos por euro, la volatilidad implícita del tipo de cambio entre estas dos monedas se redujo notablemente.

Por lo que respecta a los indicadores de competitividad internacional en términos de precios y costes de la zona del euro, en agosto de 2011, el tipo de cambio efectivo real del euro basado en los precios de consumo (medido frente a las monedas de 20 de los socios comerciales más importantes de la zona del euro) se situaba en un nivel muy próximo a la media de 2010 (véase gráfico 7), como resultado de una serie de efectos, en general, compensatorios, ya que la ligera apreciación nominal del euro (de alrededor del 0,5 %) se compensó con una tasa de inflación de los precios de consumo más baja en la zona del euro que en los países con los que comercia la zona.

TIPO DE CAMBIO BILATERALES

Tras apreciarse frente al dólar estadounidense hasta comienzos de mayo de 2011, el euro se estabilizó prácticamente hasta finales de agosto, pero se depreció a partir de entonces. En conjunto, entre el 31 de mayo y el 7 de septiembre de 2011, el euro experimentó una caída del 2,4 % frente al dólar, para cotizar un 5,9 % por encima de la media de 2010 (véanse gráfico 6 y cuadro 1). Como se mencionó anteriormente, los principales factores determinantes de esta evolución fueron los cambios en las expectativas respecto a la sostenibilidad de las finanzas públicas en algunos Estados miembros de la zona del euro y en Estados Unidos, así como las fluctuaciones de los diferenciales de rendimientos.

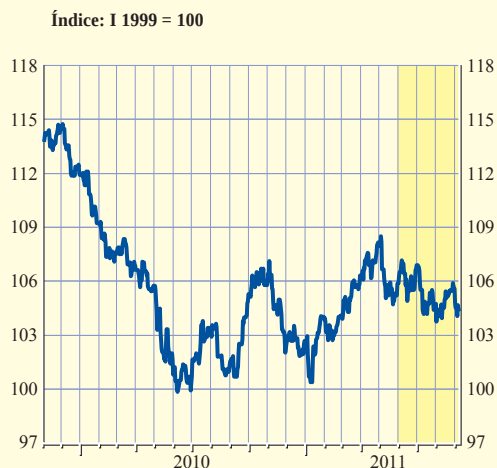
El euro se apreció de forma sostenida frente al yen japonés hasta principios de abril de 2011 y se ha depreciado notablemente desde entonces. La información obtenida a partir de los precios de las opciones sobre divisas indica que, desde febrero de 2011, las expectativas de los mercados han pasado, progresivamente, de un territorio neutral a una orientación negativa para el euro. El tipo de cambio del euro frente al yen ha sido sensible, en general, a los movimientos de los diferenciales de tipos de interés entre la zona del euro y Japón, así como a las percepciones de los mercados respecto al riesgo en los mercados financieros mundiales. De hecho, el yen japonés goza de un gran prestigio como «moneda refugio» y, por consiguiente, está sujeto a una fuerte apreciación cuando aumenta la volatilidad en los mercados. El 7 de septiembre de 2011, el euro cotizaba a 108,4 yenes, un 7,5 % por debajo del nivel de finales de mayo y un 6,8 % por debajo de la media de 2010.

Desde comienzos de 2011, las monedas que participan en el MTC II se han mantenido, en general, estables frente al euro, cotizando al tipo de cambio correspondiente a las respectivas paridades centrales o en torno a dichas paridades.

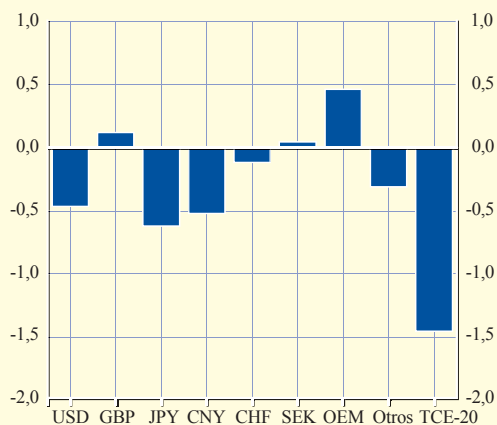
Por lo que respecta a otras monedas, el euro ha seguido, en general, la misma trayectoria frente a la libra esterlina que frente al dólar estadounidense, apreciándose de forma más bien acusada hasta comienzos de mayo y oscilando, a partir de entonces, sin mostrar una tendencia clara, durante todo el verano. El 7 de septiembre, el euro cotizaba a 0,88 libras, un 0,7 % por encima del nivel de finales de mayo (véase cuadro 1). El euro experimentó oscilaciones muy amplias frente al franco suizo entre abril y septiembre de 2011, depreciándose primero con fuerza hasta alcanzar un mínimo histórico de 1,05 euros por franco el 11 de agosto y apreciándose después, de forma acusada, durante el resto de agosto. El 6 de septiembre, el Banco Nacional de Suiza anunció su intención de no permitir que el franco suizo cotizara por debajo de 1,20 euros; el 7 de septiembre, el euro se situaba en 1,205 francos suizos, es decir, un 1,8 % por debajo del nivel observado a finales de mayo. La depreciación del euro respondió al aumento de la incertidumbre en los mercados mencionado anteriormente, dado que el comportamiento de los inversores internacionales, que buscaban un refugio seguro, benefició en general a la moneda suiza.

Gráfico 6 Tipo de cambio efectivo del euro (TCE-20) y sus componentes¹⁾

(datos diarios)



Contribuciones a las variaciones del TCE-20²⁾
Del 31 de mayo al 7 de septiembre 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 I Evolución del tipo de cambio del euro¹⁾

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

	Ponderación en el TCE-20	Nivel a 7 de septiembre de 2011	Apreciación (+)/depreciación (-) del euro a 7 de septiembre de 2011		
			desde: 31 de mayo de 2011	1 de enero de 2010	en comparación con: media de 2010
Dólar estadounidense	19,4	1,404	-2,4	-2,5	5,9
Libra esterlina	17,8	0,878	0,7	-1,5	2,3
Renminbi chino	13,6	8,976	-3,7	-8,6	0,1
Yen japonés	8,3	108,4	-7,5	-18,9	-6,8
Franco suizo	6,4	1,205	-1,8	-19,0	-12,7
Zloty polaco	4,9	4,219	6,6	2,8	5,6
Corona sueca	4,9	8,973	0,9	-12,0	-5,9
Corona checa	4,1	24,46	-0,4	-7,0	-3,3
Won coreano	3,9	1.504	-3,1	-9,5	-1,8
Forint húngaro	3,1	276,4	3,6	2,4	0,3
TCEN ²⁾		104,3	-1,5	-6,7	-0,3

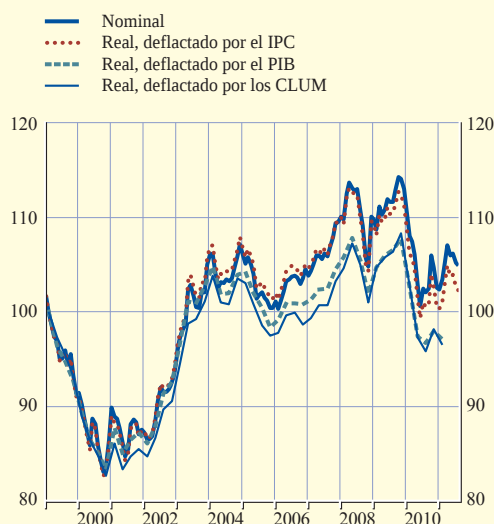
Fuente: BCE.

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).

Gráfico 7 Tipos de cambio efectivos nominal y real del euro (TCE-20)¹⁾

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



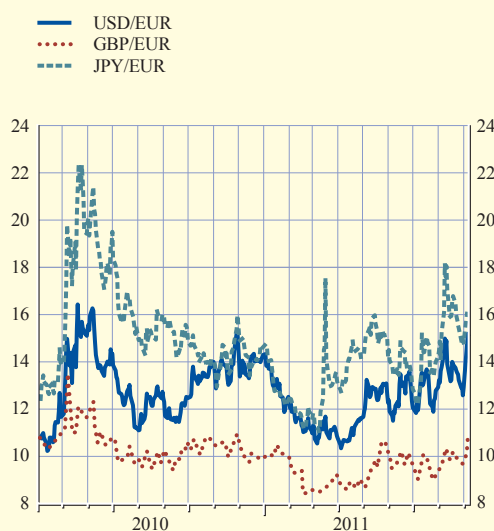
Fuente: BCE.

1) Un aumento de los índices de los TCE-20 supone una apreciación del euro. Las observaciones mensuales más recientes corresponden a agosto de 2011. En el caso de los TCE-20 reales basados en el PIB y en los CLUM, la última observación, basada en parte en estimaciones, corresponde al primer trimestre de 2011.

Gráfico 8 Evolución de los tipos de cambio y volatilidades implícitas

(datos diarios)

Volatilidades implícitas de los tipos de cambio (a tres meses)



Fuente: Bloomberg.

I.4 PERSPECTIVAS DEL ENTORNO EXTERIOR

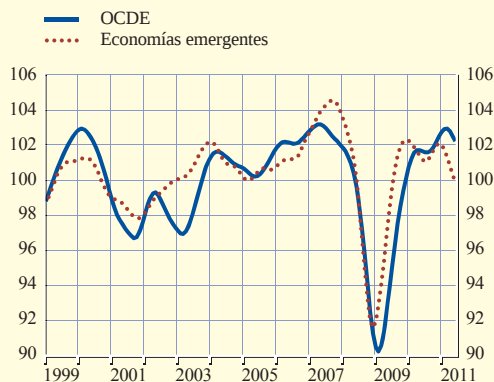
De cara al futuro, la gradual desaparición de algunos de los factores que limitaron el crecimiento en el segundo trimestre, especialmente las distorsiones en la oferta como consecuencia de las catástrofes de Japón, debería favorecer a la economía mundial en el segundo semestre de 2011. No obstante, las

principales economías avanzadas siguen teniendo que hacer frente a dificultades estructurales que limitan el crecimiento. Además, se prevé que la intensificación de las tensiones en los mercados financieros mundiales tenga un impacto negativo sobre la confianza y la riqueza y, por ende, sobre el crecimiento. En junio el indicador sintético adelantado de la OCDE siguió experimentando un ligero deterioro, lo que sugiere que el crecimiento de la actividad industrial podría debilitarse. El indicador Ifo de clima económico mundial registró una caída en el tercer trimestre de 2011, tras los aumentos consecutivos de los dos trimestres anteriores. En América del Norte y Asia, el indicador respectivo mostró un retroceso en el tercer trimestre, situándose por debajo de la media de largo plazo en el caso de América del Norte y manteniéndose por encima de ese nivel en Asia. En este contexto, las proyecciones de los expertos del BCE apuntan a unas perspectivas de crecimiento menos favorables para el segundo semestre de 2011 en comparación con las proyecciones del pasado mes de junio, con un ritmo de expansión que seguirá caracterizándose por la atonía, en particular en algunas de las principales economías avanzadas (véase recuadro 9). La proyectada revisión a la baja del crecimiento anual para 2012 tiene su explicación en el negativo efecto arrastre de la revisión a la baja de las cifras del segundo semestre de 2011. Las perspectivas del entorno internacional que incluyen las proyecciones de los expertos del BCE son, en general, coherentes con las que publica el FMI en su edición de Perspectivas de la economía mundial de septiembre de 2011.

En un entorno de incertidumbre particularmente elevada, los riesgos para la actividad se sitúan a la baja y, en este contexto, la precariedad de la situación presupuestaria de algunas de las principales economías avanzadas constituye el principal riesgo a la baja para el crecimiento. En ausencia de unos planes creíbles de consolidación fiscal a medio plazo, ello podría dar lugar a nuevas distorsiones que afectarían tanto a los mercados financieros mundiales como a la actividad económica. A esto habría que sumar los riesgos a la baja relacionados con nuevos aumentos de los precios de la energía, las presiones proteccionistas y la posibilidad de que se lleve a cabo una corrección desordenada de los desequilibrios mundiales.

Gráfico 9 Indicadores sintéticos adelantados de la OCDE

(datos mensuales; ajustados a la amplitud del ciclo)



Fuente: OCDE.

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

2 EVOLUCIÓN MONETARIA Y FINANCIERA

2.1 DINERO Y CRÉDITO DE LAS IFM

El crecimiento monetario subyacente se estabilizó en niveles moderados en el segundo trimestre de 2011. Esta valoración es reflejo de la reducida tasa de crecimiento interanual de M3 y de los préstamos al sector privado, que se mantuvieron prácticamente sin variación en el segundo trimestre y en julio de 2011. Al mismo tiempo, la liquidez monetaria acumulada con anterioridad al período de tensiones en los mercados financieros continúa siendo abundante, pese a las nuevas correcciones a la baja de los últimos trimestres. Por sectores, la evolución de los préstamos al sector privado señala principalmente un incremento continuado de la tasa de crecimiento interanual de los préstamos a las sociedades no financieras, que no obstante permaneció en niveles reducidos, mientras que la tasa de crecimiento interanual de los préstamos a los hogares parece que se ha estabilizado.

EL AGREGADO MONETARIO AMPLIO M3

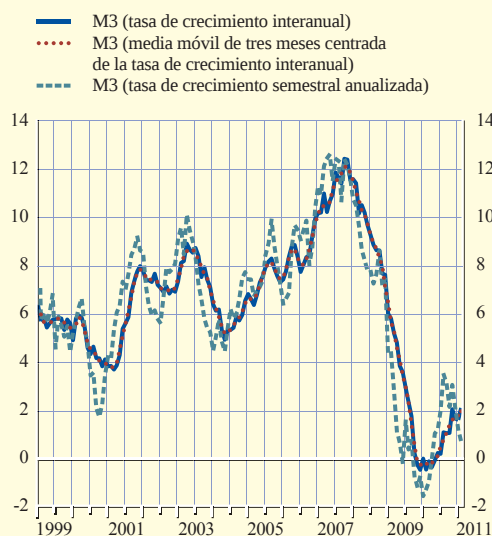
La tasa de crecimiento interanual del agregado monetario amplio M3 fue del 2 % en julio, lo cual apenas supone variación con respecto al 2,1 % del segundo trimestre y el 1,9 % del primer trimestre de 2011 (véase gráfico 10). Por tanto, los datos de los últimos meses están en consonancia con la estabilización del crecimiento de M3 en niveles moderados. En los últimos meses, la evolución monetaria ha seguido viéndose significativamente afectada por las operaciones interbancarias bastante volátiles realizadas a través de entidades de contrapartida central, que se clasifican dentro del sector tenedor de dinero. Ajustada por este efecto, la expansión monetaria es algo menor.

Por el lado de los componentes, tras la ampliación adicional del diferencial de tipos de interés por plazos, en el segundo trimestre de 2011 y en julio, el sector tenedor de dinero continuó redistribuyendo sus carteras, desplazándolas, en parte, hacia componentes de M3 no incluidos en M1 con una remuneración más elevada, en detrimento de los depósitos a la vista. En consecuencia, la tasa de crecimiento interanual de M1 volvió a disminuir, mientras que la de los depósitos a corto plazo distintos de los depósitos a la vista (es decir, M2 menos M1) aumentó, siendo estos últimos los que más contribuyeron al crecimiento de M3. En cambio, las participaciones en fondos del mercado monetario experimentaron nuevas salidas en el período analizado, debido principalmente al alto grado de sensibilidad de estos instrumentos, dados sus reducidos niveles de remuneración en comparación con otros activos.

En cuanto a las contrapartidas, el crecimiento interanual del crédito al sector privado se incrementó progresivamente en el segundo trimestre de 2011, en comparación con el trimestre anterior, aunque este resultado ocultó el ligero debilitamiento experimentado en los meses de junio y julio. La evolución registrada por el crédito al sector privado en los primeros meses de 2011 estuvo impulsada, principalmente, por los préstamos de las IFM y las tenencias de acciones y otras participaciones de este sector.

Gráfico 10 Crecimiento de M3

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



Fuente: BCE.

La tasa de crecimiento interanual del crédito a las Administraciones Públicas continuó moderándose, aunque se mantuvo en niveles elevados, en parte debido al impacto de la financiación de las transferencias de activos a estructuras de «bancos malos» a finales de 2010.

Los principales activos mantenidos por las IFM de la zona del euro aumentaron significativamente en julio como consecuencia del incremento de los préstamos entre IFM, tras el descenso registrado en el segundo trimestre de 2011, que obedeció, en gran medida, a las ventas de valores de distintos de acciones de las IFM.

Recuadro I

FACTORES DETERMINANTES DE LA EVOLUCIÓN RECIENTE DEL DINERO Y DE LOS PRÉSTAMOS

Las tasas de crecimiento interanual del agregado monetario amplio M3 y de los préstamos al sector privado prácticamente no experimentaron variaciones en el segundo trimestre de 2011 ni en julio, lo que indica que el ritmo de expansión monetaria subyacente se ha estabilizado en un nivel moderado en los últimos meses. Esta valoración se ve respaldada por la gama de medidas utilizadas para cuantificar el crecimiento monetario subyacente que se analizan periódicamente, cuyos límites se mantuvieron invariables, en general, en el segundo trimestre del año (véase gráfico A). En conjunto, las señales procedentes de la evolución monetaria sugieren que, a medio plazo, los riesgos para la estabilidad de precios están equilibrados. Por otra parte, la moderación del ritmo subyacente de expansión monetaria también es evidente en los préstamos otorgados por las IFM a los hogares, el principal componente del crédito de las IFM al sector privado. Ciertamente, entre marzo y julio de 2011, la tasa de crecimiento interanual de los préstamos a los hogares originados en IFM (es decir, ajustada de ventas y titulizaciones), que es la medida adecuada para evaluar la evolución de la financiación concedida por las IFM a los hogares, básicamente no se modificó.

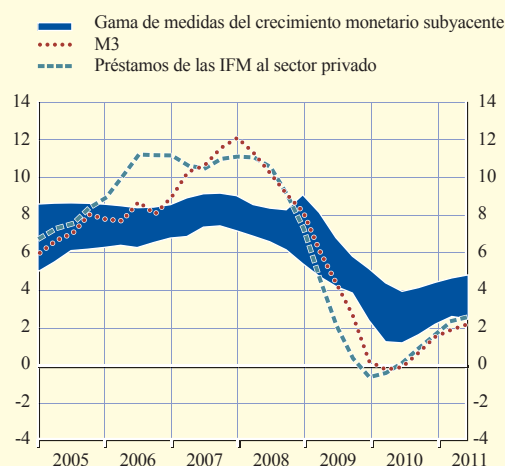
Los préstamos de las IFM a los hogares y el agregado monetario estrecho M1 presentan propiedades de indicador adelantado de la evolución del ciclo económico relativamente fiables. En este recuadro se presentan conclusiones que pueden extraerse de un análisis detallado de estos indicadores en lo que respecta al momento cíclico actual de la economía de la zona del euro.

Factores determinantes de la evolución de M1

M1 ha registrado fuertes fluctuaciones durante los doce últimos trimestres. En el tercer trimestre de 2008, la tasa de crecimiento interanual de M1 se situó en el 0,6%, antes de aumentar hasta el 12,3%

Gráfico A M3 y M3 subyacente

(tasas de variación interanual)



Fuentes: BCE, cálculos del BCE.

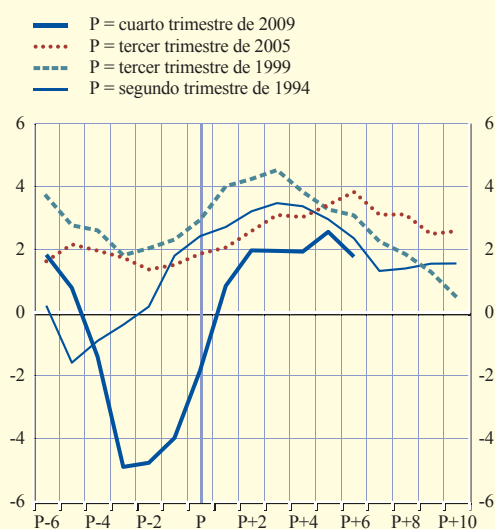
a finales de 2009 y retroceder hasta el 0,9% en julio de 2011. Desde principios de la década de los noventa, las fluctuaciones del crecimiento de este agregado monetario han sido mucho más pronunciadas que las observadas en el crecimiento del PIB nominal. Un ritmo específico de crecimiento de M1 real no puede, por lo tanto, plasmarse simplemente en un nivel del crecimiento del PIB equivalente. Al mismo tiempo, la tasa de crecimiento interanual de M1 deflactada por el deflactor del PIB ha mostrado buenas propiedades de indicador adelantado de la actividad económica, principalmente en lo que respecta a los puntos de giro (es decir, máximos y mínimos de la tasa de crecimiento interanual del PIB real)¹. En promedio, los máximos y mínimos observados en la tasa de crecimiento interanual de M1 real anticipan entre tres y cuatro trimestres los puntos de giro correspondientes del crecimiento interanual del PIB real. El gráfico B muestra la evolución del crecimiento interanual del PIB real en trimestres previos y posteriores a anteriores máximos importantes registrados en el crecimiento interanual de M1 real.

La pronunciada expansión del crecimiento de M1 tras la quiebra de Lehman Brothers fue acompañada de un acusado descenso de los tipos de interés a corto plazo, lo que apunta a la existencia de un «efecto de liquidez» e indica que se produjo un ajuste de carteras cuando disminuyó el coste de oportunidad de mantener activos incluidos en M1. Ciertamente, en los últimos años, la innovación financiera ha hecho que los activos incluidos en este agregado monetario se utilicen con más frecuencia en la gestión de carteras. No obstante, estos activos representan, en gran medida, saldos monetarios mantenidos por motivos de transacción. Por tanto, la relación entre las tenencias de ac-

¹ Para más detalles, véase el recuadro titulado «El contenido informativo del crecimiento de M1 real para el crecimiento del PIB en la zona del euro», *Boletín Mensual*, BCE, octubre de 2008.

Gráfico B Crecimiento del PIB real en torno a máximos importantes del crecimiento de M1 real

(tasas de variación interanual)

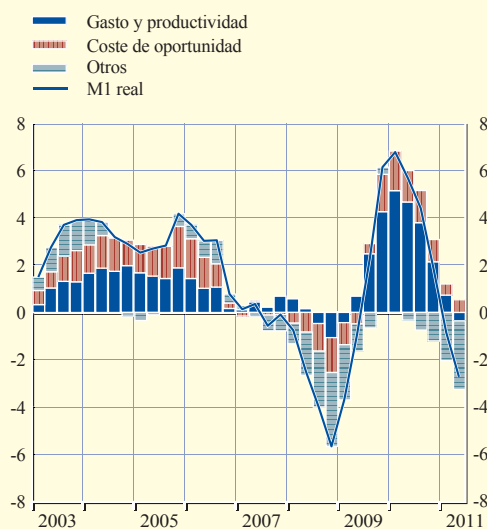


Fuentes: Eurostat y BCE.

Notas: Los puntos de giro del crecimiento de M1 real se han identificado aplicando el algoritmo de Bry-Boschan a la serie de tasas de crecimiento interanual. El período «P» representa un trimestre en el que se identificó un máximo en el crecimiento interanual de M1 real, seguido de una disminución importante de dicha tasa de crecimiento.

Gráfico C Factores determinantes de la evolución de M1 real

(tasas de variación interanual; contribuciones en puntos porcentuales)



Fuente: Estimaciones del BCE.

Nota: Esta desagregación de la tasa de crecimiento interanual de M1 real se basa en una tasa media de crecimiento del 4,6%.

tivos incluidos en M1 y el gasto real y previsto debería (al menos en principio) ser relativamente estrecha. De hecho, la correlación existente habitualmente entre el agregado monetario estrecho y la actividad económica parecen respaldar la idea de que la evolución de M1 está relacionada con transacciones. En consecuencia, la desaceleración actual del crecimiento interanual de M1 parecería indicar que el ritmo de actividad económica en la zona del euro será algo más lento en los próximos trimestres.

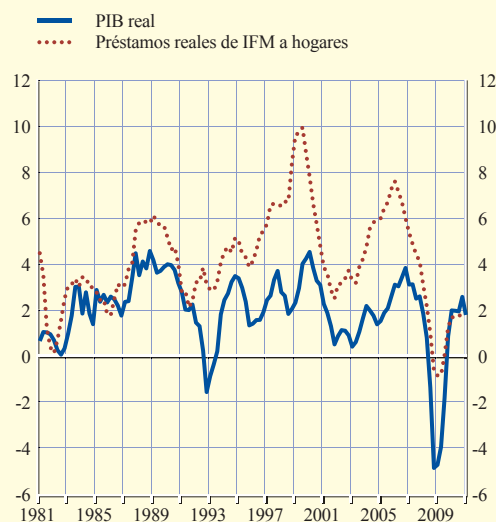
La desagregación del crecimiento de M1 en sus factores determinantes subyacentes proporciona más información sobre la relación dinámica existente entre M1 y el PIB. En el gráfico C, el crecimiento interanual de M1 real se descompone en contribuciones procedentes de alteraciones de las preferencias de gasto del sector privado y de la productividad, así como de alteraciones del nivel del coste de oportunidad². Este gráfico muestra que las alteraciones de las preferencias de gasto y de la productividad han contribuido sustancialmente al crecimiento de M1 durante la mayor parte del período transcurrido desde 2003. Según esta desagregación, las modificaciones del nivel del coste de oportunidad realmente contribuyen al crecimiento de M1, aunque recientemente han tenido una importancia secundaria. Mientras que el crecimiento de M1 entre principios de 2009 y finales de 2010 reflejó, en buena medida, cambios en las preferencias de gasto y en la productividad, la marcada desaceleración observada en los cuatro últimos trimestres también se ha visto influenciada por otros factores como, por ejemplo, cambios en la demanda de dinero.

Factores determinantes de la evolución de los préstamos concedidos a los hogares

Los préstamos concedidos por las IFM a los hogares deflactados por el deflactor del PIB presentan una correlación considerable con el crecimiento del PIB real, con un adelanto de hasta un trimestre (véase gráfico D)³. Esto hace que estos préstamos sean de utilidad para valorar el ritmo actual de la actividad económica. En los cuatro últimos trimestres, el crecimiento de los préstamos reales a los hogares ha sido inferior al del PIB real. En promedio, en los 20 años anteriores a la crisis financiera, el crecimiento de los préstamos reales otorgados a los hogares fue superior al del PIB real por un factor de 2,2. Actualmente, esto supondría una tasa de crecimiento interanual del 4% para los préstamos reales concedidos al citado sector, si bien, en estos momentos, esta tasa se sitúa en torno al 1,75%. No obstante, una simple comparación intertemporal de los niveles de crecimiento no explica las diferencias detectadas en la evolución

Gráfico D Préstamos reales de las IFM a los hogares y PIB real

(tasas de variación interanual)



Fuentes: Eurostat y BCE.

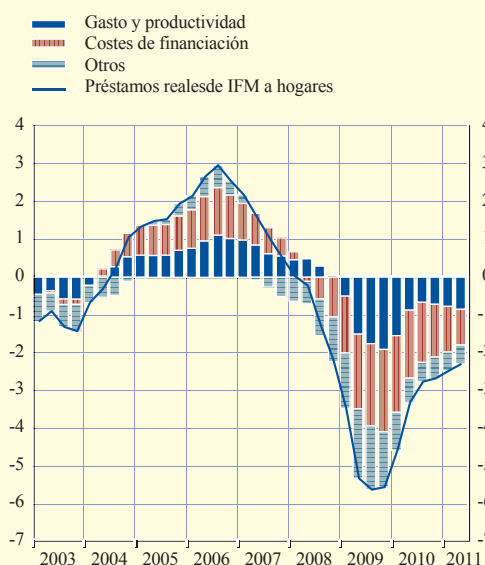
- La desagregación se basa en un modelo VAR de cuatro variables con parámetros que varían en el tiempo y con volatilidad estocástica de los residuos estimados mediante técnicas bayesianas. Las perturbaciones estructurales se identifican utilizando restricciones de signo económicamente significativas. El modelo incluye el PIB real, el deflactor del PIB, un tipo de interés a corto plazo del mercado monetario y el agregado monetario estrecho M1 deflactado por el deflactor del PIB.
- Para más detalles, véase el recuadro titulado «Los préstamos al sector privado no financiero durante el ciclo económico en la zona del euro», *Boletín Mensual*, BCE, octubre de 2009.

de los principales determinantes del crédito, por ejemplo, los tipos de interés aplicados de los préstamos bancarios, los criterios aplicados para su aprobación y el nivel de endeudamiento del sector hogares. Los tipos de interés aplicados por las entidades de crédito a los préstamos han aumentado en los últimos trimestres. Sin embargo, si se comparan con los niveles registrados antes de la crisis en la zona del euro en su conjunto, continuaron siendo relativamente atractivos en el período transcurrido hasta julio. Según la información obtenida de la encuesta sobre préstamos bancarios de la zona del euro, las entidades han mantenido el endurecimiento de los criterios de aprobación de los préstamos tras la crisis financiera de 2008. Además, aunque las ratios de deuda en relación con la renta se han reducido levemente en los últimos trimestres, el endeudamiento de los hogares continúa elevado en algunos países de la zona del euro, siendo probable que el ajuste de estas ratios modere el crecimiento del crédito en el futuro. Al mismo tiempo, la tasa de crecimiento interanual de los préstamos a los hogares también se ha visto impulsada por los programas de ayudas públicas introducidos en algunos países. La desagregación del crecimiento de los préstamos concedidos por las IFM a los hogares sugiere que, actualmente, factores como las preferencias de gasto y la productividad, así como las condiciones de financiación, están moderando la evolución de los préstamos (véase gráfico E)⁴. La contribución negativa procedente de las alteraciones de las preferencias de gasto y de la productividad ha aumentado de nuevo recientemente, después de haber disminuido con rapidez entre finales de 2009 y finales de 2010, lo que apunta a que los factores que influyen en la actividad económica están volviendo a causar un impacto moderador sobre los préstamos.

El análisis de los datos para la zona del euro en su conjunto puede ocultar efectos derivados de una evolución heterogénea en los países individuales. Un destacado factor que ha contribuido al débil crecimiento de los préstamos a escala de la zona tiene su origen en el hecho de que el crecimiento de los préstamos a nivel de países se ha desplazado hacia países que históricamente han presentado elasticidades relativamente bajas de los préstamos en relación con el PIB. Además, es probable que el aumento de los costes de financiación, el endurecimiento de los criterios de aprobación de los préstamos y la necesidad de corregir los niveles de endeudamiento en países que contribuyeron notablemente al crecimiento en el período previo a la crisis, debiliten la relación existente entre la evolución del crédito y la del PIB en estos países y, por tanto, también a nivel de la zona del euro. Por otra parte, es probable que el impacto de la crisis de la deuda soberana en las condiciones de financiación de las entidades de crédito acreciente la heterogeneidad entre países en las

Gráfico E Factores determinantes de la evolución de los préstamos reales de las IFM a los hogares

(tasas de variación interanual; contribuciones en puntos porcentuales)



Fuente: Estimaciones del BCE.

Nota: Esta desagregación de la tasa de crecimiento interanual de los préstamos reales de las IFM a los hogares se basa en una tasa media de crecimiento del 4,4%.

4 La desagregación se basa en un marco de modelos similar al utilizado en el caso de M1. No obstante, este modelo incluye el PIB real, el deflactor del PIB, un tipo de interés a corto plazo del mercado monetario y los préstamos concedidos a los hogares deflactados por el deflactor del PIB.

condiciones establecidas para la obtención de crédito, así como que esta evolución frene el crecimiento del crédito y la actividad económica en la zona del euro en el futuro.

Conclusiones

El crecimiento del crédito a los hogares es ligeramente moderado con respecto al crecimiento actual del producto si se compara con la evolución observada en periodos anteriores de recuperación económica. Hasta cierto punto, esto refleja la estabilización de la ratio de deuda en relación con el PIB de este sector en los últimos trimestres, aunque dicha ratio se mantiene en niveles elevados. Además, en un contexto de crisis de deuda soberana, es probable que el incremento de los costes de financiación y la aplicación de criterios restrictivos en la aprobación del crédito aumenten la carga de la deuda y, por tanto, también la necesidad de reducir los niveles de endeudamiento. En particular, estos efectos moderarán el crecimiento del crédito en países que anteriormente registraban altos niveles de endeudamiento.

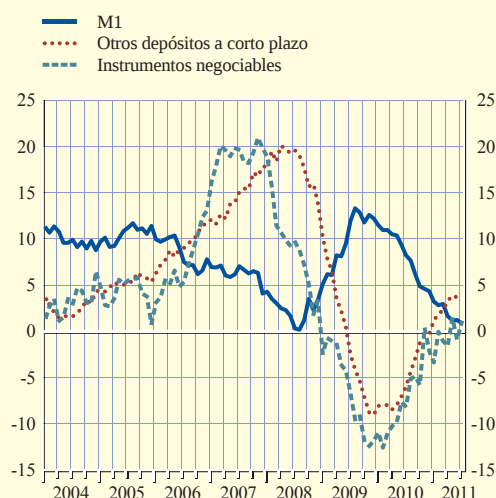
El lento crecimiento de los préstamos concedidos por las IFM a los hogares y, en particular, el hecho de que la tasa de crecimiento interanual del agregado monetario estrecho haya descendido de manera acusada hasta situarse en niveles reducidos, apunta a una moderación del crecimiento económico en la zona del euro en los próximos trimestres. Esta perspectiva, basada en indicadores monetarios con propiedades fiables de indicador adelantado, es acorde con la obtenida a partir de indicadores del ciclo económico para la zona del euro (véase el recuadro 7, titulado «La reciente desaceleración del crecimiento económico de la zona del euro»).

PRINCIPALES COMPONENTES DE M3

El patrón general que registraron las tasas de crecimiento interanual de los principales componentes de M3 a principios de 2011 continuó observándose en el segundo trimestre y en julio. El crecimiento del agregado estrecho M1 mantuvo su tendencia a la baja, mientras que el de otros depósitos a corto plazo siguió aumentando, siendo este nuevamente el componente que más contribuyó a la tasa de crecimiento interanual de M3. La tasa de variación interanual de los instrumentos negociables (véase gráfico 11) continuó recuperándose en el segundo trimestre y volvió a niveles positivos en julio, aunque una gran parte de este incremento se explica por la intensa actividad interbancaria llevada a cabo a través de las entidades de contrapartida central que se incluyen en el sector tenedor de dinero, mientras que las participaciones en fondos del mercado monetario volvieron a registrar salidas en el segundo trimestre de 2011 y en julio. La evolución reciente está, en general, en consonancia con los tipos de interés a los que se remuneran los distintos instrumentos incluidos en M3 vigentes en la zona del euro.

Gráfico 11 Principales componentes de M3

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



Fuente: BCE.

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 Junio	2011 Julio
M1	48,7	7,9	4,9	3,2	1,6	1,2	0,9
Efectivo en circulación	8,4	6,5	5,6	4,9	4,2	4,1	4,3
Depósitos a la vista	40,3	8,1	4,8	2,9	1,1	0,6	0,2
M2 - M1 (= otros depósitos a corto plazo)	39,2	-5,1	-1,1	1,3	3,4	3,7	3,7
Depósitos a plazo hasta dos años	19,1	-16,2	-8,7	-2,7	2,3	3,1	3,5
Depósitos disponibles con preaviso hasta tres meses	20,1	8,4	7,2	5,4	4,5	4,2	3,9
M2	87,9	1,8	2,2	2,4	2,4	2,3	2,1
M3 - M2 (= instrumentos negociables)	12,1	-6,5	-3,0	-1,7	-0,4	-0,9	0,9
M3	100,0	0,7	1,5	1,9	2,1	1,9	2,0
Crédito a residentes en la zona del euro		2,1	3,4	3,7	3,1	2,7	2,5
Crédito a las Administraciones Públicas		7,8	11,8	11,0	6,5	4,7	4,9
Préstamos a las Administraciones Públicas		6,5	15,5	17,8	10,7	6,8	8,4
Crédito al sector privado		0,8	1,5	2,1	2,4	2,2	1,9
Préstamos al sector privado		1,0	1,7	2,4	2,6	2,5	2,4
Préstamos al sector privado ajustados de ventas y titulaciones ²⁾		1,2	2,2	2,8	2,9	2,8	2,6
Pasivos financieros a más largo plazo (excluidos capital y reservas)		2,6	2,7	2,8	3,4	4,3	3,6

Fuente: BCE.

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

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

La tasa de crecimiento interanual de M1 disminuyó hasta el 1,6% en el segundo trimestre de 2011, desde el 3,2% del primer trimestre de 2011, y volvió a descender en julio, hasta situarse en el 0,9% (véase cuadro 2). Esta caída se debió especialmente a las disminuciones de la tasa de crecimiento interanual de los depósitos a la vista, que continuaron la tendencia observada desde finales de 2009 (véase el recuadro 1, titulado «Factores determinantes de la evolución reciente del dinero y de los préstamos», relativo a los factores que determinan la evolución del agregado monetario estrecho M1).

La tasa de crecimiento interanual de los depósitos a corto plazo distintos de los depósitos a la vista aumentó hasta el 3,7% en julio, desde el 3,4% y el 1,3% del segundo y primer trimestres de 2011, respectivamente. Este incremento continuó ocultando una evolución divergente de los distintos subcomponentes, dado que la tasa de crecimiento interanual de los depósitos a plazo hasta dos años volvió a avanzar de manera significativa, mientras que la tasa de crecimiento interanual de los depósitos de ahorro a corto plazo (es decir, depósitos disponibles con preaviso hasta tres meses) siguió disminuyendo, aunque continuó siendo considerablemente positiva.

En gran medida, las divergencias en las tasas de crecimiento de M1 y de los depósitos a corto plazo distintos de los depósitos a la vista son reflejo de la evolución de los tipos de interés, y en particular de la nueva ampliación del diferencial entre la remuneración de los depósitos a la vista y la de otros depósitos a corto plazo, lo cual generó efectos de sustitución dentro de M3. Esta mayor inclinación de la pendiente de la curva de rendimientos a los plazos más cortos continuó propiciando desplazamientos de los depósitos a la vista hacia otros depósitos de M3 mejor remunerados, mientras que la configuración general de la curva de rendimientos también favoreció las inversiones en activos financieros a más largo plazo no incluidos en M3.

La tasa de variación interanual de los instrumentos negociables (es decir, M3 menos M2) continuó recuperándose y se situó en el -0,4% en el segundo trimestre, frente al -1,7% del primer trimestre de 2011, pasando a niveles positivos en julio, cuando aumentó hasta el 0,9%. No obstante, este incremento oculta la evolución divergente de sus distintos componentes. En concreto, el flujo interanual de valores distintos de acciones a corto plazo de las IFM fue positivo en junio de 2011, por primera vez desde el segundo trimestre de 2010, con solo un ligero descenso en julio. Sin embargo, estos resultados fueron consecuencia, principalmente, de los efectos de sustitución de las participaciones en fondos del mercado monetario por valores distintos de acciones por parte de los agentes económicos, a causa de la escasa rentabilidad de los citados fondos, o de los desplazamientos de las participaciones en fondos del mercado monetario hacia participaciones en fondos de inversión. La tasa de crecimiento interanual de las cesiones temporales volvió a disminuir, aunque conservó sus dos dígitos. La evolución de este subcomponente siguió viéndose afectada positivamente por las operaciones interbancarias realizadas a través de entidades de contrapartida central, que continuaron siendo considerables.

La tasa de crecimiento interanual de los depósitos de M3, que incluyen los depósitos a corto plazo y las cesiones temporales, y que constituyen el agregado monetario más amplio para el que se dispone de información fiable por sectores, se situó en el 2,8% en julio, ligeramente por debajo del nivel registrado en el segundo trimestre de 2011 (véase gráfico 12). El leve descenso de los últimos meses ha estado impulsado, principalmente, por los intermediarios financieros no monetarios distintos de las empresas de seguros y los fondos de pensiones (OIF), mientras que las tenencias de depósitos de M3 por parte de los hogares y de las sociedades no financieras se mantuvieron relativamente estables.

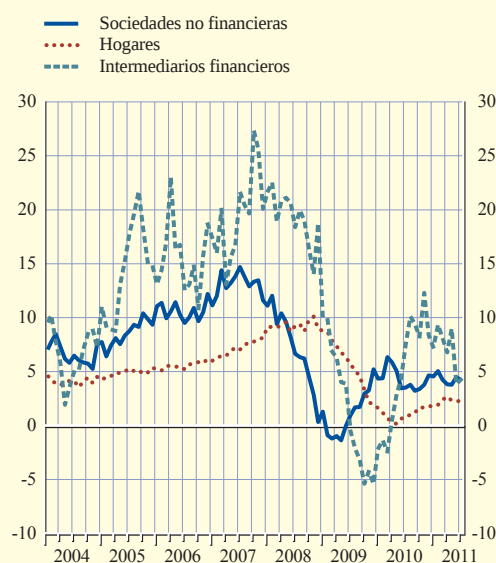
PRINCIPALES CONTRAPARTIDAS DE M3

En cuanto a las contrapartidas de M3, la tasa de crecimiento interanual del crédito total concedido por las IFM a residentes en la zona del euro disminuyó hasta el 3,1% en el segundo trimestre de 2011, frente al 3,7% del primer trimestre de 2011, y volvió a caer hasta situarse en el 2,5% en julio (véase cuadro 2). Estos resultados enmascaran una evolución divergente de los distintos subcomponentes, ya que la tasa de crecimiento interanual del crédito de las IFM al sector privado continuó incrementándose gradualmente (aunque se redujo en julio), mientras que la del crédito de las IFM a las Administraciones Públicas siguió descendiendo, aunque permaneció en niveles elevados, debido, en parte, al impacto continuado de la financiación de las transferencias de activos a estructuras de «bancos malos» a finales de 2010.

La tasa de crecimiento interanual del crédito otorgado por las IFM al sector privado aumentó de nuevo hasta situarse en el 2,4% en el segundo trimestre, frente al 2,1% del primer trimestre de 2011, antes de

Gráfico 12 Depósitos a corto plazo y cesiones temporales

(tasas de variación interanual; sin ajustar de efectos estacionales o de calendario)



Fuente: BCE.

Nota: Sector IFM, excluido el Eurosistema.

descender hasta el 1,9% en julio. Esta evolución estuvo impulsada, principalmente, por los préstamos al sector privado y por las tenencias de acciones y otras participaciones por parte de las IFM, cuya tasa de crecimiento interanual subió de forma notable desde principios del año y se situó en el 5,9% en julio. En cambio, la tasa de descenso interanual de las tenencias de valores del sector privado en manos de las IFM continuó incrementándose (y se situó en el -3,4% en julio, tras el -0,7% del segundo trimestre y el -0,3% del primer trimestre), también debido a que las operaciones de titulización retenidas fueron relativamente escasas en los últimos meses.

La tasa de crecimiento interanual de los préstamos al sector privado originados en las IFM (es decir, ajustados por ventas y titulizaciones) —el principal componente del crédito a este sector— mantuvo su moderada tendencia al alza, ascendiendo hasta el 2,9% en el segundo trimestre de 2011, desde el 2,8% registrado en el primer trimestre, aunque en julio se redujo ligeramente, hasta el 2,6% (véase cuadro 2). El impacto a la baja de las operaciones de titulización en el crecimiento interanual de los préstamos de las IFM al sector privado continúa siendo solo limitado (como ha sido el caso desde principios de 2010), y los datos ajustados y sin ajustar sobre los préstamos muestran un perfil similar.

El patrón observado en la tasa de crecimiento interanual de los préstamos al sector privado reflejó, principalmente, la estabilización de la evolución de los préstamos a los hogares y nuevos aumentos del crecimiento de los préstamos concedidos a las sociedades no financieras. Más exactamente, los préstamos de las IFM a los hogares continuaron viéndose afectados positivamente por la reincorporación de los préstamos previamente titulizados a los balances de estas instituciones; por tanto, ajustada por este efecto, la tasa de crecimiento interanual de los préstamos a los hogares originados en el citado sector se mantuvo prácticamente sin variación, en el 3%, en el segundo trimestre de 2011 y se redujo ligeramente en julio, hasta el 2,8%. Al mismo tiempo, la tasa de crecimiento interanual de los préstamos a las sociedades no financieras originados en las IFM, aunque permaneció en niveles reducidos, siguió recuperándose y aumentó hasta el 1,9% en el segundo trimestre de 2011, desde el 1,5% del primer trimestre, situándose en el 2,3% en julio. En cambio, la tasa de crecimiento interanual de los préstamos concedidos por las IFM a OIF descendió hasta el 6% en el segundo trimestre, desde el 7% del primer trimestre, y en julio bajó de nuevo, hasta el 3,5%, retornando a los niveles observados hace aproximadamente un año.

El detalle de los préstamos a hogares en función de su finalidad continuó ocultando diferencias en las tasas de crecimiento de los distintos tipos de préstamo. La tasa de crecimiento interanual de los préstamos para adquisición de vivienda se incrementó hasta el 4,4% en el segundo trimestre, desde el 4% del primer trimestre, pero se moderó en julio, situándose en el 3,9%. En cambio, la tasa de crecimiento interanual del crédito al consumo siguió siendo negativa, del -0,9%, en el segundo trimestre, sin variación con respecto al trimestre anterior, aunque ocultó un retroceso progresivo durante el citado período, y disminuyó de nuevo en julio hasta el -2,1% (para más detalles, véase la sección 2.7.).

La tasa de crecimiento interanual de los préstamos otorgados a las sociedades no financieras aumentó de nuevo y continuó con la recuperación gradual observada desde el segundo trimestre de 2010. Al mismo tiempo, el crecimiento de estos préstamos fue relativamente lento en términos históricos. Aunque los niveles de endeudamiento de las empresas han ido disminuyendo progresivamente desde principios de 2009, siguen siendo relativamente elevados en términos históricos. Esta evolución es coherente con la interpretación de que es posible que las empresas sigan sintiéndose reacias a aumentar significativamente su demanda de préstamos, especialmente en su intento por controlar, y posiblemente reducir más, sus niveles de deuda, haciendo, en su lugar, un mayor uso de los fondos internos disponibles.

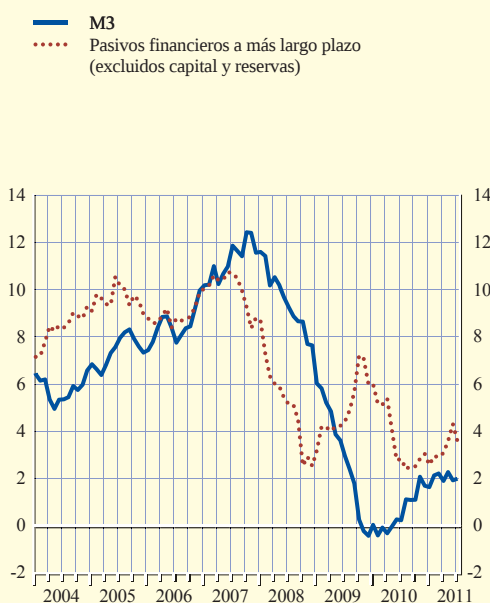
Con respecto a las demás contrapartidas de M3, la tasa de crecimiento interanual de los pasivos financieros a más largo plazo de las IFM (excluidos capital y reservas) se elevó hasta el 3,6% en julio, frente al 3,4% del segundo trimestre y el 2,8% del primer trimestre de 2011 (véase gráfico 13). De los principales instrumentos, la tasa de crecimiento interanual de los depósitos a más largo plazo que obran en poder del sector tenedor de dinero mostró signos de estabilización, posiblemente como consecuencia del aumento del atractivo de estos depósitos en relación con otras formas de inversión financiera. Asimismo, la tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones a más de dos años siguió en ascenso.

Cabe destacar que la tasa de crecimiento interanual del capital y reservas aumentó hasta el 7,5% en julio, desde el 6,4% del segundo trimestre y el 6,6% del primer trimestre de 2011. En julio, esta evolución se aceleró en parte por las inyecciones de capital público a las entidades bancarias en algunos países y en parte por la nueva recapitalización de las entidades de crédito mediante la emisión de acciones.

Por último, la posición acreedora neta frente al exterior de las IFM registró entradas interanuales por valor de 166 mm de euros en julio, continuando la tendencia al alza observada desde finales del año (véase gráfico 14), y contribuyendo positivamente a la evolución de M3. La mejora registrada en la posición acreedora neta frente al exterior en 2011 siguió debiéndose al hecho de que el descenso acumulado de los pasivos exteriores (principalmente en forma de depósitos) fue superior a la caída acumulada de los activos exteriores (para un análisis más exhaustivo, véase el recuadro 2 titulado «Evolución reciente de la cuenta financiera de la balanza de pagos de la zona del euro»).

Gráfico 13 M3 y pasivos financieros a más largo plazo de las IFM

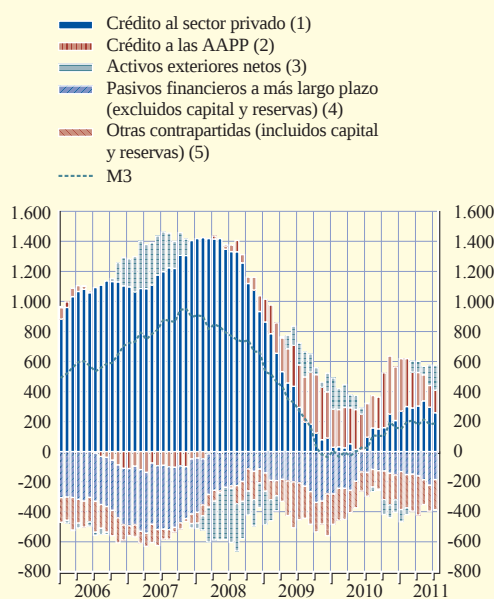
(tasas de variación interanual; datos ajustados de efectos estacionales y de calendario)



Fuente: BCE.

Gráfico 14 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

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

En este recuadro se presenta un análisis de la evolución reciente de la cuenta financiera de la balanza de pagos de la zona del euro, centrado principalmente en el segundo trimestre de 2011. Los flujos netos de entrada en la zona del euro volvieron a aumentar en el citado trimestre de 2011, favorecidos principalmente por las sustanciales inversiones en valores de la zona. La composición por instrumentos de los flujos de inversiones de cartera en los sectores de instituciones distintas de IFM de la zona del euro varió considerablemente en el segundo trimestre de 2011, registrándose un incremento de las entradas netas en valores distintos de acciones que compensó sobradamente las desinversiones en acciones y participaciones de la zona efectuadas por inversores extranjeros. Por otra parte, las mayores entradas netas resultantes de las operaciones realizadas desde principios de año con el sector tenedor de dinero explican la mejora de la posición acreedora neta frente al exterior de las IFM.

Los flujos netos de entrada en la zona del euro aumentaron de nuevo en el segundo trimestre de 2011. Las mayores entradas netas observadas en las inversiones de cartera fueron el principal factor impulsor de este incremento, y quedaron solo parcialmente compensadas con el aumento de las salidas netas registradas en la inversión exterior directa y en otras inversiones (véase cuadro).

El aumento de las entradas netas en inversiones de cartera oculta variaciones considerables en los patrones de inversión entre el primero y el segundo trimestre de 2011. Ciertamente, la evolución de las inversiones de cartera fue relativamente volátil, con cambios significativos en el clima de los mercados. Las entradas netas en valores distintos de acciones se incrementaron sustancialmente, mientras que las acciones y participaciones experimentaron un cambio de signo y pasaron de registrar entradas netas a salidas netas.

Cuenta financiera de la balanza de pagos de la zona del euro

(mm de euros; datos sin desestacionalizar)

			Cifras acumuladas de tres meses				Cifras acumuladas de doce meses	
	2011 Mayo	2011 Junio	2010 Sep	2010 Dic	2011 Mar	2011 Jun	2010 Junio	2011 Junio
Cuenta financiera ¹⁾	18,6	10,3	3,9	1,3	12,8	31,0	9,0	48,9
Total inversiones directas y de cartera netas	51,9	93,9	-47,8	92,8	121,8	165,8	107,1	332,6
Inversiones directas netas	-3,8	5,6	-30,8	59,2	-11,5	-26,0	-105,3	-9,0
Inversiones de cartera netas	55,8	88,3	-17,1	33,6	133,3	191,8	212,4	341,6
Acciones y participaciones	-21,7	13,1	29,1	15,4	93,9	-50,4	45,4	88,0
Valores distintos de acciones	77,4	75,2	-46,1	18,2	39,3	242,2	167,0	253,6
Bonos y obligaciones	40,1	63,9	-97,1	43,0	11,6	181,7	51,4	139,4
Instrumentos del mercado monetario	37,4	11,3	50,9	-24,8	27,7	60,5	115,6	114,2
Otras inversiones netas	-31,8	-87,9	54,3	-91,7	-93,9	-144,4	-102,5	-275,7
De la cual: sector tenedor de dinero ²⁾								
Inversiones directas netas	-2,8	3,6	-32,0	62,9	-6,8	-20,8	-101,4	3,3
Inversiones de cartera netas	8,3	50,7	-72,2	-88,7	61,3	51,4	57,2	-48,2
Acciones y participaciones	-20,8	15,8	15,1	25,5	86,7	-46,7	64,5	80,6
Valores distintos de acciones	29,0	34,9	-87,3	-114,3	-25,4	98,2	-7,3	-128,8
Otras inversiones netas	-8,4	-9,8	40,7	-31,8	34,0	-46,1	-26,8	-3,2

Fuente: BCE.

Nota: Pueden producirse discrepancias, debido al redondeo.

1) Las cifras corresponden a saldos (flujos netos). Un signo positivo (negativo) indica una entrada (salida) neta.

2) Administraciones Públicas y otros sectores de la balanza de pagos.

Esta evolución de las inversiones de cartera se concentró en el sector de instituciones distintas de IFM, y debe considerarse en el contexto de un aumento de las tensiones y de la volatilidad en los mercados financieros. La preocupación acerca de la fortaleza de la recuperación mundial y el recrudecimiento de la crisis de deuda soberana generaron mayor incertidumbre y dieron lugar a un renovado aumento de la aversión al riesgo de los inversores. Esto, a su vez, hizo que la inversión exterior en valores emitidos por el sector de instituciones distintas de IFM de la zona del euro mostrara comportamientos divergentes. Por un lado, los sectores no residentes en la zona del euro aumentaron considerablemente su inversión en bonos y obligaciones, lo que probablemente estuvo relacionado con los flujos de entrada en activos refugio como los bonos y obligaciones emitidos por los países más importantes de la zona del euro y, por otro, efectuaron desinversiones en acciones y participaciones, lo que puso fin bruscamente al favorable impulso observado en el primer trimestre de 2011. Los inversores extranjeros reestructuraron sus carteras reduciendo su exposición a acciones y participaciones e invirtiendo en valores distintos de acciones, en una aparente búsqueda de activos más seguros.

El aumento de las entradas en inversiones de cartera resultante de las operaciones efectuadas con el sector de instituciones distintas de IFM en los dos primeros trimestres del año también estuvo relacionado con el volumen de liquidez monetaria disponible en la zona del euro. Como se desprende de la presentación monetaria de la balanza de pagos, los mayores flujos netos de entrada en inversiones de cartera mencionados, concretamente en valores emitidos por el sector emisor de dinero, son reflejo de la mejora gradual de la posición acreedora neta frente al exterior de las IFM observada en 2011¹. Estos flujos han contribuido positivamente a la liquidez disponible en la zona, y quedan reflejados, en cierta medida, en la evolución del agregado monetario amplio M3.

En cuanto al sector de IFM, las entradas en valores distintos de acciones emitidos por este sector aumentaron de nuevo en el segundo trimestre de 2011. Los inversores extranjeros intensificaron sus adquisiciones de bonos y obligaciones emitidos por entidades de crédito de la zona del euro. Esta evolución es acorde con el incremento de la emisión por parte de entidades de crédito y parece indicar una relajación de las condiciones generales de financiación. Las entradas netas también se vieron favorecidas por las desinversiones que están efectuando entidades de crédito de la zona del euro en valores distintos de acciones de fuera de la zona, probablemente relacionadas con los esfuerzos por reestructurar sus balances. Al mismo tiempo, los flujos de entrada en instrumentos del mercado monetario emitidos por IFM prácticamente no se modificaron con respecto al primer trimestre del año, lo que apunta a que el sector de IFM de la zona del euro en su conjunto siguió disponiendo de financiación a corto plazo proporcionada por no residentes.

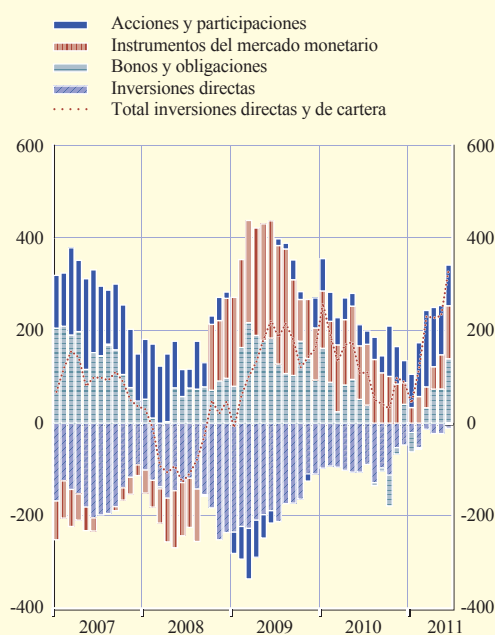
Los flujos netos de salida de inversión exterior directa se incrementaron en el segundo trimestre de 2011, debido a que la inversión por parte de no residentes en la zona del euro experimentó un descenso más acusado que la inversión por residentes en la zona, principalmente en el componente de acciones y participaciones de capital y beneficios reinvertidos. La pérdida de impulso observada en la inversión exterior directa con respecto al primer trimestre del año podría reflejar un aumento de la incertidumbre relacionado con las perspectivas de la economía mundial.

1 En la medida en que se liquidan a través de entidades de crédito residentes, las operaciones realizadas por el sector tenedor de dinero afectan a los activos y pasivos exteriores del sector bancario, que son una de las contrapartidas de M3. El sector tenedor de dinero incluye a los hogares, las sociedades no financieras, los intermediarios financieros no monetarios y las Administraciones Públicas distintas de la Administración central. Para más información sobre la presentación monetaria de la balanza de pagos, véase L.B. Duc, Mayerlen, F. y Sola, P., «The monetary presentation of the euro area balance of payments», *Occasional Paper Series*, n.º 96, BCE, 2008. Véase también el artículo titulado «La dimensión externa del análisis monetario», *Boletín Mensual*, BCE, agosto de 2008.

Por lo que respecta a la evolución a más largo plazo, en el período de doce meses transcurrido hasta junio, las entradas en el total de inversiones directas y de cartera netas se incrementaron considerablemente y se situaron en 332,6 mm de euros, frente a 107,1 mm de euros el año anterior (véanse cuadro y gráfico). Esta evolución se debió a los mayores flujos netos de entrada en inversiones de cartera, así como a una reducción sustancial de las salidas netas de inversión exterior directa. Las entradas netas en acciones y participaciones y en valores distintos de acciones aumentaron, en mayor medida en el caso de estos últimos. Los flujos netos de entrada en valores distintos de acciones estuvieron impulsados, principalmente, por el incremento de la inversión en valores de la zona del euro por parte de inversores extranjeros, mientras que los mayores flujos netos de entrada en acciones y participaciones reflejaron la moderación de la inversión en valores de fuera de la zona del euro por parte de residentes en la zona. Si se consideran otras inversiones, que incluyen principalmente depósitos y préstamos, las salidas netas se incrementaron sustancialmente en el período de doce meses transcurrido hasta junio. Un análisis más detallado de la evolución de este componente pone de manifiesto que estas salidas netas fueron resultado del avance de la inversión en activos exteriores por parte de residentes en la zona del euro, así como de las desinversiones en valores de la zona por parte de no residentes (que, no obstante, se redujeron con respecto a períodos anteriores).

Principales partidas de la cuenta financiera

(mm de euros; flujos netos acumulados de doce meses; datos mensuales)



Fuente: BCE.

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

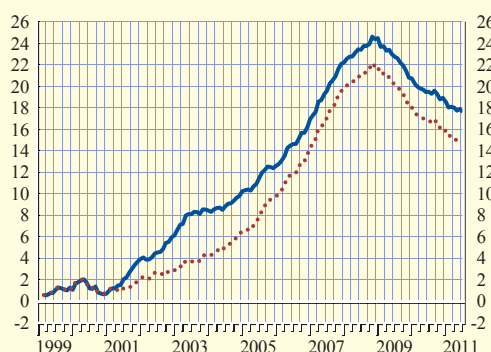
La evolución de las brechas monetarias nominal y real sugiere que el volumen de liquidez monetaria en la zona del euro siguió corrigiéndose a la baja en el segundo trimestre y en julio de 2011, manteniendo la tendencia observada desde principios de 2009 (véanse gráficos 15 y 16). Estas medidas de la liquidez deben interpretarse con cautela, ya que se basan en una evaluación de los saldos monetarios de equilibrio, que entraña una incertidumbre considerable. No obstante, las medidas apuntan al hecho de que es poco probable que el período de crecimiento moderado de M3 observado desde finales de 2008 haya corregido por completo el exceso de liquidez acumulada con anterioridad al comienzo de la crisis financiera.

En conjunto, los datos correspondientes a julio de 2011 y al segundo trimestre de 2011 confirman que la expansión monetaria y crediticia subyacente continúa siendo moderada. Al mismo tiempo, la liquidez monetaria acumulada con anterioridad al período de tensiones en los mercados financieros sigue siendo abundante, a pesar de algunas correcciones importantes a la baja en los últimos trimestres. Aunque todavía puede ser necesario un ajuste ordenado de la liquidez monetaria, mediante la amortización de créditos y el mantenimiento de un crecimiento monetario lento, un ajuste desordenado, conjugado con nuevas fluctuaciones acusadas de los precios de los activos, podría generar efectos adversos sobre la estabilidad de precios a medio plazo.

Gráfico 15 Estimaciones de la brecha monetaria nominal¹⁾

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

— Brecha monetaria nominal basada en M3 oficial
 Brecha monetaria nominal basada en M3 corregido por el impacto estimado de los desplazamientos de cartera²⁾



Fuente: BCE.

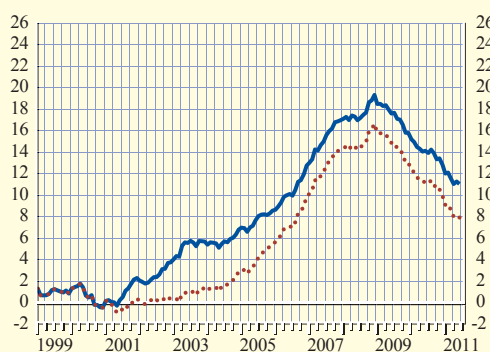
1) La brecha monetaria nominal se define como la diferencia existente entre el nivel efectivo de M3 y el nivel de M3 que correspondería a un crecimiento constante de este agregado monetario igual a su valor de referencia (4,5%), tomando diciembre de 1998 como período base.

2) Las estimaciones de la magnitud de los desplazamientos de cartera hacia M3 se obtienen utilizando el enfoque que se analiza en la sección 4 del artículo titulado «Análisis monetario en tiempo real», *Boletín Mensual*, BCE, octubre de 2004.

Gráfico 16 Estimaciones de la brecha monetaria real¹⁾

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

— Brecha monetaria real basada en M3 oficial
 Brecha monetaria real basada en M3 corregido por el impacto estimado de los desplazamientos de cartera²⁾



Fuente: BCE.

1) La brecha monetaria real se define como la diferencia existente entre el nivel efectivo de M3, deflactado por el IAPC, y el nivel de M3, en términos reales, que habría resultado de un crecimiento nominal constante de este agregado monetario igual al valor de referencia (4,5%), y de una tasa de inflación, medida por el IAPC, compatible con la definición de estabilidad de precios del BCE, tomando diciembre de 1998 como período base.

2) Las estimaciones de la magnitud de los desplazamientos de cartera hacia M3 se obtienen utilizando el enfoque que se analiza en la sección 4 del artículo titulado «Análisis monetario en tiempo real», *Boletín Mensual*, BCE, octubre de 2004.

2.2 INVERSIÓN FINANCIERA DE LOS SECTORES NO FINANCIEROS E INVERSORES INSTITUCIONALES

La tasa de crecimiento interanual de la inversión financiera total de los sectores no financieros disminuyó hasta el 3,3% en el primer trimestre de 2011, debido al menor crecimiento de la inversión financiera de los hogares y de las sociedades no financieras. Los flujos de entrada interanuales en participaciones en fondos de inversión se incrementaron en el segundo trimestre de 2011, tras descender en los cuatro trimestres anteriores. En el primer trimestre de 2011 la tasa de crecimiento interanual de la inversión financiera total de las empresas de seguros y los fondos de pensiones se redujo por cuarto trimestre consecutivo.

SECTORES NO FINANCIEROS

En el primer trimestre de 2011 (el más reciente para el que se dispone de datos), la tasa de crecimiento interanual de la inversión financiera total de los sectores no financieros disminuyó hasta el 3,3%, desde el 3,5% del trimestre anterior (véase cuadro 3). Este descenso fue reflejo, principalmente, de la menor contribución de la inversión en acciones cotizadas, que no fue contrarrestada totalmente por el nuevo aumento de la aportación procedente de la inversión en valores distintos de acciones. Al mismo tiempo, la contribución relativamente significativa de la inversión en estos últimos valores obedeció al considerable incremento de los flujos de activos transferidos por las IFM (en su mayor parte valores distintos de acciones a largo plazo) a un «banco malo» clasificado dentro del sector de Administraciones Públicas en el trimestre anterior. En cuanto a los demás instrumentos, la aportación de la inversión en efectivo y depósitos volvió a aumentar moderadamente, mientras que las contribuciones de la inversión en acciones no cotizadas, en participaciones en fondos de inversión y en reservas técnicas de seguro experimentaron un ligero retroceso.

Cuadro 3 Inversión financiera de los sectores no financieros de la zona del euro

	Saldo vivo, en porcentaje de los activos financieros ¹⁾	Tasas de crecimiento interanual									
		2008 IV	2009 I	2009 II	2009 III	2009 IV	2010 I	2010 II	2010 III	2010 IV	2011 I
Inversión financiera	100	4,2	3,8	3,8	3,5	2,5	2,6	2,5	2,7	3,5	3,3
Efectivo y depósitos	23	7,0	7,5	7,0	6,0	3,4	2,0	1,7	2,3	3,1	3,6
Valores distintos de acciones, excluidos derivados financieros	6	6,1	3,8	1,5	0,4	-2,3	-2,5	-2,0	-2,1	6,6	9,4
De los cuales: A corto plazo	0	10,7	-11,6	-22,3	-32,4	-36,8	-28,7	-23,7	-8,6	-6,0	5,2
De los cuales: A largo plazo	5	5,5	6,1	5,1	5,5	3,0	0,9	0,5	-1,5	7,6	9,7
Acciones y otras participaciones, excluidas participaciones en fondos de inversión	30	3,9	4,4	4,6	4,7	3,2	3,1	2,2	1,9	2,4	1,8
De las cuales: Acciones cotizadas	7	3,6	4,5	4,4	5,7	6,7	8,2	4,0	1,6	3,0	0,7
De las cuales: Acciones no cotizadas y otras participaciones	23	4,0	4,4	4,7	4,4	2,4	2,1	1,7	2,0	2,3	2,2
Participaciones en fondos de inversión	5	-6,1	-4,3	-3,0	-1,0	1,8	0,3	-1,3	-1,3	-1,1	-2,2
Reservas técnicas de seguro	15	2,6	2,7	3,0	3,5	4,4	4,9	4,7	4,5	4,1	3,6
Otros ²⁾	21	5,5	1,8	1,9	1,1	0,9	2,9	4,7	5,5	5,5	4,7
M3³⁾		7,6	5,2	3,6	1,8	-0,4	-0,1	0,3	1,1	1,7	2,2

Fuente: BCE.

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

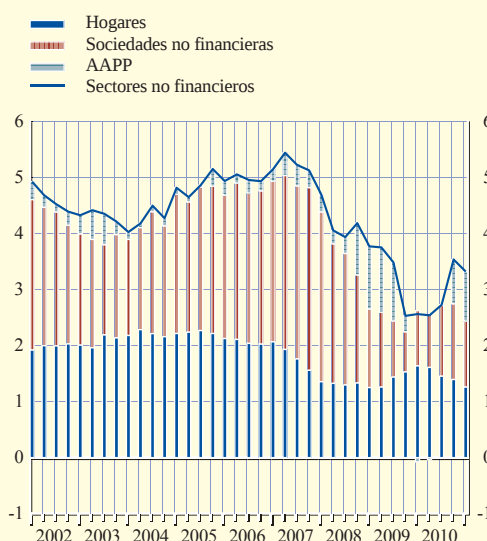
2) Otros activos financieros comprende préstamos y otras cuentas pendientes de cobro, que a su vez incluye el crédito comercial concedido por las sociedades no financieras.

3) A fin de trimestre. El agregado monetario M3 incluye los instrumentos monetarios mantenidos por entidades de la zona del euro que no son IFM (es decir, los sectores no financieros y las instituciones financieras no monetarias) en IFM de la zona del euro y Administración Central.

El detalle por sectores no financieros indica que el leve descenso que registró la tasa de crecimiento interanual de la inversión financiera total en el primer trimestre de 2011 fue reflejo del menor crecimiento de la inversión financiera de los hogares y de las sociedades no financieras, mientras que el crecimiento interanual de la inversión financiera de las Administraciones Públicas continuó en ascenso (véase gráfico 17). La tasa de crecimiento interanual de la inversión financiera del sector hogares siguió la tendencia a la baja observada desde el primer semestre de 2010, principalmente como consecuencia de la disminución progresiva de las contribuciones de la inversión en acciones y en reservas técnicas de seguro. En cambio, la caída del crecimiento de la inversión financiera de las sociedades no financieras observada en el primer trimestre de 2011 se produce tras la recuperación paulatina registrada en los cuatro trimestres anteriores, que estuvo determinada inicialmente por el crecimiento de la inversión en otros activos (incluidos préstamos, otras cuentas pendientes de cobro y derivados financieros) y, posteriormente, por el crecimiento de la inversión en acciones no cotizadas y otras participaciones. La desaceleración de la inversión en otros activos por parte de las sociedades no financieras fue el factor principal del menor crecimiento de la inversión financiera total en el primer trimestre de 2011. Por último, el fuerte incremento del crecimiento interanual de la inversión financiera de las Administraciones Públicas observado en el cuarto trimestre de 2010 y el primer trimestre de 2011 obedeció, en gran medida,

Gráfico 17 Inversión financiera de los sectores no financieros

(tasas de variación interanual; en puntos porcentuales)



Fuente: BCE.

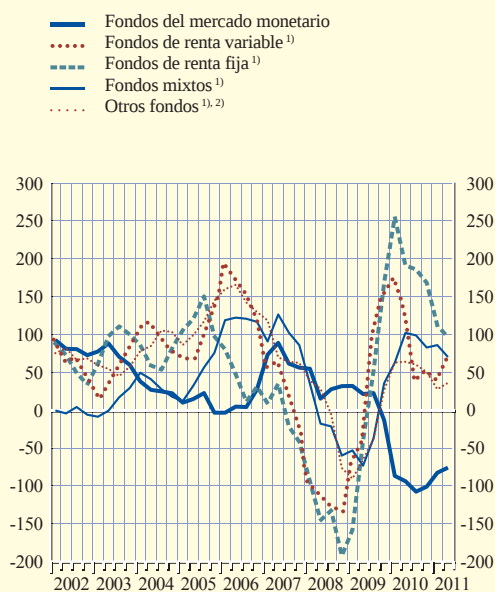
al intenso crecimiento de los valores distintos de acciones a largo plazo (relacionado, en parte, con la transferencia de activos de las IFM a estructuras de bancos malos como se ha indicado anteriormente), pero también al vigoroso crecimiento de la inversión en efectivo y depósitos y en otros activos. Para obtener información más detallada sobre la evolución de la inversión financiera del sector privado, véanse las secciones 2.6 y 2.7.

INVERSORES INSTITUCIONALES

Los flujos de entrada interanuales en participaciones en fondos de inversión (excluidos los fondos del mercado monetario) aumentaron hasta situarse en 281 mm de euros en el segundo trimestre de 2011, frente a los 264 mm de euros del trimestre anterior, tras haber registrado descensos en los cuatro trimestres anteriores. Por tanto, la tasa de crecimiento interanual se incrementó ligeramente, hasta el 5,1 %, frente al 4,9 % del primer trimestre de 2011. El desglose por política de inversión muestra que el ascenso observado en los flujos de entrada interanuales se debió, principalmente, al sólido avance de las entradas en fondos de renta variable y, en menor medida, a las mayores entradas en otros fondos, mientras que las entradas en fondos de renta fija y en fondos mixtos disminuyeron (véase gráfico 18). Esta evolución sugiere que la intensificación de las tensiones en algunos mercados de deuda soberana siguió frenando las entradas interanuales en fondos de inversión, aunque la recuperación de los fondos de renta variable compensó con creces este efecto en el segundo trimestre de 2011. Los fondos del mercado monetario volvieron a registrar salidas interanuales en el segundo trimestre de 2011, aunque en un volumen ligeramente inferior al del trimestre anterior, debido todavía al coste de oportunidad de mantener estos instrumentos dado el reducido nivel de los tipos de interés a corto plazo que se utilizan de referencia para estos fondos.

Gráfico 18 Flujos de entrada netos anuales en fondos del mercado monetario y en fondos de inversión

(mm de euros)



Fuentes: BCE y EFAMA.

1) Con anterioridad al primer trimestre de 2009, las estimaciones de flujos trimestrales se obtuvieron de las estadísticas de fondos de inversión no armonizadas del BCE, de cálculos del BCE basados en datos nacionales proporcionados por EFAMA y de cálculos del BCE.

2) Incluye los fondos inmobiliarios, los fondos de inversión libre y los fondos no clasificados en otros fondos.

Gráfico 19 Inversión financiera de las empresas de seguros y los fondos de pensiones

(tasas de variación interanual; contribuciones en puntos porcentuales)



Fuente: BCE.

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

Si se analizan las variaciones a más corto plazo, los flujos de entrada trimestrales en participaciones en fondos de inversión (excluidos los fondos del mercado monetario) ascendieron a 60 mm de euros en el segundo trimestre de 2011 (sobre la base de datos sin desestacionalizar). Mientras que el volumen de las entradas fue solo algo superior al del trimestre anterior, su composición (es decir, los tipos de fondo de inversión afectados) cambió. En el segundo trimestre de 2011 descendieron los flujos de entrada en fondos de renta fija, como consecuencia del recrudecimiento de las tensiones en los mercados de deuda soberana, y en fondos mixtos, mientras que aumentaron las entradas en otros fondos y, especialmente, en fondos de renta variable.

La tasa de crecimiento interanual de la inversión financiera total realizada por las empresas de seguros y los fondos de pensiones disminuyó en el primer trimestre de 2011 por cuarto trimestre consecutivo y se situó en el 3%, frente al 3,7% del trimestre anterior (véase gráfico 19). Este descenso estuvo determinado, principalmente, por la menor contribución de la inversión en valores distintos de acciones (excluidos derivados financieros) y, en menor medida, de la inversión en participaciones en fondos de inversión. La contribución del resto de instrumentos prácticamente no varió. La reducción de la tasa de crecimiento interanual de la inversión financiera total de las empresas de seguros y los fondos de pensiones fue reflejo de la moderación (visible en el pasivo de sus balances) de la inversión del sector tenedor de dinero en reservas técnicas de seguro. A este respecto, conviene señalar que los flujos trimestrales observados en el segundo trimestre de 2011 en las reservas técnicas de seguro aumentaron, tras registrar caídas en los tres trimestres anteriores.

2.3 TIPOS DE INTERÉS DEL MERCADO MONETARIO

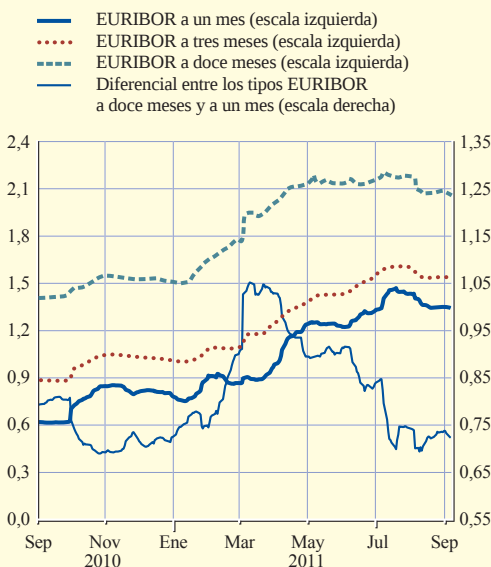
Los tipos de interés del mercado monetario descendieron en la mayoría de los segmentos en el período comprendido entre el 9 de junio y el 7 de septiembre de 2011, debido a la revisión de las expectativas de tipos de interés a corto plazo como consecuencia del recrudecimiento de las tensiones en los mercados financieros. El 7 de julio de 2011, el Consejo de Gobierno decidió incrementar los tipos de interés oficiales del BCE en 25 puntos básicos, decisión que se hizo efectiva en la primera operación principal de financiación liquidada el 13 de julio de 2011. Al mismo tiempo, la volatilidad de los tipos de interés del mercado monetario se intensificó.

Los tipos de interés del mercado monetario sin garantías aumentaron de forma solo ligera en los plazos de vencimiento más cortos durante el período analizado, estabilizándose así en líneas generales, tras la tendencia al alza observada desde principios del año en curso. El 7 de septiembre de 2011, los tipos EURIBOR a un mes, a tres meses, a seis meses y a doce meses se situaron en el 1,34%, el 1,53%, el 1,73% y el 2,07%, respectivamente, esto es, 8 y 7 puntos básicos por encima y 1 y 9 puntos básicos por debajo, respectivamente, de los niveles observados el 9 de junio de 2011. 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 general, en dicho período y se situó en 73 puntos básicos el 7 de septiembre (véase gráfico 20).

Los tipos de interés del mercado monetario con garantías se redujeron en conjunto durante el período analizado, invirtiendo en parte la tendencia general al alza observada desde enero de 2011 (véase gráfico 21). El tipo swap del EONIA a tres meses se situó en el 0,76% el 7 de septiembre, alrededor de 51 puntos básicos por debajo del nivel registrado el 9 de junio. El correspondiente EURIBOR sin garantías subió ligeramente, de forma que el diferencial entre los dos tipos se incrementó desde los 20 puntos básicos del 9 de junio hasta los 77 puntos básicos del 7 de septiembre. Esta evolución puede explicarse por el recrudecimiento de las tensiones en algunos mercados financieros de la zona del euro.

Gráfico 20 Tipos de interés del mercado monetario

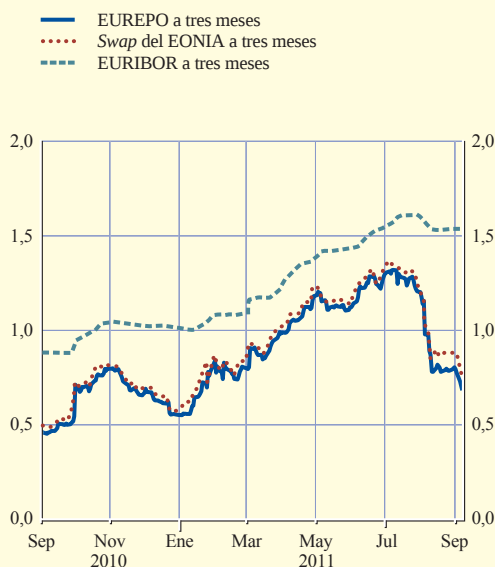
(porcentajes; diferencial en puntos porcentuales; datos diarios)



Fuentes: BCE y Thomson Reuters.

Gráfico 21 EUREPO, EURIBOR y swap del EONIA a tres meses

(porcentajes; datos diarios)



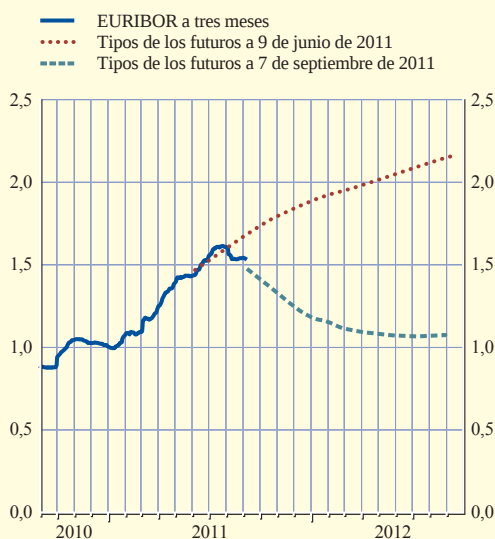
Fuentes: BCE, Bloomberg y Thomson Reuters.

El 7 de septiembre, 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 de 2012 se situaron en el 1,47%, el 1,22% y el 1,10%, respectivamente, lo que representa descensos de 24, 65 y 87 puntos básicos, respectivamente, en comparación con los niveles observados el 9 de junio, que obedecieron, en parte, a la revisión a la baja de las expectativas de tipos de interés oficiales (véase gráfico 22). Las volatilidades implícitas obtenidas de las opciones sobre futuros del EURIBOR a tres meses con plazo de vencimiento constante de tres, seis, nueve y doce meses aumentaron en los tres últimos meses, especialmente en los plazos más cortos (véase gráfico 23).

Si se considera el vencimiento a un día, la volatilidad del EONIA fue bastante intensa hasta mediados de julio, situándose por encima del tipo principal de financiación en diversas ocasiones, y disminuyó de manera significativa posteriormente. Este descenso fue consecuencia del mayor recurso de las entidades de crédito al

Gráfico 22 Tipos de interés a tres meses y tipos de interés de los futuros en la zona del euro

(porcentajes; datos diarios)



Fuente: Thomson Reuters.

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

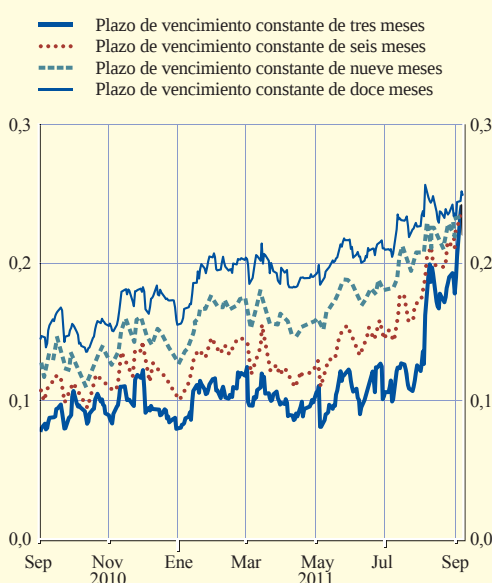
Eurosistema, en un contexto de recrudecimiento de las tensiones en los mercados financieros. Por consiguiente, se incrementó el exceso de liquidez del sistema, manteniendo el EONIA en niveles más bajos. Desde mediados de julio, el EONIA se ha reducido, situándose entre 10 y 20 puntos básicos por encima del tipo de la facilidad de depósito. El 7 de septiembre, el EONIA se situó en el 0,87 % (véase gráfico 24).

En el período de referencia, el BCE siguió prestando apoyo a los mercados monetarios realizando algunas operaciones para inyectar liquidez con vencimiento a una semana, un período de mantenimiento y tres meses. Ante el recrudecimiento de las tensiones en algunos mercados financieros de la zona del euro, el BCE decidió inyectar liquidez mediante una operación de financiación a plazo más largo complementaria, con un vencimiento de aproximadamente seis meses, para aplicar activamente el Programa para los Mercados de Valores, y ampliar el período de inyección de liquidez a tipo de interés fijo con adjudicación plena. El objetivo de estas medidas es contribuir a restablecer una mejor transmisión de las decisiones de política monetaria y, por tanto, garantizar la estabilidad de precios en la zona del euro.

Las operaciones de inyección de liquidez del Eurosistema durante el período analizado se llevaron a cabo aplicando procedimientos de subasta a tipo de interés fijo con adjudicación plena. Asimismo, el BCE llevó a cabo operaciones semanales de absorción de liquidez a una semana, aplicando un procedimiento de subasta a tipo de interés variable, con tipos máximos de puja del 1,25 % en el sexto y séptimo

Gráfico 23 Volatilidad implícita de las opciones sobre futuros del EURIBOR a tres meses con plazo de vencimiento constante

(porcentajes; datos diarios)

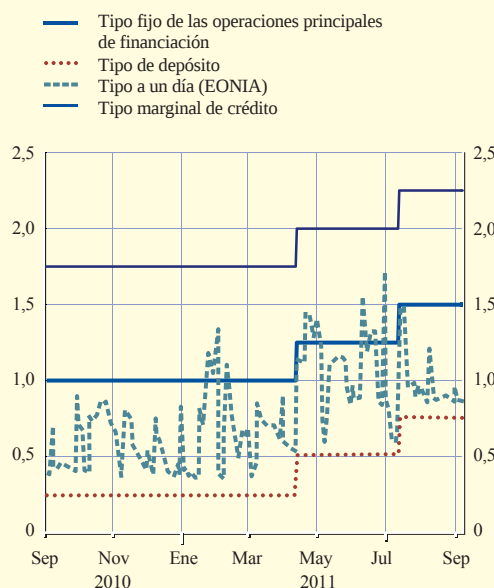


Fuentes: Thomson Reuters y cálculos del BCE.

Nota: La medida se obtiene en dos etapas. En primer lugar, las volatilidades implícitas de las opciones sobre futuros del EURIBOR a tres meses se transforman expresándolas en términos de precios logarítmicos, en lugar de rentabilidades logarítmicas. En segundo lugar, las volatilidades implícitas resultantes, que tienen una fecha de vencimiento constante, se transforman expresándolas en términos de plazos de vencimiento constantes.

Gráfico 24 Tipos de interés del BCE y tipo de interés a un día

(porcentajes; datos diarios)



Fuentes: BCE y Thomson Reuters.

períodos de mantenimiento del año y del 1,50% en el octavo período de mantenimiento. Con estas operaciones de absorción de liquidez, el BCE ofreció absorber un volumen equivalente al importe de las adquisiciones efectuadas en el marco del Programa para los Mercados de Valores, que ascendía a 128,9 mm de euros el 2 de septiembre. Para obtener más información sobre la situación de liquidez y las operaciones de política monetaria, véase el recuadro 3. El recuadro 4 presenta el balance del Eurosistema en momentos de tensión en los mercados financieros.

Recuadro 3

SITUACIÓN DE LIQUIDEZ Y OPERACIONES DE POLÍTICA MONETARIA EN EL PERÍODO COMPRENDIDO ENTRE EL 11 DE MAYO Y EL 9 DE AGOSTO DE 2011

En este recuadro se describe la gestión de la liquidez realizada por el BCE durante los períodos de mantenimiento de reservas que finalizaron el 14 de junio, el 12 de julio y el 9 de agosto de 2011. Durante ese período, todas las operaciones de financiación siguieron realizándose mediante procedimientos de subasta a tipo de interés fijo con adjudicación plena.

El 7 de julio de 2011, el BCE decidió incrementar 25 puntos básicos los tipos de interés oficiales, con efecto a partir de la operación principal de financiación que se liquidó el 13 de julio de 2011.

El 4 de agosto de 2011, el Consejo de Gobierno del BCE decidió seguir aplicando procedimientos de subasta a tipo de interés fijo con adjudicación plena en las operaciones principales de financiación y en las operaciones de financiación a plazo especial con vencimiento de un período de mantenimiento mientras se considere necesario y como mínimo hasta el final del último período de mantenimiento de 2011, que terminará el 17 de enero de 2012. El Consejo de Gobierno decidió asimismo llevar a cabo las operaciones de financiación a plazo más largo a tres meses que se adjudicarán el 26 de octubre, el 30 de noviembre y el 21 de diciembre de 2011 aplicando procedimientos de subasta a tipo de interés fijo con adjudicación plena.

Además, como consecuencia del recrudecimiento de las tensiones en algunos mercados financieros de la zona del euro, el BCE ejecutó una operación de financiación complementaria, que no influyó en la situación de liquidez, durante el período analizado. El Consejo de Gobierno decidió adjudicar una operación de financiación a plazo más largo complementaria con vencimiento a seis meses el 10 de agosto de 2011, aplicando un procedimiento a tipo de interés fijo con adjudicación plena.

Asimismo, el 7 de agosto de 2011, el BCE comenzó a aplicar de nuevo activamente el Programa para los mercados de valores (SMP, en sus siglas en inglés), anunciado el 10 de mayo de 2010, de forma paralela a las operaciones semanales de absorción de liquidez con vencimiento a una semana encaminadas a esterilizar la liquidez adicional proporcionada a través del programa.

Necesidades de liquidez del sistema bancario

En el período considerado, las necesidades diarias agregadas de liquidez del sistema bancario —definidas como la suma de los factores autónomos, las exigencias de reservas y el exceso de reservas (es decir, los saldos en cuenta corriente por encima de las exigencias de reservas)— ascendieron, en promedio, a 482,4 mm de euros, lo que representa un aumento de 5,4 mm de euros con respecto a la media

diaria de los tres períodos de mantenimiento anteriores (esto es, el período comprendido entre el 9 de febrero y el 10 de mayo de 2011).

Esta evolución se debió principalmente a un nuevo aumento del valor medio de los factores autónomos, que se incrementaron 7,4 mm de euros, hasta situarse en 272,4 mm de euros. El valor medio de las exigencias de reservas fue de 207,5 mm de euros, lo que representa un descenso de 1,9 mm de euros. El exceso de reservas diario¹ se situó, en promedio, en 2,5 mm de euros, lo que supone un aumento desde los 1,2 mm de euros de los tres períodos de mantenimiento anteriores (véase gráfico A).

Oferta de liquidez

En el período considerado, la liquidez total proporcionada a través de operaciones de mercado abierto ascendió, en promedio, a 516,2 mm de euros, lo que supone un aumento de 18,9 mm de euros con respecto a los tres períodos de mantenimiento anteriores, y las operaciones de subasta² aportaron un promedio de 381,5 mm de euros.

En comparación con los tres períodos de mantenimiento anteriores, la liquidez proporcionada, en promedio, en las operaciones principales de financiación a una semana aumentó 29,5 mm de euros, hasta 141,8 mm de euros, mientras que la aportada, en promedio, en las operaciones de financiación a plazo especial con vencimiento de un período de mantenimiento se redujo 3,8 mm de euros y se situó en 72,5 mm de euros. Paralelamente, la liquidez proporcionada, en promedio, en las operaciones de financiación a plazo más largo con vencimiento a tres meses disminuyó en 5,5 mm de euros, hasta situarse en 244,5 mm de euros. La liquidez total aportada a través de operaciones de financiación a plazo más largo fue, en promedio, de 317 mm de euros, en comparación con 326,4 mm de euros en el período de referencia anterior.

En conjunto, el programa de adquisiciones de bonos garantizados y el Programa para los mercados de valores proporcionaron, en promedio, liquidez por importe de 134,6 mm de euros. El programa de adquisiciones de bonos garantizados, que finalizó el 30 de junio de 2010, proporcionó 60,1 mm de euros, ligeramente por debajo de los 60,6 mm de euros del período de referencia anterior. El 5 de agosto de 2011, el importe neto de las adquisiciones liquidadas en el marco del Programa para el mercado de valores se situó en 74 mm de euros, levemente por debajo de los 76,1 mm de euros registrados el 6 de mayo de 2011, como resultado de los importes que vencían.

De modo paralelo, las operaciones semanales neutralizaron toda la liquidez proporcionada mediante el programa para el mercado de valores, absorbiendo 74,6 mm de euros, en promedio, en el período

Gráfico A Saldos en cuentas corrientes de las entidades de crédito por encima de las exigencias de reservas

(mm de euros; nivel medio en cada período de mantenimiento)



Fuente BCE.

¹ Para información sobre los factores que influyen en el exceso de reservas, véase el recuadro titulado «Exceso de reservas e instrumentación de la política monetaria del BCE», *Boletín Mensual*, BCE, octubre de 2005.

² Las operaciones de subasta comprenden las operaciones principales de financiación, las operaciones de financiación a plazo más largo y las operaciones de ajuste. Estas últimas pueden ser de inyección o de absorción de liquidez.

de referencia. La liquidez absorbida mediante operaciones de ajuste con vencimiento a un día realizadas el último día de cada período de mantenimiento se situó, en promedio, en 77,3 mm de euros (véase gráfico B).

Uso de las facilidades permanentes

En general, el aumento de la oferta de liquidez se tradujo en un exceso de liquidez que, en promedio, ascendió a 36 mm de euros en el período considerado (frente a 22,5 mm de euros en el período de referencia anterior). Esto se plasmó en un mayor recurso neto a la facilidad de depósito³, que en promedio ascendió a unos 33,5 mm de euros.

Tipos de interés

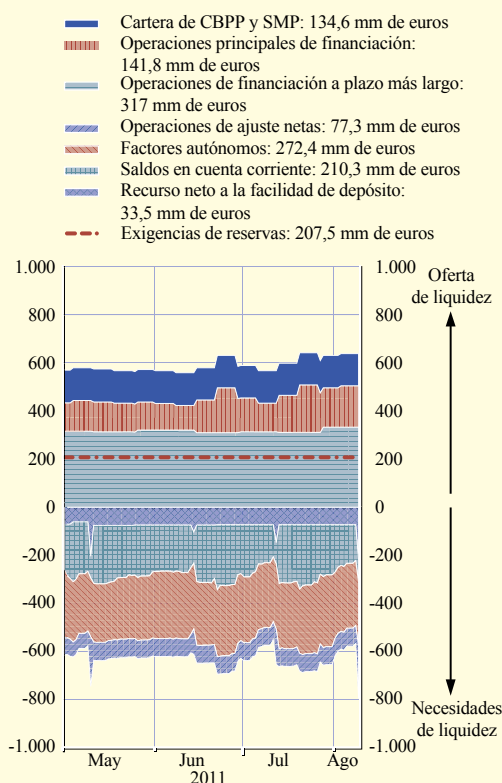
Los tipos de interés oficiales del BCE aumentaron 25 puntos básicos, con efecto a partir de la operación principal de financiación que se liquidó el 13 de julio de 2011. El tipo de interés de las operaciones principales de financiación se incrementó hasta situarse en el 1,50 %, el de la facilidad marginal de crédito hasta el 2,25 % y el de la facilidad de depósito hasta el 0,75 %.

Dado que la liquidez siguió siendo abundante en el período considerado, el EONIA se mantuvo, en general, por debajo del tipo de interés de las operaciones principales de financiación, descendiendo, como suele ser habitual, hacia el final del período de mantenimiento, cuando estaban cerca de cumplirse las exigencias de reservas (véase gráfico C). La volatilidad observada en el EONIA desde comienzos de este año continuó durante el período de referencia y fluctuó entre el 0,59 % y el 1,71 % (es decir, 65 puntos básicos por debajo del tipo de las operaciones principales de financiación y 46 puntos básicos por encima de ese tipo). El 30 de junio de 2011, último día de negociación del primer semestre del año, se registró un pico del 1,71 %.

3 El recurso neto a la facilidad de depósito es igual a la diferencia entre el recurso a la facilidad de depósito y el recurso a la facilidad marginal de crédito, incluidos los fines de semana.

Gráfico B Necesidades de liquidez del sistema bancario y oferta de liquidez

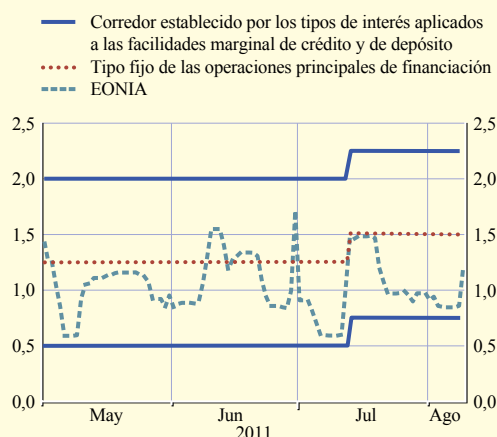
(mm de euros; al lado de cada rúbrica se muestran las medias diarias para todo el período)



Fuente BCE.

Gráfico C El EONIA y los tipos de interés del BCE

(tipos de interés diarios, en porcentaje)



Fuente BCE.

Recuadro 4

EL BALANCE DEL EUROSISTEMA EN MOMENTOS DE TENSIÓN EN LOS MERCADOS FINANCIEROS

En respuesta a la crisis financiera, el BCE ha introducido una amplia gama de medidas de política monetaria no convencionales, dirigidas, todas ellas, a sostener la intermediación financiera en la zona del euro, estimular el flujo de crédito a los hogares y empresas de la zona del euro y apoyar el mecanismo de transmisión de la política monetaria. Concretamente, para alcanzar estos objetivos se han suavizado las condiciones de financiación de los bancos —a fin de fomentar la provisión de crédito al sector privado— y se ha respaldado el funcionamiento de segmentos relevantes de los mercados financieros. El Programa para los mercados de valores y la provisión de liquidez ilimitada a diversos plazos con tipos de interés fijo a cambio de activos de garantía son los ejemplos más destacados de las medidas de política monetaria no convencionales adoptadas por el BCE en estos tiempos difíciles¹. En última instancia, está previsto que todas las medidas sean de carácter transitorio y se guíen exclusivamente por la misión encomendada al BCE de mantener la estabilidad de precios en el medio plazo en el conjunto de la zona del euro.

Como consecuencia de las medidas no convencionales adoptadas en respuesta a las fuertes tensiones en los mercados financieros, ha cambiado la composición del balance del Eurosistema y ha aumentado considerablemente su tamaño. Partiendo de una versión simplificada, el tamaño de dicho balance aumentó desde 913 mm de euros antes de la crisis (el 29 de junio de 2007) hasta 1.763 mm de euros en el momento de mayor gravedad (el 25 de junio de 2010), para descender hasta un nivel de 1,609 billones el 26 de agosto de 2011 (véase gráfico)². Obsérvese que el balance al que se hace referencia aquí es el del Eurosistema en su totalidad, no simplemente el del BCE. Debido a la estructura descentralizada del Eurosistema, las operaciones de política monetaria las realizan tanto el BCE como los BCN participante, de modo que no procede separar el balance del BCE de los correspondientes a cada uno de los BCN.

En el activo del balance simplificado del Eurosistema, los activos (tanto nacionales como exteriores) y las operaciones de provisión de liquidez constituyen las principales partidas. Entre estas últimas, destacan las operaciones principales de financiación, las operaciones de financiación a plazo más largo, el Programa para los mercados de valores, el programa de adquisiciones de bonos garantizados y las operaciones *repo* y *swap* en dólares estadounidenses. En el pasivo, los billetes son con diferencia la partida de mayor magnitud. Se incluyen, además, las operaciones de ajuste de absorción de liquidez como consecuencia de las compras realizadas en el marco del Programa para los mercados de valores y los fondos que los bancos colocan en la facilidad de depósito del BCE a plazo de un día.

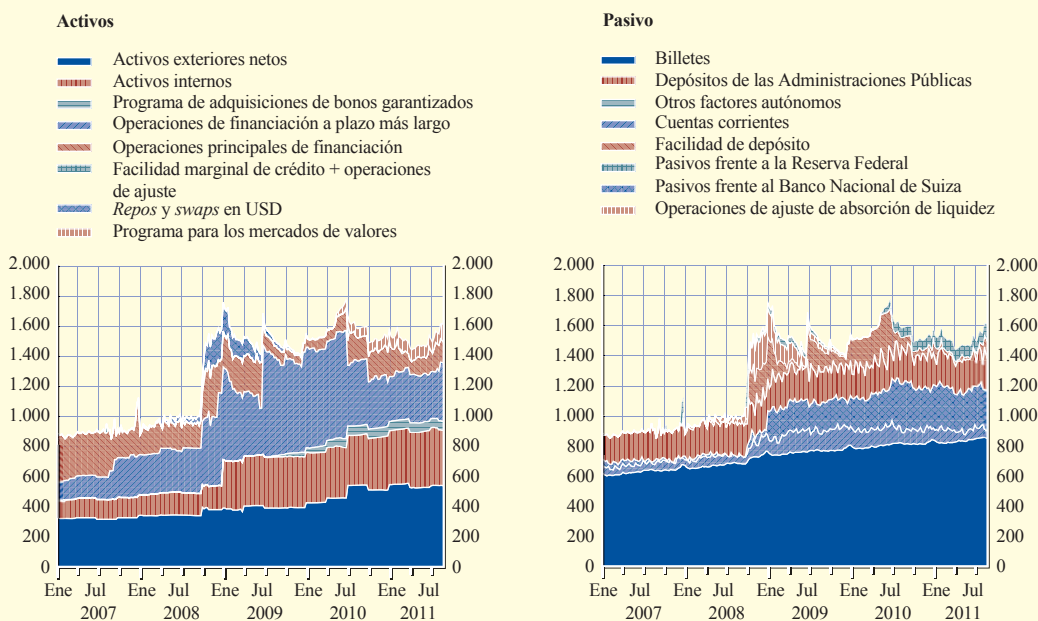
En consonancia con la evolución del balance, también ha aumentado la exposición al riesgo. Los bancos centrales siempre tienen que asumir algunos riesgos financieros cuando realizan las operaciones de mercado necesarias para la aplicación de las decisiones de política monetaria. Esos riesgos aumentan normalmente en tiempos de crisis financiera, dado que, en circunstancias excepcionales,

1 Para más información sobre estas medidas y su impacto, véanse el recuadro titulado «Mercados financieros a principios de agosto de 2011 y medidas de política monetaria del Eurosistema» en este mismo número del *Boletín Mensual*, el artículo titulado «Las medidas no convencionales del BCE: impacto y retirada gradual» en el *Boletín Mensual* del BCE de julio de 2011, el artículo titulado «La respuesta del BCE a la crisis financiera» en el *Boletín Mensual* del BCE de octubre de 2010 y el artículo titulado «La aplicación de la política monetaria desde agosto de 2007» en el *Boletín Mensual* del BCE de julio de 2009.

2 Véase una explicación más detallada de este balance simplificado del Eurosistema en el artículo titulado «Evolución reciente de los balances del Eurosistema, de la Reserva Federal y del Banco de Japón» en el *Boletín Mensual* del BCE de octubre de 2009 (en particular el recuadro que aparece en dicho artículo). Véase también el gráfico 9 del artículo titulado «Las medidas no convencionales del BCE: impacto y retirada gradual» en el *Boletín Mensual* del BCE de julio de 2011.

Evolución del balance simplificado del Eurosistema

(mm en euros)



Fuente: BCE.

los bancos centrales se ven obligados a asumir riesgos extraordinarios. Al mismo tiempo, esas medidas han de diseñarse de tal manera que las decisiones de gestión de riesgos que adopte el banco central no exacerben la prociclicidad de los sistemas financieros.

Desde la perspectiva de las autoridades, está justificado mantener, e incluso aumentar, la exposición al riesgo de un banco central en épocas de tensiones financieras considerando que los riesgos para la estabilidad financiera y macroeconómica podrían ser mayores si el banco central no tomase ninguna medida. Esta voluntad decidida de aceptar un mayor nivel de riesgo financiero en tiempos de crisis ayuda al banco central a mantener su capacidad para cumplir el mandato de la estabilidad de precios, así como sus responsabilidades institucionales como institución responsable de formular la política económica al servicio del interés público.

De hecho, en su calidad de proveedor de dinero del banco central, la institución tiene encomendada la tarea de mantener la estabilidad de precios y, por ende, contribuir al bienestar de los ciudadanos. En el caso del BCE, el mantenimiento de la estabilidad de precios se consagra en el Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea, lo que refleja el amplio consenso social respecto al hecho de que la estabilidad de precios es la principal contribución de la política monetaria a los objetivos de crecimiento económico, creación de empleo y estabilidad financiera. Todas las medidas adoptadas por el BCE se orientan hacia este fin primordial. Así pues, el BCE, como institución pública con un mandato público es muy diferente de un banco privado con fines de lucro, cuya actuación viene determinada, principalmente, por consideraciones relativas a la rentabilidad, la liquidez y el riesgo. En este sentido, los criterios aplicados para evaluar la actuación de un banco central que persiga objetivos públicos han de ser diferentes a los que sustentan las evaluaciones del comportamiento de

las instituciones financieras privadas. Esto significa que un banco central que tiene encomendada una misión pública ha de tener en cuenta consideraciones de alcance mucho más amplio.

Así pues, cuando un banco central asume riesgos, su actuación ha de evaluarse a la luz de los beneficios que se espera reporte a la sociedad. Por consiguiente, la cuestión clave es si ese riesgo financiero adicional es aceptable y responde al interés público. Al respecto, el marco de gestión de riesgos del Eurosistema, cuidadosamente diseñado, permite a los bancos centrales de la zona del euro prestar apoyo eficaz a la economía optimizando la relación entre la eficiencia de las políticas económicas y la asunción de riesgos³. Los riesgos son objeto de un constante seguimiento y se evalúan en contraste con el nivel de las reservas financieras disponibles a nivel del Eurosistema. La eficiencia de este marco de gestión de riesgos también se evalúa de forma continua.

Además, en su calidad de sistema de bancos centrales, el Eurosistema financia una proporción importante de sus activos por medio de billetes, capital y reservas financieras⁴. Estos pasivos son sustanciales y, por consiguiente, constituyen un sólido amortiguador. Por otra parte, la emisión de billetes no entraña costes financieros significativos, mientras que los activos del balance del Eurosistema son remunerados. Esa remuneración genera un notable ingreso neto recurrente («señoreaje»), que garantiza un sólido nivel de capital y la viabilidad a largo plazo de los bancos centrales. Así pues, los bancos centrales tienen una serie de rasgos específicos que reflejan, entre otras cosas, su posición privilegiada como emisor de dinero de curso legal (es decir, billetes). Cabe señalar además, su posición privilegiada como institución sin restricciones de liquidez y, en el caso concreto del Eurosistema, el papel destacado de las cuentas de revalorización como colchón financiero.

Por lo que respecta a las operaciones de provisión de liquidez, el marco de gestión y control del riesgo financiero garantiza la adecuada protección del balance del Eurosistema en la medida en que sólo se aceptan entidades de contrapartida que se consideran sólidas desde el punto de vista financiero. Además, el Eurosistema exige a sus entidades de contrapartida que aporten activos de garantía adecuados. Estas garantías se valoran diariamente sobre la base de los precios de mercado observados o aplicando métodos de valoración teóricos cuando no se dispone de precios de mercado diarios fiables. Asimismo, se aplican recortes a fin de proteger al BCE frente a pérdidas financieras en el caso en que se produzcan fuertes caídas del precio de un activo. Este marco garantiza un elevado valor de recuperación en caso de incumplimiento de una entidad de contrapartida, de modo que, normalmente, sólo se producirían pérdidas en caso de impago, tanto de la entidad que actúa como entidad de contrapartida del Eurosistema como del emisor del activo que se utiliza como garantía⁵.

Por lo que respecta al Programa para los mercados de valores, que se introdujo en mayo de 2010 para hacer frente al comportamiento disfuncional de dichos mercados y, por ende, respaldar el funcionamiento del mecanismo de transmisión de la política monetaria, los riesgos para el Eurosistema se previenen gracias a unas políticas de gestión de riesgo prudentes. Las intervenciones se dirigen exclusivamente a los valores que el Eurosistema estima que tienen un riesgo de crédito tolerable. En el caso de países sujetos a un programa conjunto de la UE y el FMI, la evaluación del riesgo de crédito se

3 Para más información sobre las características específicas de los marcos de gestión de riesgos de los bancos centrales, véase Bindseil, U., Gonzalez, F. y Tabakis, E. (eds.), *Risk Management for Central Banks and Other Public Investors*, Cambridge University Press, 2009.

4 Al 26 de agosto de 2011 dichas reservas representaban el 60% de los activos totales, ya que los billetes en circulación ascendían a 850,2 mm de euros, las cuentas de revalorización a 316,7 mm de euros, el capital y reservas del Eurosistema totalizaba 81,5 mm de euros, y los activos totales del Eurosistema ascendían a 2,072 billones de euros.

5 Para más información sobre el marco de gestión de riesgos aplicado a las operaciones de crédito del Eurosistema, véase *The implementation of monetary policy in the euro area – general documentation on Eurosystem monetary policy instruments and procedures*, BCE, febrero de 2011 (<http://www.ecb.int/pub/pdf/other/gendoc2011en.pdf>).

complementa con un seguimiento y una evaluación constantes de los progresos realizados en la puesta en práctica del programa. En este contexto, cabe señalar que es normal que muchas partidas del balance del Eurosistema entrañen cierto riesgo, incluidos los activos exteriores y los activos nacionales del Eurosistema, así como las operaciones de provisión de liquidez, como se explicó anteriormente.

En conjunto, el Eurosistema gestiona su exposición al riesgo y la asunción de riesgos de tal manera que garantiza el cumplimiento del objetivo primordial que tiene encomendado, a saber, mantener la estabilidad de precios.

2.4 MERCADOS DE RENTA FIJA

Entre finales de mayo y principios de septiembre de 2011, los rendimientos de la deuda pública a largo plazo con calificación AAA de la zona del euro experimentaron un descenso notable, al igual que los de la deuda pública correspondiente de Estados Unidos. Esta evolución fue consecuencia de la revisión a la baja de las expectativas de crecimiento de las principales economías desarrolladas, así como del mayor apetito de los inversores por activos más seguros. Asimismo, la considerable intensificación de las tensiones relacionadas con la crisis de la deuda soberana de la zona del euro y la rebaja de la calificación de la deuda soberana de Estados Unidos por parte de una agencia de calificación influyeron significativamente en el clima de los mercados. La incertidumbre acerca de la evolución futura de los mercados de renta fija, medida por la volatilidad implícita de estos mercados, aumentó a ambos lados del Atlántico. Los diferenciales de rendimiento de la deuda soberana de la zona del euro se ampliaron en la mayoría de los países. Al mismo tiempo, los datos sobre las tasas de inflación implícitas a largo plazo de la zona a principios de septiembre continuaban indicando que las expectativas de inflación permanecen firmemente ancladas.

Entre finales de mayo y principios de septiembre de 2011, el rendimiento de la deuda pública a largo plazo con calificación AAA de la zona del euro se redujo 78 puntos básicos hasta situarse en el 2,5% el 7 de septiembre. En Estados Unidos, el rendimiento de la deuda pública a largo plazo disminuyó 103 puntos básicos en el mismo período, y se situó en el 2,1% el 7 de septiembre (véase gráfico 25). 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. En Japón, el rendimiento de la deuda pública a diez años experimentó un descenso de 15 puntos básicos durante el mismo período, situándose en el 1% el 7 de septiembre.

La incertidumbre de los inversores acerca de la evolución a corto plazo de los mercados de renta fija, medida por la volatilidad implícita obtenida de las opciones, se incrementó en la zona del euro y en Estados Unidos durante el período analizado. La volatilidad implícita de la zona del euro au-

Gráfico 25 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.

mentó de forma especialmente pronunciada a principios de julio y de agosto. A comienzos de julio, la crisis de la deuda soberana de la zona del euro entró en una nueva fase, en la que la inquietud de los mercados se extendió a países más grandes. Por lo tanto, en un contexto de intensificación significativa de las tensiones en los mercados, la incertidumbre en torno a la evolución futura de los mercados de renta fija alcanzó niveles más altos que los observados en mayo de 2010. A principios de agosto de 2011, la gran reacción negativa de los mercados ante la rebaja de la calificación de la deuda soberana de Estados Unidos se tradujo en nuevos aumentos de la volatilidad implícita, que ascendió a niveles superiores a los observados tras la quiebra de Lehman Brothers (véase también el recuadro 5). A finales del período analizado, la volatilidad implícita continuaba siendo elevada, aunque se había reducido con respecto al máximo observado a mediados de agosto. Además, los datos económicos publicados, que fueron peores de lo esperado, acrecentaron la incertidumbre de los mercados en torno a las perspectivas de crecimiento mundial y, en consecuencia, a la evolución futura de los mercados de renta fija.

La evolución del rendimiento de la deuda pública a largo plazo con calificación AAA de la zona del euro y de Estados Unidos fue reflejo, principalmente, de un deterioro de las perspectivas económicas mundiales y de una revisión a la baja de la trayectoria futura esperada de los tipos de interés a corto plazo, especialmente en el caso de Estados Unidos, así como de un recrudecimiento e intensificación de las turbulencias relacionadas con la crisis de la deuda soberana de la zona del euro y con los problemas de la deuda soberana en Estados Unidos. Los períodos de tensión también provocaron un aumento significativo de la aversión de los inversores al riesgo y desplazamientos hacia activos más seguros. En cuanto a la valoración de las perspectivas relativas a la actividad económica, los mercados se enfrentaron a la publicación de datos económicos peores de lo esperado y, en consecuencia, los analistas redujeron sus expectativas de crecimiento del PIB de las economías más importantes. Además, las tensiones relacionadas con la resolución de la crisis de la deuda soberana de la zona del euro siguieron siendo fuertes, lo que hizo aumentar significativamente la demanda de deuda pública de elevada calificación y liquidez.

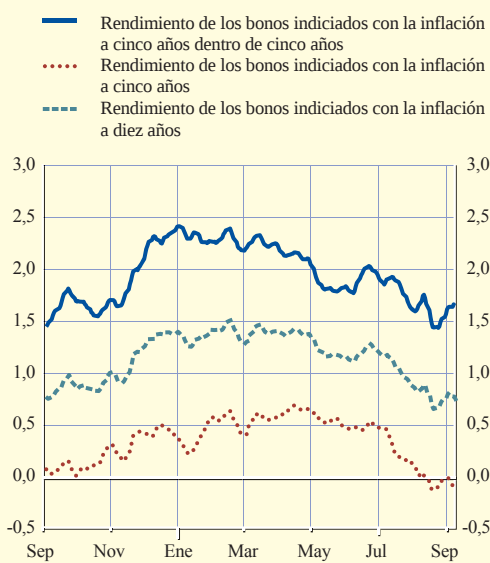
La incertidumbre asociada con las negociaciones sobre el techo de deuda pública de Estados Unidos y con la rebaja de la calificación de la deuda soberana de este país a principios de agosto por parte de una agencia de calificación, también socavó la confianza de los mercados y redujo el apetito de los inversores por el riesgo. En conjunto, esta evolución influyó de forma considerable en el clima de los mercados de deuda soberana y también tuvo su reflejo en los precios de las acciones y de los valores de renta fija privada.

Durante el período analizado, los diferenciales de rendimiento de la deuda soberana frente a Alemania se ampliaron en todos los países de la zona del euro, salvo en Irlanda. Al mismo tiempo, los desplazamientos hacia activos más seguros continuaron aumentando, especialmente en los períodos de recrudecimiento de las tensiones a principios de julio y de agosto. Esta evolución estuvo determinada, principalmente, por los debates y la incertidumbre acerca de la resolución de la crisis de la deuda soberana de la zona del euro y, en particular, la manera y el momento oportuno para volver a prestar apoyo a Grecia. Además, los temores de que la crisis se propagase a otros países de la zona del euro continuaron afectando notablemente al clima de los mercados. En agosto, tras la decisión del BCE de volver a aplicar el Programa para los Mercados de Valores, las tensiones en los mercados de deuda soberana de la zona del euro remitieron en cierta medida y los diferenciales de esta deuda se estrecharon.

El rendimiento de los bonos indicados con la inflación a diez años de la zona del euro se redujo 41 puntos básicos durante el período analizado, mientras que, en el caso de los bonos indicados con la inflación a cinco años, el rendimiento descendió 63 puntos básicos (véase gráfico 26). El 7 de septiembre, el rendimiento real *spot* a cinco y diez años era del -0,1 % y el 0,8 %, respectivamente. La reciente disminución del rendimiento de los bonos indicados con la inflación fue reflejo del deterioro y de los

Gráfico 26 Rendimiento de los bonos de cupón cero indicados con la inflación en la zona del euro

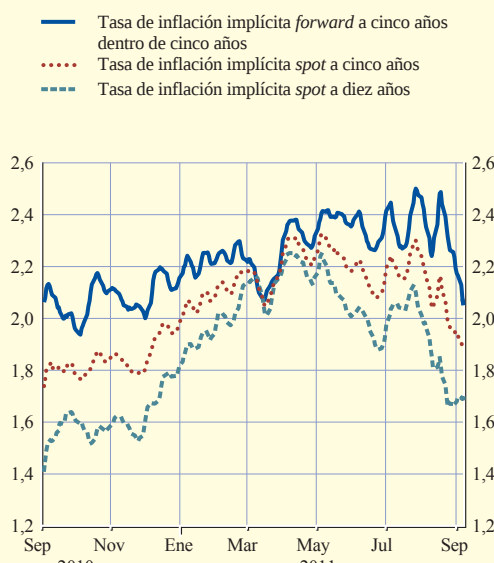
(porcentajes; medias móviles de cinco días de datos diarios; datos desestacionalizados)



Fuentes: Thomson Reuters y cálculos del BCE.

Gráfico 27 Tasas de inflación implícitas de los bonos de cupón cero de la zona del euro

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



Fuentes: Thomson Reuters y cálculos del BCE.

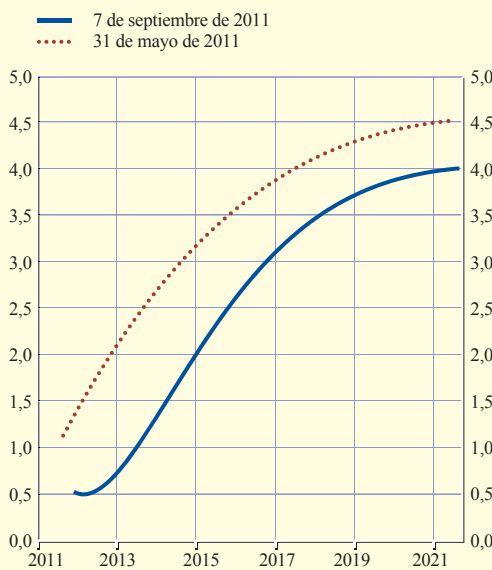
elevados niveles de incertidumbre acerca de las perspectivas de la actividad económica mundial, así como de la revisión a la baja de la trayectoria futura esperada de los tipos de interés a corto plazo, especialmente en el caso de Estados Unidos. Al mismo tiempo, las tasas de inflación implícitas *forward* (tasa a cinco años dentro de cinco años) de la zona del euro disminuyeron unos 38 puntos básicos, hasta situarse en el 2% el 7 de septiembre (véase gráfico 27). Los correspondientes tipos *swap* indicados con la inflación también se redujeron, alrededor de 27 puntos básicos, situándose en torno al 2,1% en la misma fecha. Las tasas de inflación implícitas fueron volátiles en los últimos meses, como consecuencia de la elevada volatilidad de los rendimientos nominales y reales de los bonos en un entorno de tensiones en los mercados y de episodios de desplazamientos de fondos hacia activos más seguros. Por tanto, las estimaciones de las expectativas implícitas de inflación calculadas a partir de las tasas de inflación implícitas han sido algo más volátiles, si se comparan con las señales recibidas de los mercados de *swaps* indicados con la inflación. En conjunto, los indicadores basados en los mercados sugieren que las expectativas de inflación de los participantes en los mercados siguen estando firmemente ancladas, con ajustes a la baja de las primas de riesgo de inflación.

La variación de la estructura temporal de los tipos *forward* a corto plazo de la zona del euro muestra cómo la evolución general del rendimiento de la deuda pública a largo plazo con calificación crediticia AAA de la zona del euro puede descomponerse en las variaciones de las expectativas de tipos de interés (y las correspondientes primas de riesgo) a distintos plazos (véase gráfico 28). En el período analizado, la estructura temporal de los tipos *forward* a corto plazo se desplazó a la baja para todos los plazos, especialmente en el segmento de uno a tres años, en el que dicha bajada fue de alrededor de 120 puntos básicos. Esta evolución fue reflejo de los ajustes de las expectativas de rendimiento y las primas de riesgo en un entorno de deterioro e incertidumbre acerca de las expectativas para la actividad económica mundial, así como del efecto de la revisión a la baja de la trayectoria futura esperada de los tipos de interés a corto plazo.

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, especialmente en las calificaciones más bajas. Los aumentos más significativos se observaron durante la semana siguiente a la rebaja de la calificación de la deuda soberana de Estados Unidos, cuando la incertidumbre de los mercados se intensificó y la confianza de los inversores se deterioró considerablemente, reduciendo su apetito por los activos de mayor riesgo. Aunque estos indicadores están por encima de los niveles registrados en 2010, actualmente se encuentran muy por debajo de los altos valores registrados durante el máximo apogeo de la crisis financiera tras la quiebra de Lehman Brothers. 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. Esta evolución fue consecuencia de la mayor sensibilidad del sector bancario a las actuales turbulencias así como de la incertidumbre de los inversores, que se manifestó en la reacción de los precios tanto de las acciones del sector financiero como de la deuda emitida por las instituciones financieras. No obstante, el rendimiento de la renta fija privada emitida por dichas instituciones siguió siendo significativamente inferior al registrado durante el período posterior a la quiebra de Lehman Brothers.

Gráfico 28 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.

Recuadro 5

MERCADOS FINANCIEROS A PRINCIPIOS DE AGOSTO DE 2011 Y MEDIDAS DE POLÍTICA MONETARIA DEL BCE

A principios de agosto de 2011, el BCE anunció una serie de medidas de política monetaria no convencionales en respuesta al grave deterioro registrado en los mercados financieros internacionales durante el mes de julio y primeros de agosto. En muchos sentidos, la situación era comparable con la observada en la primera fase de la crisis de la deuda soberana a comienzos de mayo de 2010¹. El recrudecimiento de las tensiones en los mercados financieros estaba relacionado principalmente con la sostenibilidad de las finanzas públicas tanto en la zona del euro como en Estados Unidos y con el aumento de la preocupación de los participantes en los mercados acerca las perspectivas económicas mundiales.

¹ Para una descripción de la evolución de los mercados financieros cuando estalló por vez primera la crisis de la deuda soberana (que provocó la introducción del Programa para los Mercados de Valores del BCE), véase el recuadro titulado «La evolución de los mercados financieros a principios de mayo», *Boletín Mensual*, BCE, junio de 2010.

Concretamente, los mercados financieros estaban cada vez más nerviosos por la posibilidad de que se produjeran perturbaciones financieras, ya que la deuda pública de Estados Unidos se estaba acercando a su techo, y el Congreso y la Administración de ese país tuvieron que llegar, en el último momento, a un acuerdo sobre el plan de consolidación fiscal. Al mismo tiempo, los mercados temían que las agencias de calificación crediticia rebajaran o asignaran una perspectiva negativa a los valores emitidos por el Gobierno Federal de Estados Unidos y por las instituciones financieras públicas. Efectivamente, el 5 de agosto Standard & Poor's revisó su calificación crediticia de largo plazo al Gobierno Federal de Estados Unidos, rebajándola de «AAA» a «AA+» con una perspectiva negativa.

En la zona del euro, las preocupaciones relativas a la crisis de la deuda soberana se agudizaron de nuevo en un entorno de continua y elevada incertidumbre sobre la sostenibilidad de las finanzas públicas en muchos países de la zona del euro. Además, los participantes en los mercados financieros centraron su atención en los países que no estaban sujetos a los programas UE-FMI, sobre todo —pero no exclusivamente— Italia y España. El debate que se está desarrollando actualmente sobre las modalidades del apoyo financiero europeo a los países que se ven más afectados por la crisis de la deuda soberana, que incluye la posibilidad de que participe el sector privado y el empleo de fondos de la Facilidad Europea de Estabilización Financiera (EFSE, en sus siglas en inglés), también parece afectar al clima de los mercados financieros.

Por último, la inquietud en los mercados financieros se vio acentuada por el deterioro de las perspectivas de crecimiento económico mundial. Este hecho se debió, en particular, al riesgo de que el crecimiento económico de Estados Unidos pudiera desacelerarse significativamente, tras la publicación de una serie de datos que distaban mucho de cumplir las expectativas de los mercados (véase también la sección 1).

Todos estos factores contribuyeron a que se produjera una huida hacia la calidad, que ocasionó graves tensiones en varios segmentos de los mercados financieros.

Mercados de deuda soberana

En la zona del euro, los diferenciales de la deuda pública frente a Alemania se ampliaron considerablemente en la segunda quincena de julio y en la primera semana de agosto. Las tensiones que, en general, se habían limitado a Grecia, Irlanda y Portugal se propagaron de forma creciente a Italia y España. Los diferenciales de rendimientos de la deuda soberana de Bélgica y, en menor medida, de Francia también experimentaron aumentos significativos (véase gráfico A). El 5 de agosto, los diferenciales de la deuda pública a diez años alcanzaron máximos históricos en la mayoría de los países de la zona del euro. La volatilidad del mercado de renta fija en la zona del euro se incrementó considerablemente en comparación con el periodo de calma relativa de noviembre de 2010, y superó el nivel observado en mayo de 2010, cuando estalló por primera vez la

Gráfico A Diferenciales de la deuda pública a diez años frente a Alemania

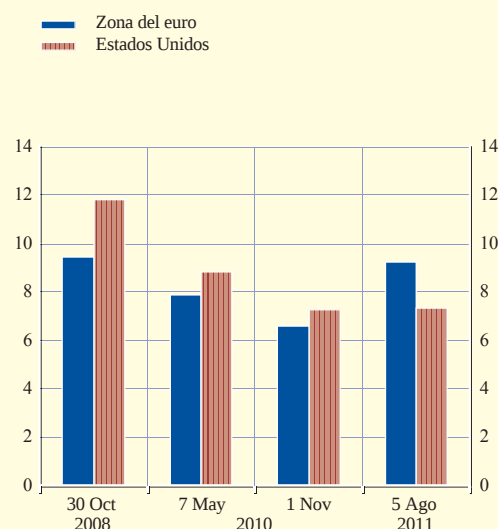
(puntos básicos)



Fuentes: Thomson Reuters y cálculos del BCE.
Nota: La última observación corresponde al 7 de septiembre de 2011.

Gráfico B Volatilidad implícita del mercado de deuda pública

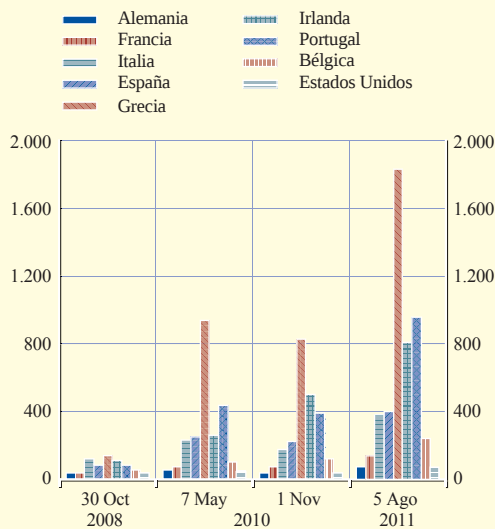
(porcentaje; medias móviles de tres días de datos diarios)



Fuente: Bloomberg.

Gráfico C Primas de los CDS a cinco años de la zona del euro y Estados Unidos

(puntos básicos)



Fuentes: Thomson Reuters y cálculos del BCE.

crisis de la deuda soberana (véase gráfico B). Efectivamente, la volatilidad alcanzó el nivel que se había registrado por última vez a raíz de la quiebra de Lehman Brothers en septiembre de 2008. Como resultado, las condiciones de liquidez en los mercados de deuda soberana de varios países de la zona del euro se deterioraron con gran rapidez. Durante el verano, la volatilidad también aumentó ligeramente en el mercado de deuda soberana de Estados Unidos, debido principalmente a las tensiones políticas relacionadas con el techo de deuda del Gobierno de ese país y a la publicación de datos macroeconómicos desalentadores.

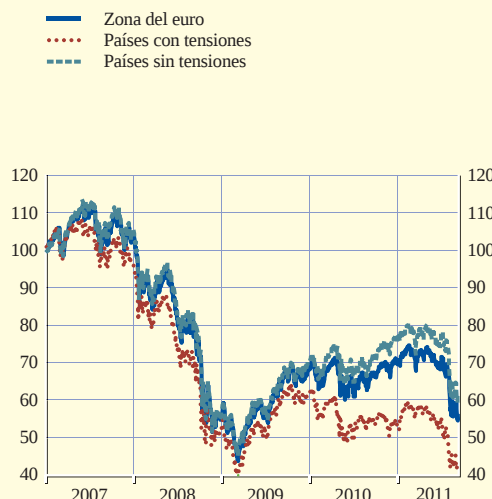
Las tensiones relacionadas con la deuda soberana quedaron reflejadas, asimismo, en el mercado de seguros de riesgo de crédito (CDS) de la zona del euro. Las primas de los CDS aumentaron no solo para Grecia, Irlanda y Portugal, sino también para España e Italia, y, en menor medida, para Francia y Alemania. El 5 de agosto superaron los niveles observados en mayo de 2010 en todos los países de la zona del euro (véase gráfico C).

Mercados de renta variable

A principios de agosto de 2011, la tendencia de los mercados de renta variable tanto en Estados Unidos como en la zona del euro fue a la baja. Dicha tendencia se inició en la segunda quincena de abril de 2011 y se debió, principalmente, a la creciente incertidumbre en torno a las perspectivas mundiales de crecimiento económico, a las continuas tensiones en los mercados de deuda soberana de la zona del euro y al tenso debate mantenido en Estados Unidos sobre el techo de deuda pública. En la zona del euro, la primera semana de agosto estuvo especialmente marcada por presiones bajistas. En especial en aquellos países con graves tensiones en los mercados de deuda soberana, los índices cayeron a niveles cercanos a los mínimos registrados en marzo de 2009, pocos meses después de la quiebra de Lehman Brothers (véase gráfico D), y por debajo de los observados en

Gráfico D Cotizaciones bursátiles: total

(índice: 1 de enero de 2007 = 100)



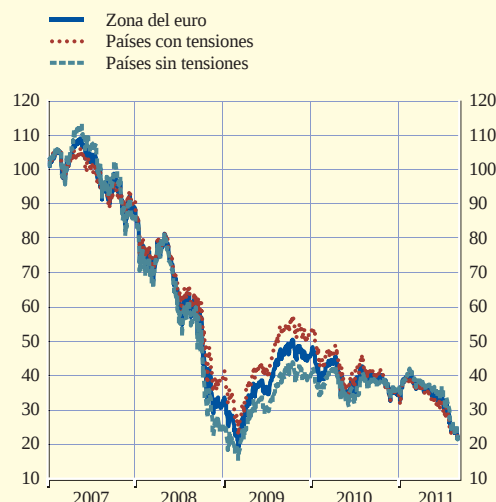
Fuentes: Thomson Reuters y cálculos del BCE.
Notas: Los «países con tensiones» son aquellos países de la zona del euro en que las tensiones en los mercados de deuda soberana son más evidentes, es decir, Grecia, Irlanda, Portugal, España e Italia. La última observación corresponde al 7 de septiembre de 2011.

mayo de 2010. Las cotizaciones bursátiles también cayeron en el sector bancario, tanto en los países de la zona del euro, donde las tensiones en los mercados de deuda soberana eran más evidentes, como en aquellos en los que no lo eran tanto (véase gráfico E), como consecuencia de la preocupación acerca de las exposiciones de las entidades de crédito al riesgo soberano.

La volatilidad implícita del mercado de renta variable refleja el intenso resurgimiento de la incertidumbre de mercado, que el 5 de agosto alcanzó un máximo cercano al 30% en la zona del euro y el 25% en Estados Unidos, niveles similares a los observados en mayo de 2010 (véase gráfico F). Al mismo tiempo, y en contraposición con la evolución del mercado de renta fija, la volatilidad del mercado de renta variable se mantuvo en niveles considerablemente inferiores a los registrados inmediatamente después de la quiebra de Lehman Brothers.

Gráfico E Cotizaciones bursátiles: entidades de crédito

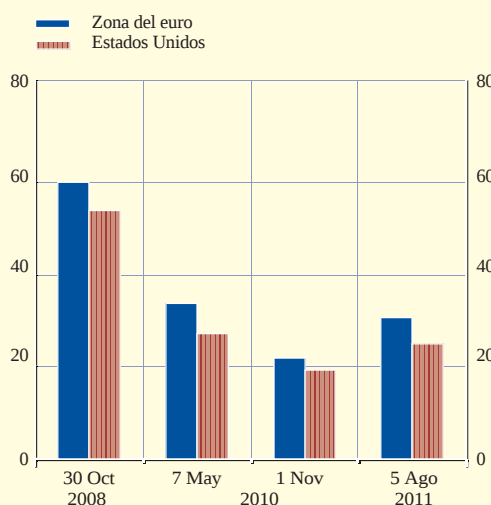
(índice: 1 de enero de 2007 = 100)



Fuentes: Thomson Reuters y cálculos del BCE.
Notas: Los «países con tensiones» son aquellos países de la zona del euro en que las tensiones en los mercados de deuda soberana son más evidentes, es decir, Grecia, Irlanda, Portugal, España e Italia. La última observación corresponde al 7 de septiembre de 2011.

Gráfico F Volatilidad implícita del mercado de renta variable

(porcentaje, medias móviles de tres días de datos diarios)



Fuente: Bloomberg.

Mercados de divisas

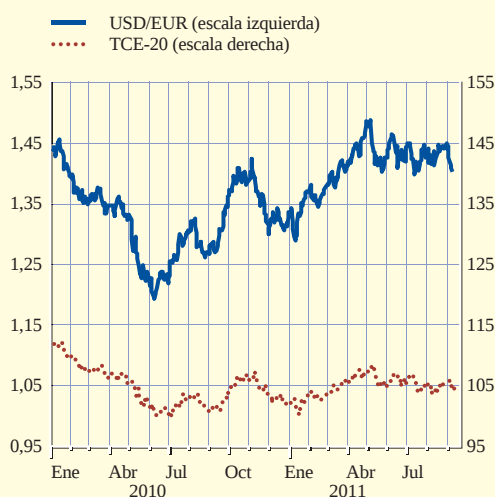
En contraste con la evolución observada en mayo de 2010, cuando el euro se depreció con bastante rapidez tanto en términos efectivos como bilateralmente frente al dólar estadounidense, el euro resistió relativamente bien en julio y agosto de 2011 (véase gráfico G).

No obstante, en el contexto de un recrudecimiento de las tensiones a ambos lados del Atlántico, la volatilidad implícita aumentó en la segunda quincena de julio y en agosto de 2011, aunque se mantuvo muy por debajo de los niveles observados en mayo de 2010 para los tipos de cambio del euro frente al dólar y del euro frente al yen (véase gráfico H). Por el contrario, la volatilidad del tipo de cambio del euro frente al franco suizo se incrementó hasta alcanzar niveles muy elevados, antes de volver a situarse en niveles prácticamente en línea con los de otras divisas importantes.

La evidencia relativa a la existencia de presiones de financiación en dólares estadounidenses se puso de manifiesto a principios de agosto, al aumentar el diferencial de tipos de cambio del euro frente al dólar, sobre todo en los vencimientos cortos

Gráfico G Tipo de cambio del euro frente al dólar y tipo de cambio efectivo nominal del euro

(índice: primer trimestre de 1999 = 100)

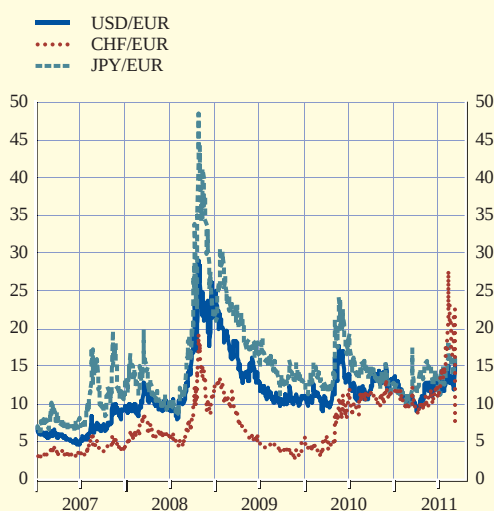


Fuente: BCE.

Notas: Los TCE-20 se calculan frente a las monedas de 20 de los socios comerciales más importantes de la zona del euro (incluidos los Estados miembros de la UE que no pertenecen a la zona del euro). La última observación corresponde al 7 de septiembre de 2011.

Gráfico H Volatilidad implícita a un mes de los principales pares de monedas

(datos diarios)



Fuente: Bloomberg.

Nota: La última observación corresponde al 7 de septiembre de 2011.

Gráfico I Diferencial del tipo de cambio del euro frente al dólar estadounidense a tres meses

(puntos básicos; datos diarios)



Fuente: Bloomberg.

Nota: Un valor negativo indica que el mercado de divisas exige una prima para poder obtener préstamos en dólares estadounidenses. La última observación corresponde al 7 de septiembre de 2011.

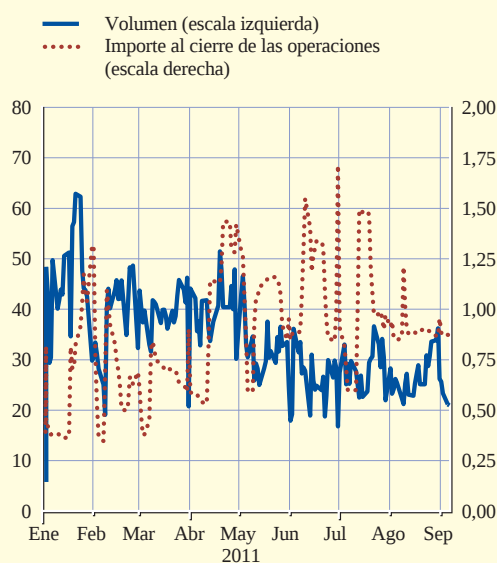
(véase gráfico I). El mayor temor de los inversores institucionales de Estados Unidos, incluidos los fondos del mercado monetario, puede haber contribuido a la aparición de presiones de financiación en algunas entidades de crédito. En el gráfico I, un valor negativo indica que las entidades que desean obtener préstamos en dólares estadounidenses en el mercado monetario de divisas han de pagar una prima, además del Libor. Aunque de ningún modo está cerca de los niveles alcanzados en octubre de 2008, el diferencial a tres meses es actualmente mayor que en episodios anteriores de turbulencias en los mercados, como el de mayo de 2010. Cabe esperar que la disponibilidad de la línea *swap* del BCE con la Reserva Federal (que no existía cuando quebró Lehman Brotherst) modere las presiones de financiación en dólares estadounidenses que soportan las entidades de la zona del euro, aunque a finales de agosto solamente se habían retirado de esta línea *swap* 500 mm de dólares.

Mercados monetarios

Las tensiones observadas en los mercados de deuda soberana a principios de agosto también afectaron al mercado monetario de la zona del euro, como indican los reducidos volúmenes de negociación que se utilizaron para fijar el tipo EONIA en ese momento (véase gráfico J). Este volumen relativamente bajo es consecuencia de una menor disposición por parte de las entidades de crédito a prestar liquidez a muy corto plazo, al tipo EONIA, a otras entidades, debido a una mayor preferencia por la liquidez y a una menor confianza en la capacidad de las contrapartes para devolver los préstamos. Los diferenciales entre los tipos EURIBOR y los tipos *swap* del EONIA —que suelen utilizarse como indicadores de tensión— se ampliaron sustancialmente a principios de agosto de 2011, acercándose e incluso superando los niveles observados cuando estalló la crisis de la deuda soberana a principios de mayo de 2010 (véase gráfico K).

Gráfico J Volúmenes e importes del EONIA

(mm de euros; porcentaje)



Fuente: BCE.
 Nota: La última observación corresponde al 6 de septiembre de 2011.

Gráfico K Diferenciales EURIBOR-*swap* del EONIA

(puntos porcentuales)



Fuente: BCE.
 Notas: Diferenciales a plazo a tres meses obtenidos a partir del EURIBOR dentro de tres, seis y nueve meses. La última observación corresponde al 2 de septiembre de 2011.

Reacción de la política monetaria del BCE

A la vista de esta evolución tan adversa de los mercados financieros, el Consejo de Gobierno del BCE decidió, en su reunión del 4 de agosto, adoptar una serie de medidas para evitar una evolución en los mercados financieros comparable con la observada tras la quiebra de Lehman Brothers en septiembre de 2008 (cuando varios mercados financieros dejaron de funcionar al perder los inversores financieros la confianza en sus contrapartes). La propagación a la economía real y los riesgos de contagio a causa de los fuertes vínculos financieros de la zona del euro agravaron aún más la situación de los mercados financieros. En resumen, existía el riesgo de que el funcionamiento normal de los mercados financieros pudiera verse afectado, con las correspondientes consecuencias adversas para la transmisión de los impulsos de política monetaria y, por lo tanto, para el mantenimiento de la estabilidad de precios a medio plazo en el conjunto de la zona del euro.

Concretamente, el 4 de agosto de 2011, el Consejo de Gobierno anunció que la provisión de liquidez a las entidades de crédito mediante el procedimiento de subasta a tipo de interés fijo con adjudicación plena se ampliaría al menos hasta principios de 2012. También anunció otra operación de financiación a plazo más largo con un vencimiento aproximado de seis meses. Estas medidas están encaminadas a apoyar la financiación de las entidades de crédito, permitiéndoles seguir prestando a los hogares y a las sociedades no financieras. Es lógico suponer que, sin estas medidas, el acceso de las entidades de crédito a la financiación se hubiera visto gravemente obstaculizado, con consecuencias negativas para el crecimiento económico y la estabilidad de precios.

Por otra parte, el 7 de agosto se anunció que el BCE volvería a activar el Programa para los Mercados de Valores. Este programa se había instituido en mayo de 2010 para apoyar la transmisión de las decisiones de política monetaria adoptadas como consecuencia del comportamiento disfuncional de algunos segmentos de los mercados financieros, con el fin de asegurar la estabilidad de precios en la zona del euro en su conjunto. De hecho, desde finales de marzo de 2011 no se había efectuado compra alguna en el marco de este programa. La decisión de volver a comprar bonos se tomó a causa del considerable riesgo de que algunos mercados de deuda pública tuvieran un comportamiento disfuncional y de que las tensiones se propagaran a otros mercados si no se producía una intervención. La materialización de estos riesgos soberanos habría afectado gravemente al acceso a la financiación en la economía de la zona del euro. El papel fundamental de los mercados de valores —y de los mercados de deuda pública, en particular— en la transmisión de la política monetaria a la economía real (y, en última instancia, a los precios) se deriva de una serie de funciones específicas desempeñadas por la deuda pública.

- Los tipos de interés que las instituciones financieras y las sociedades no financieras han de pagar al emitir valores de renta fija suelen basarse en el tipo de interés de la deuda pública que corresponda (un mecanismo denominado el «canal de precios»). Los mercados de renta fija disfuncionales crearían una situación en la que los tipos de interés oficiales del BCE dejarían de quedar reflejados adecuadamente en los tipos de interés a largo plazo relevantes para las decisiones adoptadas por los hogares y las empresas (y, por ello, especialmente importantes para la estabilidad de precios).
- Unos tipos de interés muy elevados, debido a la distorsión observada en los mercados de deuda pública, darían lugar a precios de la deuda pública mucho más bajos, que resultarían en pérdidas significativas en las carteras de inversión de los sectores financiero y no financiero. En el caso de los bancos comerciales, la necesidad de recapitalizarse reduciría la capacidad de facilitar préstamos a la economía. Esto se conoce como «el canal del balance financiero».

- Unos niveles de liquidez excepcionalmente reducidos en los mercados de deuda pública limitan el empleo de deuda pública como activos de garantía en las operaciones de financiación, dificultando así la oferta de préstamos de las entidades de crédito a la economía real (mecanismo conocido como «canal de liquidez»).

A través de estos canales, el proceso de transmisión en la zona del euro se vería afectado negativamente. Una serie de mercados de renta fija se vieron afectados por las crecientes tensiones, bien directamente, o indirectamente a través de los vínculos económicos y financieros de los países de la zona.

Al adoptar la decisión de reanudar sus intervenciones en virtud del Programa para los Mercados de Valores, el Consejo de Gobierno tomó nota —entre otros aspectos— de los anuncios realizados en Italia y España relativos a las medidas y reformas que se iban a adoptar en el área de las políticas fiscal y estructural, así como del compromiso de los Gobiernos de cumplir sus objetivos presupuestarios². Para superar la crisis de la deuda soberana es necesario aplicar con rapidez estas medidas.

Las modalidades del Programa para los Mercados de Valores se mantienen. Las compras de deuda pública por parte del Eurosistema quedan limitadas estrictamente a los mercados secundarios. Además, el efecto en la provisión de liquidez de las compras de bonos llevadas a cabo en virtud de dicho programa sigue esterilizándose totalmente mediante operaciones específicas de absorción de liquidez, ya que el programa no pretende inyectar liquidez adicional en el sistema bancario. Finalmente, este programa, como todas las demás medidas de política monetaria no convencionales aplicadas por el BCE durante este período de agudas tensiones en los mercados financieros, es de carácter temporal.

2 Véase el comunicado del presidente del BCE de 7 de agosto de 2011 (publicado en el recuadro 1 del Boletín Mensual de agosto de 2011), donde se explican los motivos que llevaron a la decisión de reanudar las intervenciones en virtud del Programa para los Mercados de Valores.

2.5 MERCADOS DE RENTA VARIABLE

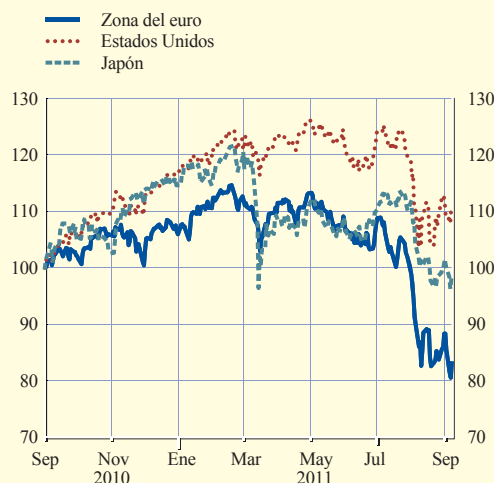
Entre finales de mayo y principios de septiembre, las cotizaciones bursátiles experimentaron un descenso tanto en la zona del euro como en Estados Unidos, impulsado por la revisión a la baja de las expectativas acerca del crecimiento económico mundial. Además, las considerables tensiones relacionadas con la crisis de la deuda soberana de la zona del euro y la rebaja de la calificación de la deuda soberana de Estados Unidos contribuyeron a reducir el apetito de los inversores por el riesgo. Entre tanto, el crecimiento efectivo y esperado de los beneficios por acción disminuyó. Como consecuencia de esta evolución, la incertidumbre de los mercados bursátiles aumentó a ambos lados del Atlántico.

Los precios de las acciones de la zona del euro y de Estados Unidos descendieron durante el período analizado, habiéndose registrado la bajada más notable a principios de agosto. En general, las cotizaciones bursátiles de la zona del euro, medidas por el índice Dow Jones EURO STOXX amplio, disminuyeron un 23,5% entre finales de mayo y el 7 de septiembre. En Estados Unidos, el índice Standard & Poor's 500 se redujo un 10,9% (véase gráfico 29). Durante el mismo período, las cotizaciones bursátiles de Japón, medidas por el índice Nikkei 225, cayeron un 9,6%.

La incertidumbre de los mercados bursátiles de la zona del euro y de Estados Unidos, medida por la volatilidad implícita, aumentó durante el período considerado (véase gráfico 30). Como en el caso de los mercados de renta fija, la mayor aversión al riesgo de los inversores, las significativas tensiones en algunos segmentos de los mercados y la incertidumbre en torno al crecimiento económico mundial

Gráfico 29 Índices bursátiles

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

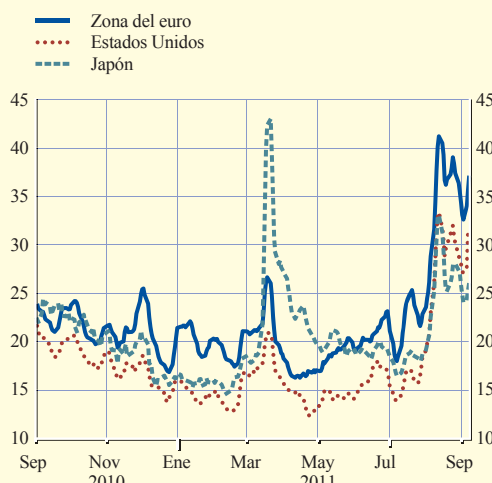


Fuentes: Thomson Reuters.

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 30 Volatilidad implícita de los mercados de renta variable

(porcentajes; 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 periodo 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.

se tradujeron en un incremento de la incertidumbre acerca de las perspectivas de evolución futura de los mercados bursátiles. El actual nivel de volatilidad implícita de los mercados de valores es comparable con los niveles observados en mayo de 2010 pero, a diferencia del caso de los mercados de renta fija, sigue siendo muy inferior al registrado durante el período que siguió a la quiebra de Lehman Brothers.

Durante el período analizado, la confianza de los inversores se vio seriamente socavada por los debates y la incertidumbre sobre la manera de volver a prestar apoyo a Grecia, así como por las negociaciones sobre el techo de deuda pública de Estados Unidos. La caída más marcada de las cotizaciones, que se observó a principios de agosto, fue consecuencia de la reacción negativa de los mercados a la rebaja de la calificación de la deuda soberana de Estados Unidos por parte de una agencia de calificación, así como del significativo aumento de la incertidumbre en torno a la resolución de la crisis de la deuda soberana de la zona del euro. Además de estos factores, la publicación de unos datos económicos peores de lo esperado deterioró la confianza de los mercados y acentuó la incertidumbre. Por consiguiente, el deterioro de las expectativas sobre el crecimiento económico mundial, junto con unos datos decepcionantes sobre beneficios trimestrales de las empresas, influyeron considerablemente en el clima de los mercados y ejercieron asimismo presiones al alza sobre las primas de riesgo.

Los índices bursátiles de la zona del euro descendieron notablemente en todos los sectores durante el período analizado. Las caídas de las cotizaciones fueron muy superiores al 10% en la mayoría de los sectores. En particular, las cotizaciones del sector financiero de la zona del euro registraron una fuerte caída por la evolución de la crisis de la deuda soberana de la zona, el clima negativo de los mercados y la incertidumbre en torno a la fortaleza del crecimiento económico mundial. Al final del período

Cuadro 4 Variación de los precios de los índices Dow Jones EURO STOXX, por sectores económicos

(porcentajes de los precios a fin de período)

	EURO STOXX	Materias primas	Servicios de consumo	Bienes de consumo	Petróleo y gas	Financiero	Sanidad	Industrial	Tecnología	Telecomunicaciones	Agua, gas, electric.
Participación del sector en la capitalización bursátil (datos a fin de período)	100,0	9,8	7,0	16,4	7,7	19,9	5,3	14,7	4,7	6,9	7,6
Variación de los precios (datos a fin de período)											
II 2010	-11,1	-8,3	-7,2	3,1	-13,4	-17,6	-7,5	-7,1	-17,3	-12,1	-18,3
III 2010	7,3	9,0	11,1	8,0	5,3	8,2	-0,2	5,6	3,2	12,8	4,9
IV 2010	3,8	16,3	0,7	9,0	7,9	-7,0	-1,1	13,3	10,2	-4,7	2,9
I 2011	3,6	-0,3	-1,8	-3,2	8,4	8,5	4,8	4,4	5,0	6,0	3,5
II 2011	-1,7	3,0	-2,9	7,0	-6,2	-5,0	11,5	-1,3	-8,8	-6,5	-6,8
Julio 2011	-6,0	-4,1	-6,0	-2,3	-5,1	-9,6	-0,7	-8,0	-5,9	-4,4	-6,6
Agosto 2011	-12,9	-17,6	-7,4	-11,7	-10,2	-17,4	-6,8	-12,7	-8,0	-8,6	-13,9
31 may - 7 sep 2011	-23,5	-26,6	-19,2	-15,5	-18,8	-33,6	-7,4	-25,1	-18,4	-17,9	-26,9

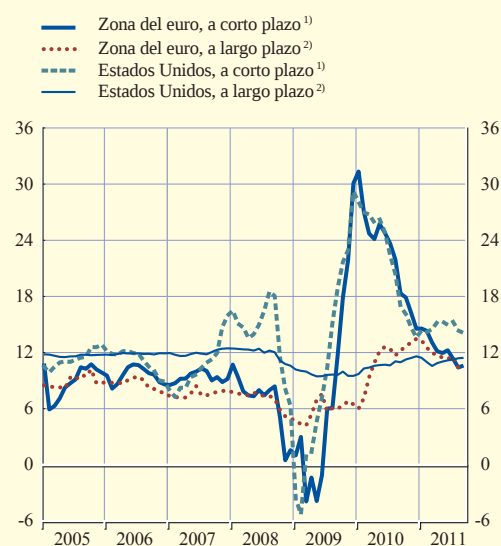
Fuentes: Thomson Reuters y cálculos del BCE.

de referencia, las cotizaciones del sector financiero se situaban un 34% por debajo del nivel observado a finales de mayo. Las cotizaciones de los sectores de agua, gas y electricidad, materias primas e industrial también experimentaron un descenso considerable, mientras que las del sector de sanidad se vieron relativamente menos afectadas. En Estados Unidos, las cotizaciones de los sectores financiero e industrial se situaron entre las que mostraron peores resultados, mientras que la caída de las cotizaciones del sector de agua, gas y electricidad fue en general limitada.

La evolución negativa de las cotizaciones también se vio influida por los datos desfavorables sobre los beneficios de las empresas. El crecimiento de los beneficios efectivos anuales por acción de las empresas de la zona del euro que integran el índice Dow Jones EURO STOXX se redujo desde el 32% en mayo hasta el 19% en agosto. El crecimiento de los beneficios por acción previstos por los participantes en los mercados para los próximos doce meses también descendió, desde el 12% en mayo hasta el 10% en agosto (véase gráfico 31). El crecimiento esperado a largo plazo de los beneficios por acción también disminuyó ligeramente, desde el 11% en mayo hasta el 10% en agosto.

Gráfico 31 Crecimiento esperado de los beneficios empresariales por acción en Estados Unidos y en la zona del euro

(porcentajes; datos mensuales)



Fuentes: Thomson Reuters y cálculos del BCE.

Notas: Crecimiento esperado de los beneficios de las empresas del índice Dow Jones EURO STOXX para la zona del euro y del índice Standard & Poor's 500 para Estados Unidos.

1) «A corto plazo» se refiere a las expectativas de los analistas respecto a los beneficios en los próximos doce meses (tasas de crecimiento interanual).

2) «A largo plazo» se refiere a las expectativas de los analistas respecto a los beneficios en los próximos tres a cinco años (tasas de crecimiento interanual).

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

El coste real de la financiación de las sociedades no financieras de la zona del euro se incrementó entre abril y julio de 2011. El aumento total oculta tendencias dispares en los principales componentes. En cuanto a los flujos de financiación, el crecimiento interanual de los préstamos a las sociedades no financieras volvió a elevarse y se situó en el 1,5% en el segundo trimestre de 2011. La dinámica de los préstamos parece estar, en general, en consonancia con el patrón de crecimiento de la recuperación económica de la zona del euro. La emisión de valores de renta fija por parte de las sociedades no financieras experimentó una nueva moderación en el segundo trimestre.

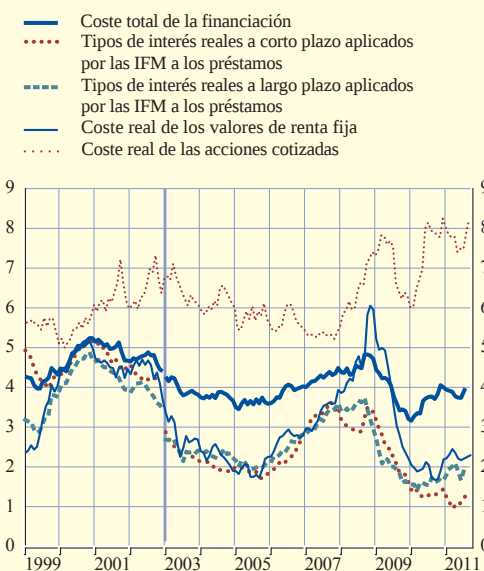
CONDICIONES DE FINANCIACIÓN

El coste real de la financiación externa de las sociedades no financieras de la zona del euro —calculado mediante la ponderación del coste de las distintas fuentes de financiación a partir de sus saldos vivos, corregido de efectos de valoración— aumentó 17 puntos básicos entre abril y julio, situándose en torno al 3,9% en julio (véase gráfico 32).

El aumento del coste total de la financiación oculta la evolución dispar de los principales componentes. Específicamente, el coste real de las acciones cotizadas se incrementó en torno a 39 puntos básicos entre abril y julio, mientras que el coste real de los valores de renta fija cayó aproximadamente 14 puntos básicos, hasta situarse en el 2,2% en el mismo período. Los tipos de interés a corto plazo de los préstamos subieron alrededor de 22 puntos básicos entre abril y julio, en consonancia con los movimientos del tipo de interés oficial, mientras que los tipos a largo plazo se redujeron 18 puntos básicos durante el mismo período. Los datos más recientes apuntan a un nuevo ascenso del coste real de las acciones de 113 puntos básicos en agosto, debido a la caída de los precios de las acciones y a un menor crecimiento de los beneficios esperados. En cambio, el coste real de los valores de renta fija disminuyó 5 puntos básicos en julio. Si se adopta una perspectiva de más largo plazo, el coste real de financiación de las sociedades no financieras de la zona del euro, en términos de los tipos de interés reales aplicados por las IFM, se sitúa 30 puntos básicos por encima de los niveles más bajos registrados desde 1999, mientras que el coste real de las acciones cotizadas continúa siendo elevado en términos históricos. El coste real de los valores de renta fija descendió ligeramente y se mantiene por debajo de su media a largo plazo.

Gráfico 32 Coste real de la financiación externa de las sociedades no financieras de la zona del euro

(porcentajes; datos mensuales)



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

Notas: El coste real de la financiación externa de las sociedades no financieras se calcula como la media ponderada del coste de los préstamos bancarios, el coste de los valores distintos de acciones y el coste de las acciones, basados en sus respectivos saldos vivos y deflactados por las expectativas de inflación (véase el recuadro 4 del *Boletín Mensual* de marzo de 2005). La armonización de los tipos de interés aplicados por las IFM a los préstamos introducida a principios de 2003 provocó una ruptura en las series estadísticas. Es posible que los datos a partir de junio de 2010 no sean directamente comparables con los anteriores a esa fecha, debido a los cambios metodológicos resultantes de la aplicación de los Reglamentos BCE/2008/32 y BCE/2009/7 (por los que se modifica el Reglamento BCE/2001/18).

Cuadro 5 Tipos de interés aplicados por las IFM a los nuevos préstamos a sociedades no financieras

(porcentajes; puntos básicos)

							Variaciones en puntos básicos hasta julio de 2011 ¹⁾		
	II 2010	III 2010	IV 2010	I 2011	Junio 2011	Julio 2011	Abr 2010	Abr 2011	Junio 2011
Tipos de interés aplicados por las IFM									
Descubiertos en cuenta de las sociedades no financieras	3,69	3,79	3,86	4,01	4,27	4,29	31	16	2
Préstamos a las sociedades no financieras hasta un millón de euros									
A tipo flexible y hasta un año de fijación del tipo inicial	3,24	3,35	3,50	3,70	3,94	4,09	90	31	15
Más de cinco años de fijación del tipo inicial	3,80	3,79	3,86	4,19	4,39	4,45	55	17	6
Préstamos a las sociedades no financieras por importe superior a un millón de euros									
A tipo flexible y hasta un año de fijación del tipo inicial	2,17	2,26	2,59	2,63	2,92	2,99	99	19	7
Más de cinco años de fijación del tipo inicial	3,34	3,51	3,50	3,84	3,29	3,71	26	-56	42
Pro memoria									
Tipo de interés a tres meses del mercado monetario	0,77	0,89	1,01	1,24	1,55	1,61	95	22	6
Rendimiento de la deuda pública a dos años	1,99	1,89	2,25	2,91	3,61	4,32	220	74	71
Rendimiento de la deuda pública a siete años	2,35	2,14	2,71	3,19	2,89	2,50	-21	-63	-39

Fuente: BCE.

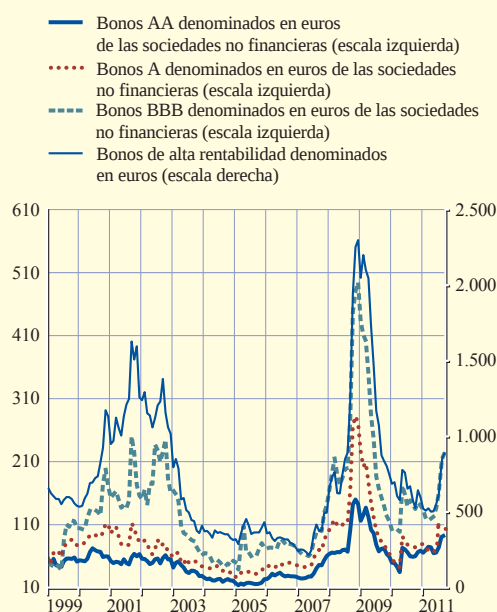
1) Pueden producirse discrepancias, debido al redondeo.

Durante el período comprendido entre abril y julio, los tipos de interés nominales aplicados por las IFM a los nuevos préstamos concedidos a las sociedades no financieras aumentaron en el caso de los préstamos a corto plazo, mientras que cayeron en el caso de algunos préstamos a largo plazo (véase cuadro 5). El incremento de los tipos de interés de los préstamos a corto plazo está en consonancia con la evolución reciente de los tipos de interés del mercado monetario. El EURIBOR a tres meses registró una subida de unos 27 puntos básicos en el período analizado, mientras que los tipos de interés a corto plazo aplicados por las IFM a los préstamos concedidos a las sociedades no financieras ascendieron entre 19 y 31 puntos básicos. Los tipos de interés a largo plazo aplicados por las IFM a los préstamos de más de un millón de euros cayeron 56 puntos básicos, mientras que los tipos aplicados a los préstamos de hasta un millón de euros aumentaron 17 puntos básicos en el mismo período. El rendimiento de la deuda pública a siete años registró un descenso de 63 puntos básicos en el período de referencia.

Los diferenciales entre los rendimientos de los valores de renta fija de las sociedades no financieras y los de la deuda pública se han ampliado de forma continua desde mayo de 2010, tanto en el caso de los bonos con calificación crediticia más elevada como en el de los bonos con calificación más baja (véase gráfico 33). Mientras que los diferenciales

Gráfico 33 Diferenciales de los valores de renta fija de las sociedades no financieras

(puntos básicos; medias mensuales)



Fuentes: Thomson Reuters y cálculos del BCE.

Nota: Los diferenciales de los valores de renta fija de las sociedades no financieras se calculan en relación con los rendimientos de la deuda pública con calificación crediticia AAA.

con los valores de renta fija privada con calificación AA aumentaron en torno a 20 puntos básicos entre mayo y julio de 2011, los diferenciales con los bonos de alta rentabilidad se incrementaron más de 300 puntos básicos. Esta evolución de los mercados de renta fija privada ha sido consecuencia de los decepcionantes datos económicos y de la mayor incertidumbre generada por la rebaja de la calificación de la deuda soberana de Estados Unidos por parte de una agencia de calificación y por las tensiones relacionadas con la crisis de la deuda soberana de la zona del euro, que continúan deteriorando el clima de los mercados.

FLUJOS DE FINANCIACIÓN

La mayor parte de los indicadores de rentabilidad de las sociedades no financieras de la zona del euro apunta a una nueva mejora en el segundo trimestre de 2011. La tasa de crecimiento interanual de los beneficios por acción de las sociedades no financieras cotizadas de la zona del euro siguió siendo sustancialmente positiva en ese trimestre, pero se redujo al 20% en agosto, en consonancia con la corrección señalada en el primer trimestre (véase gráfico 34). De cara al futuro, los participantes en el mercado esperan que continúe la corrección a la baja en los próximos meses.

En cuanto a la financiación externa, los datos para el segundo trimestre de 2011 confirman una expansión adicional de los préstamos concedidos por las IFM a las sociedades no financieras. La normalización de la demanda de préstamos bancarios podría explicar, en parte, la moderación de la emisión de valores distintos de acciones durante el mismo período (véase gráfico 35). En particular, la tasa de crecimiento interanual de la emisión de valores distintos de acciones a corto plazo siguió siendo negativa, al igual que el año anterior, mientras que la emisión de valores distintos de acciones a largo plazo repuntó en el segundo trimestre de 2011. La tasa de crecimiento interanual de la emisión de acciones cotizadas por parte de las sociedades no financieras se mantuvo prácticamente sin variación en niveles muy reducidos.

La tasa de crecimiento interanual de los préstamos bancarios otorgados a las sociedades no financieras se situó en el 1,5% en el segundo trimestre de 2011, colocándose en niveles positivos durante dos

Gráfico 34 Beneficios por acción de las sociedades no financieras cotizadas de la zona del euro

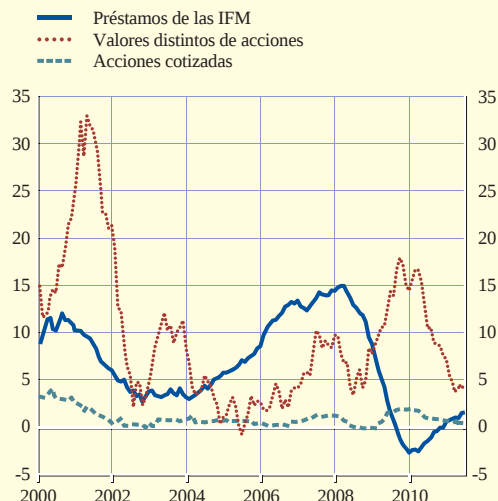
(tasas de variación interanual; datos mensuales)



Fuentes: Thomson Reuters y cálculos del BCE.

Gráfico 35 Detalle por instrumentos de la financiación externa de las sociedades no financieras

(tasas de variación interanual)



Fuente: BCE.

Nota: Las acciones cotizadas están denominadas en euros.

Cuadro 6 Financiación de las sociedades no financieras

(tasas de variación; fin de trimestre)

	Tasas de crecimiento interanual				
	2010 II	2010 III	2010 IV	2011 I	2011 II
Préstamos de IFM	-1,7	-0,5	-0,1	0,9	1,5
Hasta un año	-9,6	-6,0	-3,2	0,1	4,2
De uno a cinco años	-4,4	-2,5	-2,8	-2,3	-3,7
Más de cinco años	3,4	2,8	2,4	2,4	2,1
Valores distintos de acciones	12,6	8,9	7,6	4,8	4,0
A corto plazo	-14,3	-12,3	-6,2	-4,9	0,6
A largo plazo, de las cuales ¹⁾	16,1	11,4	9,0	5,8	4,3
A tipo fijo	19,1	14,0	11,0	7,3	5,3
A tipo variable	-1,5	-1,4	-0,6	-1,0	-1,6
Acciones cotizadas	1,0	0,9	0,7	0,5	0,4
Pro memoria ²⁾					
Total financiación	1,5	2,0	2,2	2,1	-
Préstamos a sociedades no financieras	0,5	1,9	1,8	2,2	-
Reservas técnicas de seguro ³⁾	0,5	0,3	1,1	1,0	-

Fuentes: BCE, Eurostat y cálculos del BCE.

Nota: Los datos de este cuadro (con la excepción de los presentados en la pro memoria) figuran en las estadísticas monetarias y bancarias y en las de emisiones de valores. Pueden surgir pequeñas divergencias con respecto a los datos que se recogen en las estadísticas de las cuentas financieras, principalmente como consecuencia de diferencias en los métodos de valoración.

1) La suma de los valores distintos de acciones a tipo fijo y a tipo variable puede no coincidir con el total de valores distintos de acciones a largo plazo, porque los valores a largo plazo con cupón cero, que incluyen los efectos de valoración, no se muestran por separado en este cuadro.

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

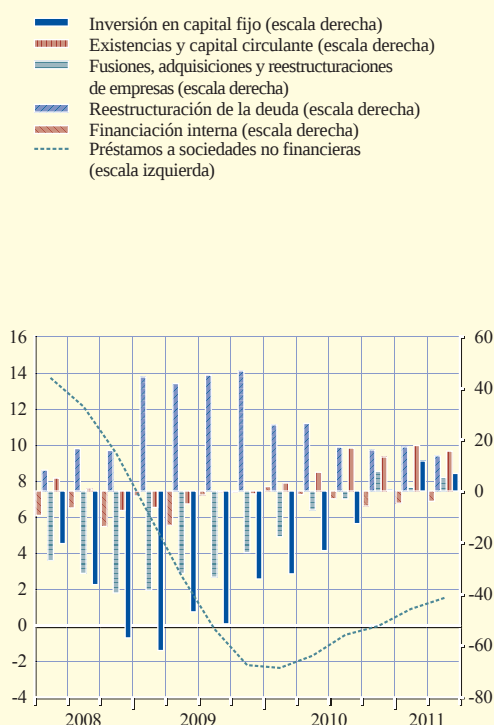
3) Incluye las reservas de los fondos de pensiones.

trimestres consecutivos por primera vez desde agosto de 2009 (véase cuadro 6). La recuperación de la dinámica de los préstamos refleja fundamentalmente el fuerte crecimiento de los préstamos a corto plazo a las sociedades no financieras (con plazo de vencimiento de hasta un año). La tasa de crecimiento interanual de los préstamos con vencimiento a más de cinco años se mantuvo prácticamente estable durante el período analizado, mientras que la de los préstamos a plazos intermedios (entre uno y cinco años) continuó cayendo. La recuperación observada en la tasa de crecimiento interanual de los préstamos concedidos a las sociedades no financieras está en consonancia, en general, con el patrón de crecimiento de la zona del euro. Al mismo tiempo, el endurecimiento de los criterios de aprobación del crédito bancario, junto con la mayor disponibilidad de financiación interna y la vigorosa emisión de valores distintos de acciones durante los dos últimos años, pueden haber tenido un efecto moderador sobre la reactivación de la demanda de préstamos bancarios por parte de las sociedades no financieras.

Los resultados de la encuesta sobre préstamos bancarios en la zona del euro correspondientes al segundo trimestre de 2011 muestran una desaceleración de la demanda neta de préstamos, en comparación con el primer trimestre (véase gráfico 36). Esta reducción del incremento neto de la demanda de préstamos estuvo impulsada, principalmente, por el descenso de las necesidades de financiación para inversión en capital fijo y para existencias y capital circulante. En cambio, el repunte de la financiación de las fusiones y adquisiciones tuvo un impacto al alza sobre la demanda. Según los datos de la encuesta, las entidades de crédito de la zona del euro endurecieron, en general, sus criterios de concesión de préstamos a las sociedades no financieras en el segundo trimestre de 2011, pero en menor medida que en el primer trimestre. No obstante, en el futuro las entidades de crédito esperan un ligero incremento del endurecimiento neto de los citados criterios, así como un leve aumento neto de la demanda.

Gráfico 36 Crecimiento de los préstamos y factores que contribuyen a la demanda de préstamos de las sociedades no financieras

(tasas de variación interanual; porcentajes netos)

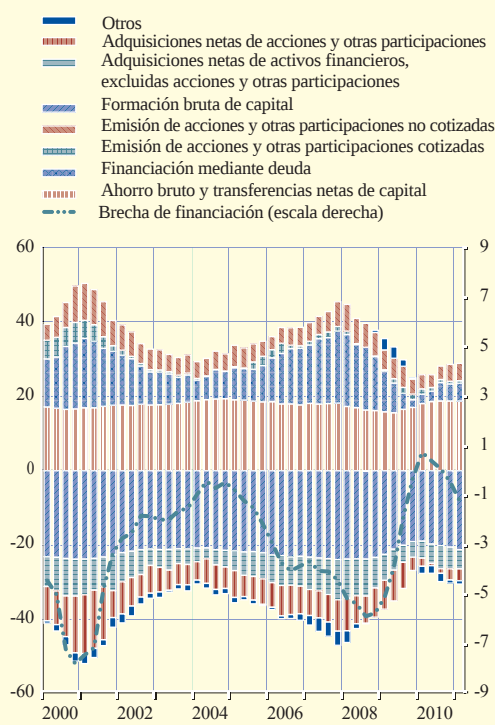


Fuente: BCE.

Nota: Los porcentajes netos se refieren a la diferencia entre el porcentaje de entidades que indican que un factor determinado ha contribuido a un incremento de la demanda y las que indican que ha contribuido a una reducción.

Gráfico 37 Ahorro, financiación e inversión de las sociedades no financieras

(sumas móviles de cuatro trimestres; porcentajes del valor añadido bruto)



Fuente: Cuentas de la zona del euro.

Nota: La deuda incluye préstamos, valores distintos de acciones y reservas de los fondos de pensiones. «Otros» incluye derivados financieros, otras cuentas pendientes de pago/cobro y ajustes. Los préstamos entre empresas relacionadas se compensan. La brecha de financiación es la capacidad/necesidad de financiación del sector, que básicamente es la diferencia entre el ahorro bruto y la formación bruta de capital.

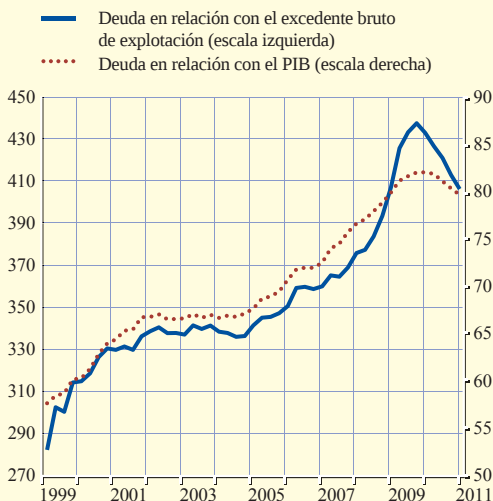
En el gráfico 37 se presenta el detalle de los componentes del ahorro, la financiación y la inversión de las sociedades de la zona del euro, según figuran en las cuentas de la zona, para los que se dispone de datos hasta el primer trimestre de 2011. La brecha de financiación (o necesidad de financiación) de las sociedades no financieras —es decir, la diferencia entre los gastos en inversión real y los fondos generados internamente (ahorro bruto)— volvió a reducirse en el primer trimestre sobre la base de sumas móviles de cuatro trimestres, pero se mantuvo elevada en términos históricos. Como se observa en el gráfico, todavía era posible financiar la inversión real de las empresas (formación bruta de capital fijo) principalmente con fondos internos, de modo que aunque la financiación externa repuntó ligeramente, continuó siendo una fuente menor de financiación de este sector. Al mismo tiempo, las adquisiciones netas de activos financieros, incluidas acciones y otras participaciones, disminuyeron levemente en el primer trimestre de 2011.

POSICIÓN FINANCIERA

En el primer trimestre de 2011 continuó el proceso de desapalancamiento de las empresas, según las estadísticas de las cuentas de la zona del euro, disminuyendo el endeudamiento de las sociedades no financieras hasta el 79% en términos de deuda en relación con el PIB, frente al 80% del trimestre precedente,

Gráfico 38 Ratios de endeudamiento del sector de sociedades no financieras

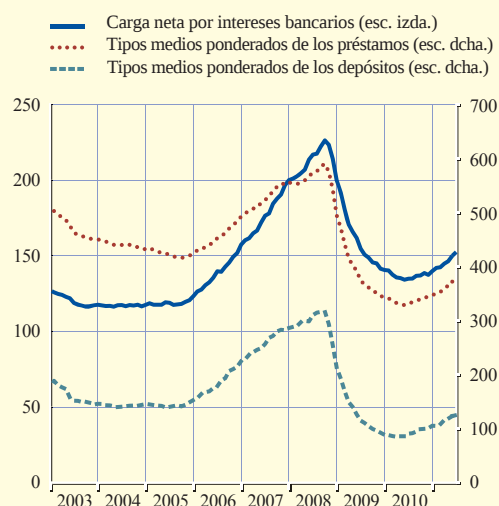
(porcentajes)



Fuentes: BCE, Eurostat y cálculos del BCE.
Notas: Los datos sobre deuda proceden de las cuentas trimestrales europeas por sectores, e incluyen préstamos, valores distintos de acciones y reservas de los fondos de pensiones.

Gráfico 39 Carga neta por intereses bancarios de las sociedades no financieras

(puntos básicos)



Fuente: BCE.
Nota: La carga neta por intereses bancarios se define como la diferencia entre los tipos medios ponderados de los préstamos y los tipos medios ponderados de los depósitos del sector de sociedades no financieras, y se basa en saldos vivos.

y hasta el 406 % en términos de deuda en relación con el excedente bruto de explotación, frente al 413 % del trimestre anterior (véase gráfico 38). Tras la acusada caída registrada en el período comprendido entre finales de 2008 y principios de 2010, la carga por intereses de las sociedades no financieras comenzó a aumentar en el segundo semestre de 2010 (véase gráfico 39). Esta tendencia al alza se mantuvo en el segundo trimestre de 2011, elevando su nivel a una cota situada por encima de su media a largo plazo.

Aunque el proceso de desapalancamiento iniciado a finales de 2009 ha contribuido a mejorar la posición financiera de las empresas, este proceso puede perder algo de impulso ante el deterioro del crecimiento esperado de los beneficios y el aumento del coste de las acciones. El nivel de endeudamiento y el incremento de la carga por intereses de las sociedades no financieras siguen sugiriendo que todavía queda margen de maniobra para reestructurar los balances.

2.7 FLUJOS DE FINANCIACIÓN Y POSICIÓN FINANCIERA DEL SECTOR HOGARES

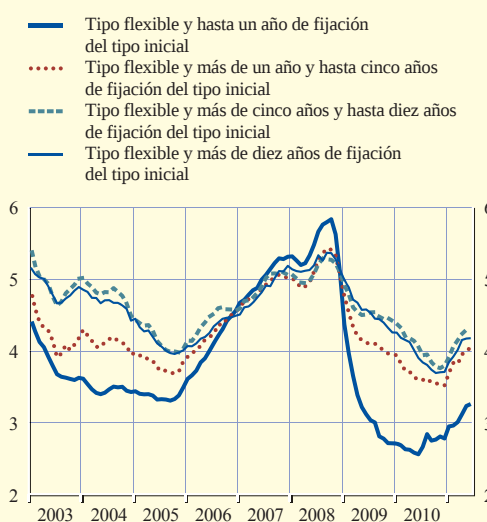
En el segundo trimestre de 2011, las condiciones de financiación de los hogares de la zona del euro se caracterizaron por un ligero incremento de los tipos de interés de los préstamos bancarios. Además, los criterios de aprobación del crédito a los hogares para consumo y para adquisición de vivienda se endurecieron en dicho trimestre, aunque, en el caso de estos últimos, en menor grado que en el trimestre anterior. La tasa de crecimiento interanual de los préstamos concedidos por las IFM a los hogares se ha estabilizado recientemente en torno al 3 %. La deuda en relación con la renta de los hogares experimentó una nueva caída en el segundo trimestre de 2011, mientras que la deuda en relación con el PIB y la carga por intereses se mantuvieron prácticamente sin cambios.

CONDICIONES DE FINANCIACIÓN

Los costes totales de financiación del sector hogares de la zona del euro se incrementaron ligeramente en el segundo trimestre de 2011, por segundo trimestre consecutivo, mientras que prácticamente no variaron en julio de 2011. Esta evolución fue generalizada en las distintas categorías de préstamos. En cuanto a los tipos de interés aplicados por las IFM a los nuevos préstamos para adquisición de vivienda, se observó un aumento para todas las categorías durante el segundo trimestre de 2011, al igual que en el trimestre anterior, mientras que en julio los tipos se mantuvieron sin variación en la mayoría de los casos (véase gráfico 40). Durante el segundo trimestre, los tipos de interés que experimentaron los aumentos más acusados fueron los de los préstamos con período de fijación del tipo inicial de larga duración (es decir, más de cinco años), con alzas ligeramente superiores a las de los préstamos a tipo de interés flexible o períodos de duración corta (esto es, hasta un año) y media (es decir, más de un año y hasta cinco años) de fijación del tipo inicial. En julio, únicamente los tipos de interés aplicados a los préstamos a tipo flexible o con un período corto de fijación del tipo inicial se incrementaron marginalmente.

Gráfico 40 Tipos de interés aplicados por las IFM a los préstamos a hogares para adquisición de vivienda

(porcentajes; excluidas comisiones; tipos de interés de las nuevas operaciones)



Fuente: BCE.

Los tipos de interés de los nuevos préstamos para consumo con período de fijación del tipo inicial de duración media y larga aumentaron de nuevo durante el período analizado y en julio. En cambio, los tipos de interés aplicados a los nuevos préstamos para consumo con períodos de fijación del tipo inicial de corta duración (es decir, los préstamos a tipo de interés flexible y hasta un año de fijación del tipo inicial) experimentaron un ligero descenso en el segundo trimestre de 2011 y en julio. En general, los tipos de interés del crédito al consumo se incrementaron moderadamente en el segundo trimestre de 2011, si bien cayeron levemente en julio de 2011.

Los tipos de interés del crédito para otros fines a hogares con períodos de fijación del tipo inicial de duración corta y media registraron un ligero aumento en el segundo trimestre de 2011, mientras que en el caso de los préstamos a largo plazo se observó un leve descenso. En cambio, los tipos de interés aplicados a todas estas subcategorías de préstamos prácticamente no se modificaron en julio.

Según los resultados de la encuesta sobre préstamos bancarios de julio de 2011, las entidades de crédito de la zona del euro participantes indicaron que el grado de endurecimiento neto de los criterios de aprobación había disminuido ligeramente en el caso de los préstamos para adquisición de vivienda en el segundo trimestre de 2011. Esta evolución estuvo relacionada, principalmente, con unas expectativas menos negativas en torno a la actividad económica general. En cambio, el nivel de endurecimiento neto de los criterios aplicados al crédito al consumo y a los préstamos para otros fines a hogares no se modificó en el citado trimestre. De cara al futuro, en el tercer trimestre de 2011, las entidades de la zona del euro esperan que el grado de endurecimiento neto de los criterios de aprobación de los préstamos para adquisición de vivienda y del crédito al consumo se mantenga básicamente invariable.

FLUJOS DE FINANCIACIÓN

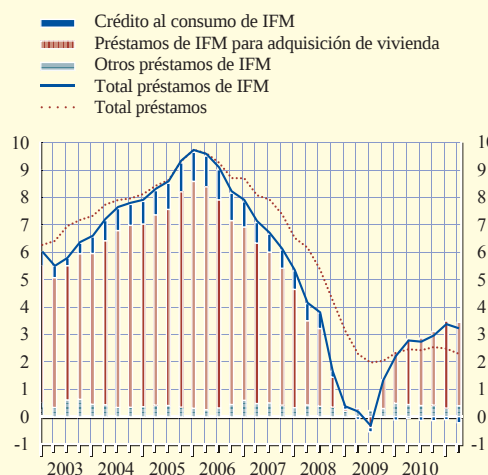
La tasa de crecimiento interanual del total de préstamos concedidos a los hogares no se modificó en el primer trimestre de 2011 (el último trimestre para el que se dispone de datos procedentes de las cuentas de la zona del euro), y se mantuvo en el 2,5 %. Esta tasa de crecimiento prácticamente estable oculta una evolución divergente de sus subcomponentes. Mientras que la tasa de crecimiento interanual del total de préstamos otorgados por las IFM a los hogares (sin ajustar de ventas y titulizaciones de préstamos) aumentó hasta el 3,4 % en el primer trimestre de 2011, desde el 3 % del cuarto trimestre de 2010, la tasa de variación interanual de los préstamos concedidos por instituciones distintas de IFM a los hogares se redujo hasta el -2,4 %, frente al 0,3 % registrado el trimestre anterior. Ello obedeció principalmente a la reducción de las operaciones de titulización en el primer trimestre de 2011. Por tanto, parece que en estos préstamos continúa el considerable descenso observado desde mediados de 2009. De hecho, las estimaciones para el segundo trimestre de 2011 apuntan al mantenimiento de esta tendencia, que tiene su origen, en gran medida, en una nueva disminución de las operaciones de titulización retenidas. Además, se estima que la tasa de crecimiento interanual del total de préstamos a los hogares descendió hasta el 2,3 % en el segundo trimestre, como consecuencia del menor crecimiento de los préstamos concedidos por las IFM a los hogares (véase gráfico 41).

En julio de 2011, la tasa de crecimiento interanual de los préstamos a los hogares originados en IFM (esto es, ajustada de ventas y titulizaciones de préstamos) se redujo ligeramente y se situó el 2,8 % (para más detalles, véase sección 2.1). Por tanto, la tasa de crecimiento interanual todavía fluctúa en torno al 3 %. El patrón de flujos mensuales de los préstamos a los hogares se está viendo considerablemente afectado por las operaciones de titulización. Ciertamente, los datos sin ajustar por las operaciones de titulización apuntan a un marcado descenso de los flujos mensuales en el segundo trimestre de 2011, en comparación con el primer trimestre, que continuó en julio, mes en que estos flujos incluso pasaron a ser negativos. No obstante, si los datos se corrigen por estas operaciones sugieren que los flujos mensuales aumentaron en el segundo trimestre de 2011 y en julio en relación con el trimestre anterior.

En cuanto a los subcomponentes de los préstamos de las IFM a los hogares, la evolución del crédito otorgado a este sector continuó estando impulsada por los préstamos para adquisición de vivienda, cuya tasa de crecimiento interanual se redujo hasta el 3,9 % en julio, desde el 4,4 % de junio, tras haber registrado un aumento gradual en el primer semestre de 2011 (sin ajustar de ventas y titulizaciones de préstamos). La tasa de variación interanual del crédito al consumo siguió cayendo en julio y se situó en el -2,1 % frente al -1,8 % de junio. Por último, la tasa de crecimiento interanual del crédito para otros fines a los hogares, que principalmente incluye préstamos a empresarios individuales y a sociedades sin personalidad jurídica, se incrementó hasta el 2,7 % en julio, desde el 2,5 % de junio, tras haber

Gráfico 41 Total de préstamos concedidos a los hogares

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



Fuente: BCE.

Notas: El total de préstamos comprende los préstamos a hogares concedidos por todos los sectores institucionales, incluido el resto del mundo. El total de préstamos concedidos a los hogares en el segundo trimestre de 2011 se ha estimado a partir de las operaciones que figuran en las estadísticas monetarias y bancarias. Para más información sobre las diferencias en el cálculo de las tasas de crecimiento entre préstamos de las IFM y total de préstamos, véanse las notas técnicas pertinentes.

descendido paulatinamente durante la primera mitad de 2011.

Según la última encuesta sobre préstamos bancarios de la zona del euro, la demanda neta de préstamos para adquisición de vivienda y de crédito al consumo por parte de los hogares continuó disminuyendo en el segundo trimestre de 2011. No obstante, en el caso de los primeros, las entidades de crédito participantes en la encuesta consideraron que el ritmo de descenso había sido considerablemente más lento que en el trimestre precedente, debido, principalmente, a unas perspectivas del mercado de la vivienda bastante menos negativas. El retroceso de la demanda de crédito al consumo se aceleró de nuevo, a causa fundamentalmente del menor gasto en bienes de consumo duradero. De cara al futuro, las entidades de crédito esperan que la demanda de préstamos para adquisición de vivienda y de crédito al consumo vuelva a disminuir en el tercer trimestre del año. De este modo, si también se considera el elevado endeudamiento de este sector y el mantenimiento de unos criterios restrictivos de aprobación del crédito, es probable que el crecimiento de los préstamos a los hogares continúe siendo moderado en el tercer trimestre de 2011.

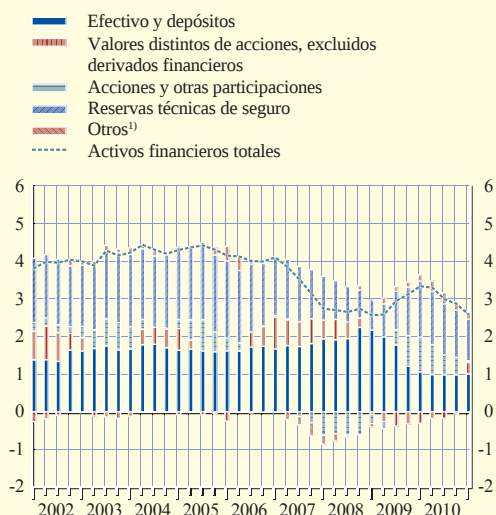
Por lo que se refiere al activo del balance del sector hogares de la zona del euro, la tasa de crecimiento interanual de la inversión financiera total siguió moderándose, hasta situarse en el 2,6% en el primer trimestre de 2011 (frente al 2,9% del trimestre anterior), descendiendo por tercer trimestre consecutivo (véase gráfico 42). En lo que respecta a los subcomponentes, la caída observada en el crecimiento interanual de la inversión financiera total de este sector desde mediados de 2010 ha estado impulsada por la disminución gradual de la contribución de la inversión en acciones y otras participaciones, en reservas técnicas de seguro y en otros activos, que también se moderaron en el primer trimestre de 2011. En cambio, la contribución de las tenencias de efectivo y depósitos prácticamente no se ha modificado desde principios de 2010, y la de los valores distintos de acciones (excluidos derivados financieros) siguió aumentando y retornó a tasas positivas en el primer trimestre de 2011. En general, parece que la incertidumbre existente actualmente en torno a la evolución económica y fiscal y las persistentes tensiones en los mercados de deuda soberana siguen influyendo en las decisiones de gasto de los hogares, por ejemplo, aumentando su aversión a activos de mayor riesgo como las acciones y otras participaciones.

POSICIÓN FINANCIERA

Se estima que la deuda en relación con la renta disponible de los hogares ha disminuido hasta situarse en torno al 98,4% en el segundo trimestre de 2011, desde el 98,9% del trimestre anterior (véase gráfico 43), lo que constituye el segundo descenso consecutivo, tras los aumentos observados en 2009 y 2010. De modo similar a la evolución registrada en el primer trimestre de 2011, la caída del segundo trimestre refleja una mejora palpable de la renta disponible de los hogares, que fue superior al incremento que, de nuevo, experimentó la deuda total de este sector. Aunque la carga por intereses de los

Gráfico 42 Inversión financiera de los hogares

(tasas de variación interanual; contribuciones en puntos porcentuales)



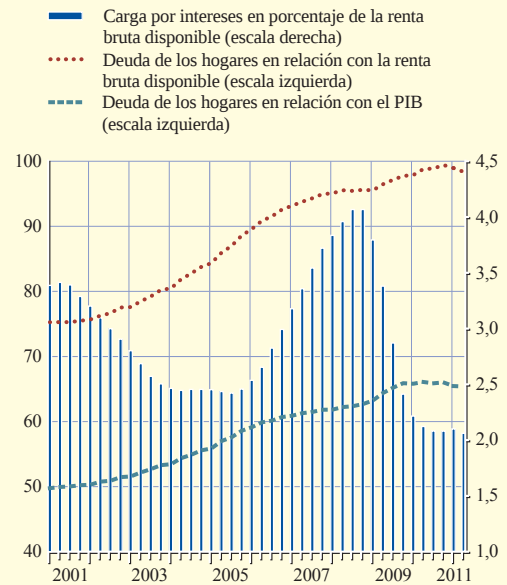
Fuentes: BCE y Eurostat.

1) Incluye préstamos y otras cuentas pendientes de cobro.

hogares se redujo ligeramente, se estima que se mantuvo en el 2,1 % de la renta disponible en el segundo trimestre de 2011, nivel en torno al que ha permanecido desde el segundo trimestre de 2010. Por último, la deuda en relación con el PIB de este sector también parece haberse mantenido básicamente estable en el segundo trimestre del año (situándose en el 65,4 %, frente al 65,5 % del primer trimestre de 2011).

Gráfico 43 Endeudamiento y carga por intereses de los hogares

(porcentajes)



Fuentes: BCE y Eurostat.

Notas: La deuda de los hogares comprende el total de préstamos a los hogares concedidos por todos los sectores institucionales, incluido el resto del mundo. La carga por intereses no incluye todos los costes financieros de los hogares, ya que excluye las comisiones por servicios financieros. Los datos del último trimestre que figuran en el gráfico se han estimado en parte.

3 PRECIOS Y COSTES

Según el avance de Eurostat, la inflación interanual de la zona del euro medida por el IAPC fue del 2,5% en agosto de 2011, la misma tasa que en julio. Las tasas registradas por la inflación se han mantenido relativamente elevadas desde finales del año pasado, debido, en gran medida, a la subida de los precios de la energía y de otras materias primas. De cara al futuro, es probable que las tasas de inflación se mantengan claramente por encima del 2% en los próximos meses. Posteriormente, sobre la base de la trayectoria que se deriva de los mercados de futuros para los precios del petróleo, las tasas de inflación deberían caer por debajo del 2% en 2012. Este patrón refleja la expectativa de una evolución del crecimiento de los salarios relativamente estable en el contexto de un crecimiento económico moderado. Las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE para la zona del euro de septiembre de 2011 plasman estas consideraciones y prevén que la inflación interanual medida por el IAPC se sitúe en el intervalo comprendido entre el 2,5% y el 2,7% en 2011, y entre el 1,2% y el 2,2% en 2012. Se considera que los riesgos para las perspectivas de evolución de los precios a medio plazo están, en general, equilibrados.

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 agosto de 2011, sin cambios con respecto al mes anterior (véase cuadro 7). Durante 2010, las tasas de inflación general aumentaron significativamente, desde el 1% registrado en enero hasta más del 2% de diciembre. Desde principios de 2011, la tasa de crecimiento interanual de la inflación medida por el IAPC se ha mantenido claramente por encima del 2%, como consecuencia de la subida de los precios de la energía y de las materias primas no energéticas y, en menor medida, del impacto superior a la media procedente de los aumentos de los impuestos indirectos y de los precios administrados. Sin embargo, en los últimos meses, las tasas de inflación medidas por el IAPC se han moderado gradualmente, debido, principalmente, a la estabilización de los precios del petróleo, lo que debería contribuir a relajar las presiones sobre los precios en las primeras fases de la cadena de producción.

En julio, el último mes para el que se dispone de una desagregación oficial, la tasa de variación interanual del componente energético del IAPC se mantuvo en niveles de dos dígitos por octavo mes consecutivo. Aunque los precios del petróleo han caído desde los niveles alcanzados en abril y mayo de este año, la tasa de variación interanual de los precios de la energía, expresados tanto en dólares como en euros, siguió siendo elevada. En julio de 2011, se situó en el 11,8%, la misma tasa media en torno a la que ha

Cuadro 7 Evolución de los precios

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

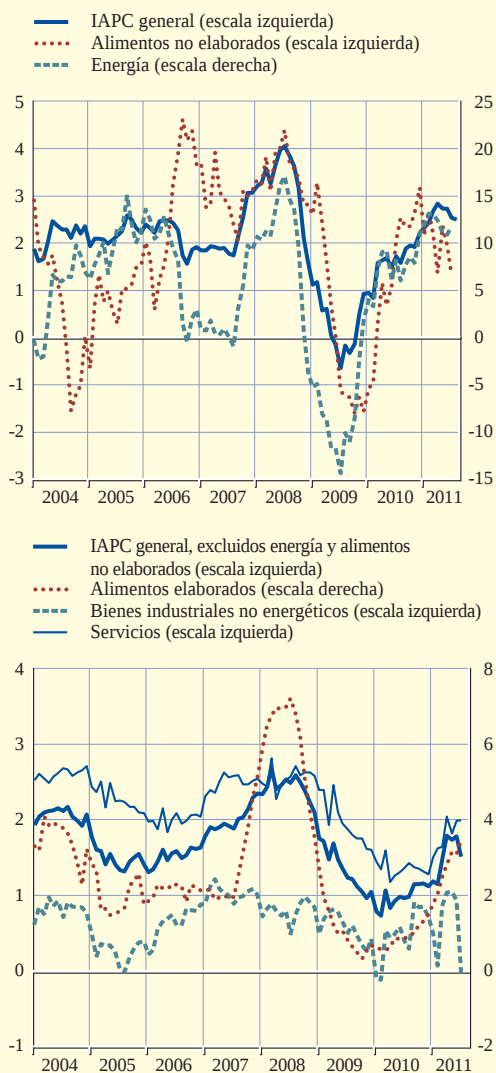
	2009	2010	2011 Mar	2011 Abr	2011 May	2011 Jun	2011 Jul	2011 Ago
IAPC y sus componentes								
Índice general ¹⁾	0,3	1,6	2,7	2,8	2,7	2,7	2,5	2,5
Energía	-8,1	7,4	13,0	12,5	11,1	10,9	11,8	.
Alimentos no elaborados	0,2	1,3	2,2	1,4	2,4	2,0	1,3	.
Alimentos elaborados	1,1	0,9	2,5	2,8	3,2	3,1	3,4	.
Bienes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

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

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

Gráfico 44 Desagregación del IAPC por principales componentes

(tasas de variación interanual; datos mensuales)



Fuente: Eurostat.

transmisión de los incrementos de los precios de las materias primas alimenticias en los mercados internacionales desde mediados de 2010 y las adversas condiciones meteorológicas que afectaron a determinadas partidas del componente de alimentos no elaborados, en particular a la fruta y las verduras. Por el contrario, la moderación registrada en junio y julio se debió principalmente a la desaceleración de la tasa de crecimiento interanual de los precios de los alimentos no elaborados, que, en parte, estuvo relacionada con el impacto de los cambios metodológicos en el tratamiento de los productos de temporada¹. Por lo tanto, dado que se ha visto impulsada principalmente por factores transitorios, la desaceleración en el componente alimenticio del IAPC en junio y julio no puede considerarse un indicio de que el impacto de la perturbación

estado oscilando desde diciembre de 2010. Las subidas más fuertes se observaron en los subcomponentes relacionados más estrechamente con el petróleo, a saber, los combustibles para transporte y para calefacción, que registraron una tasa del 13,3% y del 23,7% respectivamente. Los precios de los demás subcomponentes principales de la energía, como el gas y la electricidad, suelen seguir las tendencias de los precios del petróleo con cierto desfase. Por tanto, a pesar de las caídas recientes de los precios del petróleo, continúa la presión al alza sobre los precios de estos subcomponentes. En julio, los precios del gas natural crecieron a una tasa interanual del 8,2%. La variación en los precios del gas natural, en la zona del euro, tiende a concentrarse en cuatro meses del año (enero, abril, julio y octubre). La relación entre los precios del petróleo y los precios de la electricidad es más desfasada y menos clara si se compara con los demás subcomponentes de la energía. Sin embargo, la tasa de variación interanual de los precios de la electricidad ha experimentado un acusado incremento desde finales de 2010, desde el 2,7% registrado en diciembre hasta el 8,1% de julio de 2011. La información actual indica que es posible que se produzcan más incrementos en estos subcomponentes.

Reflejando la evolución de los precios de las materias primas alimenticias internacionales, la tasa de crecimiento interanual del total de precios de los alimentos (incluidos el alcohol y el tabaco) aumentó de forma constante en la primera parte de 2011. Después de haber alcanzado un máximo del 2,8% en mayo, se moderó en cierta medida en junio y en julio. El aumento general en la primera parte del año obedeció a una combinación de factores, incluidos efectos de base al alza procedentes de la evolución de los precios de los alimentos un año antes, la

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.

de los precios de las materias primas esté remitiendo por fin. De hecho, confirmando la valoración de que se sigue observando un fuerte impulso subyacente procedente de las subidas de los precios de las materias primas alimenticias a escala mundial, la tasa de inflación interanual del componente de alimentos elaborados ha seguido aumentando recientemente, impulsada por aquellos productos que utilizan materias primas en mayor medida, como el pan y los cereales, y los productos lácteos. La evolución de los precios industriales también respalda la valoración de que siguen existiendo presiones latentes sobre la cadena de producción alimenticia, ya que los precios de producción de los alimentos subieron un 7,6% en tasa interanual en julio de 2011, en comparación con la media histórica del 1,7% observada desde 1999.

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 descendió hasta el 1,2% en julio de 2011, desde el 1,6% registrado en junio. La inflación medida por el IAPC, excluidos los alimentos y la energía, está determinada fundamentalmente por factores internos, como los salarios, los márgenes y los impuestos indirectos, y tiene dos componentes principales, los bienes industriales no energéticos y los servicios, cuya evolución ha sido muy diferente.

Entre el segundo trimestre de 2010 y el final del año, la inflación de los bienes industriales no energéticos siguió una tendencia alcista, como consecuencia de los efectos de base al alza y de los incrementos registrados en términos intermensuales. Estos incrementos se debieron a cierta transmisión de la depreciación del tipo de cambio y de las subidas de los precios de las materias primas, así como al aumento de los impuestos, una demanda reducida, aunque en aumento, y a un crecimiento moderado de los salarios. Si bien estos factores han continuado ejerciendo presiones al alza sobre el componente de bienes industriales no energéticos en 2011, las tasas de variación de este componente han sido bastante más volátiles desde principios del año, como consecuencia de las nuevas normas sobre el tratamiento de los productos de temporada². La inflación de los bienes industriales no energéticos descendió hasta el 0,5% en enero de 2011 y hasta el 0,1% en febrero; posteriormente, repuntó y, de marzo a junio, registró tasas en torno al 1% mientras que en julio volvió a caer hasta el 0,0%. Esta volatilidad tuvo su origen, en gran parte, en el subcomponente de bienes de consumo semiduradero. De hecho, los bienes industriales no energéticos pueden desagregarse en tres subcomponentes: bienes de consumo duradero (automóviles, muebles, aparatos electrónicos, etc.), bienes de consumo no duradero (suministro de agua, productos farmacéuticos, periódicos, etc.) y bienes de consumo semiduradero (artículos de vestir, productos textiles, libros, etc.), que deben examinarse por separado.

La tasa de variación interanual de los precios de los bienes de consumo duradero se aproximó a cero en el verano de 2010. Desde septiembre de 2010 hasta junio de 2011 fluctuó en torno al 0,3%, antes de caer a una tasa del -0,1% en julio. La evolución de este subcomponente está influida, en gran medida, por la tasa de variación interanual de los precios de los automóviles, que pasó a ser positiva en julio de 2010 por primera vez desde la primavera de 2009 y aumentó hasta el 1,3% en junio de 2011, antes de disminuir ligeramente en el mes siguiente. Sin embargo, un nuevo descenso de los precios de algunos bienes de electrónica de consumo ha contrarrestado el impacto de las subidas de los precios de los automóviles en la inflación de los bienes de consumo duradero. Tras haber permanecido relativamente estable en torno a una tasa del 1,1% durante 2010, la inflación de los bienes de consumo no duradero ha aumentado gradualmente en 2011 hasta alcanzar el 1,6% en julio.

La evolución de los precios de los bienes de consumo semiduradero está determinada, normalmente, por las rebajas de temporada bianuales (de invierno y de verano). La tasa de variación interanual de los precios de los bienes de consumo semiduradero descendió en el tercer trimestre de 2010, ya que los precios

2 Ibid.

de los artículos de vestir se vieron afectados por descuentos de temporada de mayor cuantía. No obstante, en el cuarto trimestre del mismo año la inflación de los bienes de consumo semiduradero aumentó hasta situarse en el 0,9 %, impulsada por alzas en los precios de determinadas partidas, como artículos de vestir y del calzado, así como piezas de repuesto para automóviles. En 2011, los precios de estos productos han sido muy volátiles, debido a la introducción de las nuevas normas sobre el tratamiento de los productos de temporada, que provocó distorsiones a la baja en las tasas de variación interanual de los precios de los artículos de vestir y del calzado en enero, febrero y julio. En particular, la tasa de variación interanual de los precios de los bienes de consumo semiduradero cayó hasta el -1,2 % en febrero; posteriormente, repuntó hasta situarse en el 1,5 % en mayo y volvió a caer hasta el -1,3 % en julio. Es probable que el impacto de las nuevas normas también se note en agosto porque en este mes continúan las rebajas de verano.

La inflación de los precios de los servicios aumentó notablemente hasta situarse en el 1,9 %, en promedio, en el segundo trimestre de 2011, desde el 1,6 % registrado en el primer trimestre, y siguió creciendo hasta situarse en el 2 % en julio. Aunque se observa una tendencia al alza en las tasas de variación interanual de todos los principales subcomponentes de los servicios, a excepción de los servicios de comunicaciones, el notable incremento experimentado por la tasa de inflación interanual de los precios de los servicios en el segundo trimestre, así como el avance adicional que se registró en julio con relación al segundo trimestre, fueron el resultado, principalmente, de aumentos en las tasas de variación interanual de los precios de los servicios recreativos y personales, así como del transporte. En el caso de los servicios recreativos y personales, la tasa se elevó, significativamente desde el 1,5 %, registrado en el primer trimestre de este año, hasta el 2,0 % del segundo trimestre, y alcanzó el 2,2 % en julio. Esto obedeció a fuertes incrementos en las tasas de variación interanual, en particular de los precios de las vacaciones organizadas y de los servicios de alojamiento en el segundo trimestre, y de los precios de los servicios de alojamiento en julio. La tasa de variación interanual de los precios del transporte también aumentó, desde el 2 %, registrado en el primer trimestre, hasta el 3,2 % del segundo trimestre, y alcanzó el 3,4 % en julio. Estos incrementos fueron generalizados en todos los subcomponentes en el segundo trimestre y lo más probable es que reflejen la transmisión de la subida de los precios del petróleo. Sin embargo, en algunos meses también parecen observarse efectos temporales al alza en varios subcomponentes, como el transporte aéreo, como consecuencia de que las vacaciones de Semana Santa y de Pentecostés no fueron en las mismas fechas que el año pasado. La tasa de variación interanual de los precios de los servicios varios, que incluyen, por ejemplo, los precios de la atención sanitaria y de la educación, volvió a registrar un incremento de 0,2 puntos porcentuales, en tasa intertrimestral, hasta situarse en el 2,1 % en el segundo trimestre y en el 2 % en julio. Es probable que el incremento observado en el segundo trimestre esté relacionado con subidas adicionales de los precios administrados durante ese período. La tasa de variación interanual de los precios del subcomponente de vivienda, del que una parte importante son alquileres, aumentó solo marginalmente 0,1 puntos porcentuales desde el primer trimestre hasta julio, mes en el que se situó en el 1,9 %. Por último, la tasa de variación de los precios de las comunicaciones cayó desde el -0,4 % registrado en el primer trimestre hasta el -1,6 % de julio, debido a los descensos más acusados de los precios de los servicios y de los equipos de telecomunicaciones.

De cara al futuro, sobre la base de los actuales precios del petróleo, que fluctuaron en el intervalo comprendido entre 75 euros y 80 euros por barril durante la mayor parte de agosto de 2011, así como los precios de los futuros del petróleo, se prevé que la tasa de variación interanual del componente energético del IAPC disminuya sustancialmente a partir de septiembre de 2011, ya que los efectos de los fuertes incrementos observados un año antes empiezan a desaparecer de la comparación anual (efectos de base). Con todo, la medida en que estos efectos de base serán realmente evidentes en el perfil del componente energético del IAPC dependerá de hasta qué punto se cumplan las expectativas incorporadas

actualmente en los futuros sobre precios del petróleo (es decir, no habrá nuevos incrementos en los precios del crudo).

Dados los actuales precios de los futuros sobre materias primas alimenticias, se espera que la tasa de crecimiento interanual de los precios de los alimentos siga aumentando y que se mantenga por encima de la inflación general medida por el IAPC en los próximos meses. No obstante, existe un elevado grado de incertidumbre en torno a las perspectivas de los precios de las materias primas. Asimismo, el alcance de la transmisión de las subidas de los precios de las materias primas depende de la fortaleza de la demanda de los consumidores, así como del comportamiento de productores y minoristas, que podrían reaccionar ante el alza de los precios modificando sus márgenes.

Los indicadores adelantados de la inflación de los bienes industriales no energéticos actualmente disponibles, como la evolución de los precios industriales y de los precios de importación de los bienes de consumo (en ambos casos, excluidos los alimentos y el tabaco), muestran que las presiones latentes se han relajado recientemente en cierto modo. Sin embargo, la medida en que esta evolución de los precios se transmitirá a la inflación de los bienes industriales no energéticos es incierta, ya que la transmisión puede verse limitada por la reducción de los bienes directamente importados y por el colchón de seguridad que representan los márgenes del comercio minorista. En general, en lo que queda de 2011 se espera que la inflación de los bienes industriales no energéticos se acerque a su media (desde 1999), que es del 0,7%, pero que muestre una gran volatilidad.

Por último, se prevé que la inflación de los precios de los servicios se mantenga, en general, estable en su nivel actual durante los próximos meses, reflejando la evolución moderada de la demanda interna y las presiones salariales contenidas en gran parte.

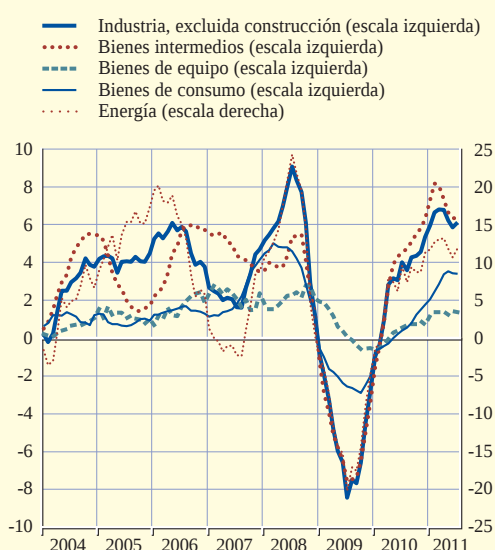
3.2 PRECIOS INDUSTRIALES

Desde el mínimo registrado en el verano de 2009, las presiones sobre la cadena de suministro han aumentado de forma constante hasta hace poco (véanse cuadro 7 y gráfico 45). En la primera mitad de 2011, la tasa de variación interanual de los precios industriales (excluida la construcción) osciló en torno al 6%, y se situó en el 6,8% en marzo antes de descender hasta el 5,9% en junio. En julio se detuvo el descenso observado en la inflación de los precios industriales y la tasa de variación interanual aumentó ligeramente hasta situarse en el 6,1%. Este incremento se debió, principalmente, a una mayor inflación en la energía después del alza de los precios del petróleo en julio. Si se excluyen la construcción y la energía, la inflación de los precios industriales se mantuvo estable en una tasa interanual del 4,1% en julio.

Si analizamos con más detalle los componentes principales del IPRI, es decir, los bienes interme-

Gráfico 45 Desagregación de los precios industriales

(tasas de variación interanual; datos mensuales)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

dios, los bienes de equipo, los bienes de consumo y la energía, parece que la tendencia al alza observada en la inflación de los precios industriales estuvo impulsada fundamentalmente por la energía y los bienes intermedios, como consecuencia de las subidas de los precios del petróleo y de otras materias primas. Además de los aumentos de los precios de las materias primas alimenticias y agrícolas, los precios de las materias primas industriales y de los metales se han incrementado sustancialmente, a causa, en cierta medida, de la recuperación de la demanda mundial. En la primera mitad de 2011, las tasas de variación interanual de los precios de la energía y de los bienes intermedios se situaron, respectivamente, en niveles aproximadamente tres y cuatro veces superiores a su media desde 1991.

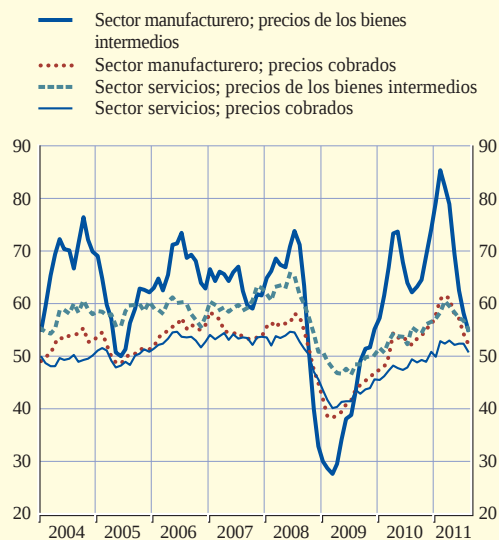
La tasa de variación interanual de los precios de los bienes de consumo ha avanzado de forma constante desde el otoño de 2009, al igual que la de los precios de los bienes de equipo desde finales del mismo año. La recuperación gradual de los precios de estos dos componentes refleja, en parte, una mayor demanda de bienes de consumo y de bienes de equipo producidos en la zona del euro.

Dentro del componente de bienes de consumo, la tasa de variación interanual de los precios de los bienes de consumo no duradero no se tornó positiva hasta mayo de 2010. En julio de 2011, ascendió hasta situarse en el 3,4 %, como consecuencia del aumento de los precios industriales de los alimentos, tras la subida de los precios de las materias primas alimenticias. Sin embargo, se mantuvo en casi el mismo nivel que en los tres meses anteriores. Aunque los recientes incrementos de los precios industriales de los alimentos han sido pronunciados, no han sido tan extremos como los registrados en 2008. Los precios industriales de los bienes de consumo (excluidos los alimentos y el tabaco) registraron valores positivos en el otoño de 2010 y han seguido aumentando desde entonces. En julio de 2011, la tasa de variación interanual fue del 1,7 %, el valor más alto observado desde 2001, lo que indica, por tanto, que continúan las presiones latentes sobre la inflación subyacente de los precios de consumo.

Hasta agosto, los datos de las encuestas sobre precios industriales indican que las presiones en la cadena de suministro se están relajando en cierta medida. Los datos sobre precios del índice de directores de compras (PMI) muestran que todos los índices han disminuido y se han aproximado a sus medias históricas (véase gráfico 46). Estos resultados se deben a la atonía de la demanda y a la disminución de la inflación de los precios de los bienes intermedios en las manufacturas y los servicios. En el sector manufacturero, el índice de precios de venta cayó por quinto mes consecutivo en 2011, de 54,3 en julio a 52,1 en agosto, situándose bastante por debajo del máximo de 61,5 registrado en marzo del mismo año. Es muy probable que esta disminución esté relacionada con la nueva caída del índice de precios de los bienes intermedios, de 58,2 en julio a 54,6 en agosto, que es su nivel más bajo desde enero de 2010 y apunta a una relajación de las presiones sobre los precios en la cadena de suministro. En el sector servicios, el índice

Gráfico 46 Encuestas sobre precios de los bienes intermedios y precios de producción

(índices de difusión; datos mensuales)



Fuente: Markit.

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

de precios de venta descendió hasta situarse en 50,7 en agosto después de no registrar ningún cambio en julio y aumentar ligeramente en junio. Sin embargo, el índice de precios de los bienes intermedios disminuyó por quinto mes consecutivo y pasó de 56,7 en julio a 55,0.

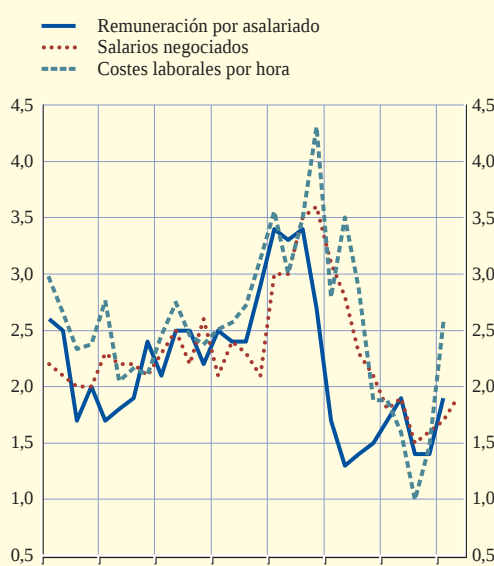
En general, los elevados niveles de la inflación de los precios industriales reflejan continuas presiones latentes. De cara al futuro, se espera que la inflación de los precios industriales continúe su tendencia a la baja, reflejando una moderación general en la evolución de los precios de las materias primas.

3.3 INDICADORES DE COSTES LABORALES

Debido al desfase con el que los mercados de trabajo responden a los cambios de actividad, la evolución de los costes laborales en la zona del euro siguió siendo relativamente sólida durante la recesión económica. Los indicadores de costes laborales pasaron a ser negativos a partir del tercer trimestre de 2009, aproximadamente un año después de que el crecimiento trimestral del PIB de la zona del euro empezase a registrar valores negativos. La evolución de los costes laborales se mantuvo moderada durante 2010. Esto puede explicarse también por el hecho de que la duración media de los acuerdos salariales es de cerca de un año y medio (como refleja la evolución de los salarios negociados). Además, como resultado de la introducción de planes de reducción de las horas de trabajo subvencionados por el Gobierno en algunos países de la zona del euro, particularmente en Alemania, el total de horas trabajadas se redujo significativamente y compensó la contracción en el empleo, que habría sido inevitable en otras circunstancias, especialmente en la industria. En el momento en el que la actividad económica empezó a recuperarse de nuevo, dejaron de aplicarse estas medidas. Posteriormente, el crecimiento interanual del total de horas trabajadas alcanzó niveles positivos en el primer trimestre de 2010 y desde entonces ha venido superando el crecimiento interanual del empleo.

Gráfico 47 Indicadores de costes laborales

(tasas de variación interanual; datos trimestrales)



Fuentes: Eurostat, datos nacionales y cálculos del BCE.

Cuadro 8 Indicadores de costes laborales

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

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

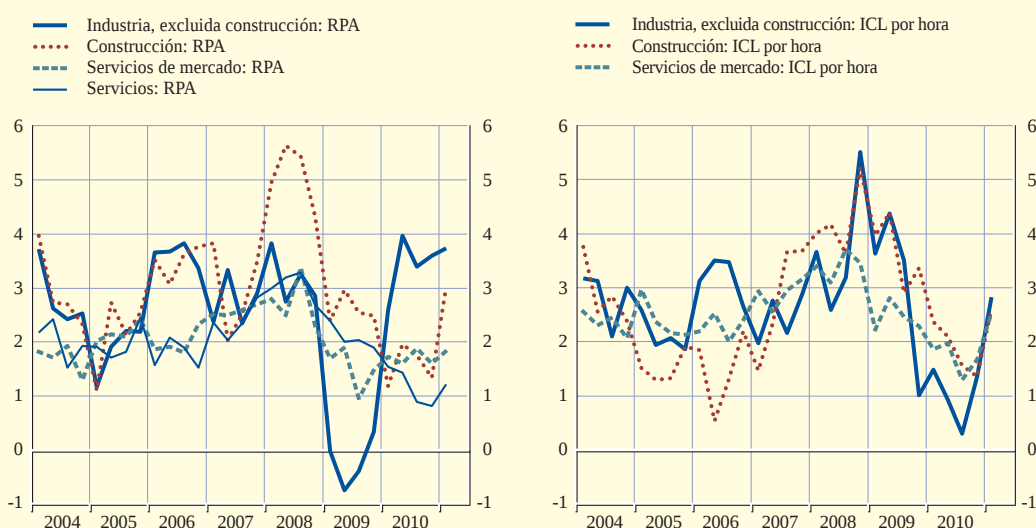
Fuentes: Eurostat, datos nacionales y cálculos del BCE.

En los últimos trimestres, la mejora observada en la situación de los mercados de trabajo solo dio lugar a incrementos moderados en los indicadores de costes laborales (véanse gráfico 47 y cuadro 8). La tasa de crecimiento interanual de la remuneración por asalariado en la zona del euro aumentó un 1,9 % en el primer trimestre de 2011, desde el 1,4 % registrado en el cuarto trimestre de 2010. Este incremento se debió al repunte del crecimiento de la remuneración por hora trabajada, así como a la disminución de las horas trabajadas por asalariado, lo que, a su vez, probablemente estuvo relacionado con las malas condiciones climatológicas de los últimos meses de 2010. A nivel sectorial, el repunte de la tasa de crecimiento de los salarios fue generalizado y la mayor aceleración se observó en los sectores de construcción y servicios (véase gráfico 48). El crecimiento interanual de los costes laborales por hora en la zona del euro aumentó de manera pronunciada, hasta alcanzar una tasa del 2,6 % en el primer trimestre de 2011, tras el 1,5 % del cuarto trimestre de 2010. Este aumento fue también generalizado en todos los sectores. En general, los costes no salariales siguieron creciendo con más rapidez que el componente de sueldos y salarios de los costes laborales por hora.

Por lo que respecta a la evolución de los salarios negociados, el único indicador de costes laborales actualmente disponible para el segundo trimestre de 2011, su tasa de crecimiento interanual se incrementó hasta registrar un 1,9 % en dicho trimestre, desde el 1,7 % del trimestre anterior, que fue también la tasa media de crecimiento registrada en 2010. De cara al futuro, es probable que el patrón de un crecimiento más acusado de los salarios, aunque todavía moderado, persista, en términos generales, en 2011. En la actualidad no está claro en qué medida las elevadas tasas de inflación medida por el IAPC observadas en los últimos meses podrían provocar un mayor crecimiento de los salarios, tras los incrementos moderados acordados en los últimos años. En algunos países, los mecanismos de indexación de los salarios que vinculan las revisiones salariales a la inflación pasada generarán muy probablemente aumentos salariales más pronunciados. Sin embargo, de manera más general, parece quedar poco margen para un crecimiento de los salarios más sólido, en vista de la persistente debilidad de los mercados de trabajo.

Gráfico 48 Evolución de los costes laborales por sectores

(tasas de variación interanual; datos trimestrales)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

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

Por último, la productividad del trabajo, medida por persona ocupada, se incrementó un 2,2 %, en promedio, en 2010, lo que constituye una recuperación considerable con respecto a la media de 2009, año en que se redujo un 2,3 % en total. Tras haber registrado una desaceleración considerable a finales de 2010, debido a la mejora gradual del empleo, el crecimiento de la productividad ha vuelto a recuperarse y se situó en el 2,1 % en el primer trimestre de 2011. Con todo, la tasa de crecimiento de la productividad del trabajo fue superior a la de la remuneración por asalariado por quinto trimestre consecutivo. En consecuencia, la tasa de variación interanual de los costes laborales unitarios volvió a disminuir en el primer trimestre de 2011 (-0,2 %), pero en menor medida que en los cuatro trimestres anteriores. En 2010 en su conjunto, el crecimiento de los costes laborales unitarios cayó un 0,6 %, algo que ha permitido a las empresas restablecer los márgenes, que se vieron gravemente afectados por la recesión en 2009.

De cara al futuro, y en consonancia con las mejoras constantes en el empleo, se espera que la productividad del trabajo siga creciendo, si bien a un ritmo más moderado que antes. Esto, junto con una tasa de crecimiento de la remuneración por asalariado que todavía es limitada, aunque está aumentando paulatinamente, debería contribuir a un ligero repunte del crecimiento de los costes laborales unitarios de las empresas de la zona del euro. No obstante, es probable que las presiones sobre los costes laborales sigan siendo contenidas a medio plazo, habida cuenta de que la mejora del mercado de trabajo solo es gradual.

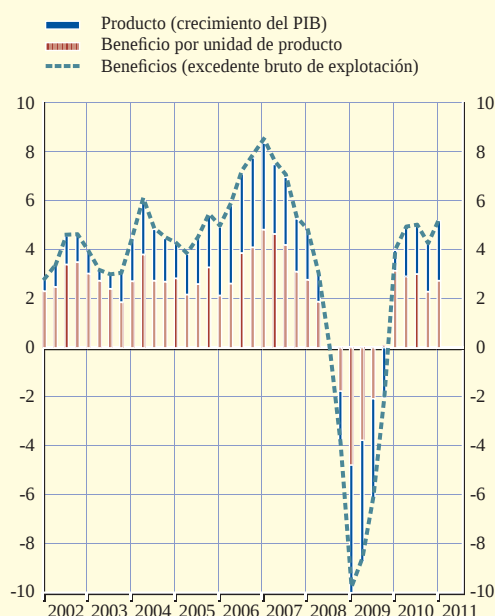
3.4 EVOLUCIÓN DE LOS BENEFICIOS EMPRESARIALES

El crecimiento de los beneficios empresariales (medido en términos del excedente bruto de explotación) aumentó de nuevo en el primer trimestre de 2011, hasta alcanzar una tasa interanual del 5,2 % (véase gráfico 49). Aunque los beneficios empresariales aún no han vuelto a los niveles máximos registrados antes de la recesión, hasta el primer trimestre de 2011, habían recuperado casi el 90 % de las pérdidas sufridas durante la recesión. El mayor crecimiento de los beneficios en ese trimestre se debió al fortalecimiento de la actividad económica (volumen) y del crecimiento de los beneficios unitarios (margen por unidad de producto), que siguió beneficiándose del crecimiento negativo de los costes laborales unitarios.

La evolución de los grandes sectores económicos muestra que el aumento en el crecimiento de los beneficios empresariales en el primer trimestre de 2011 fue resultado de un incremento en el nivel de beneficios en los servicios de mercado (con una tasa interanual del 3,3 % tras el 2,5 % registrado en el cuarto trimestre de 2010), mientras que la mayor tasa de crecimiento de los beneficios en la industria siguió disminuyendo considerablemente, hasta situarse en una tasa interanual del 10,5 %, tras el 13,7 % del trimestre anterior (véase gráfico 50). Se observan grandes diferencias entre los dos sectores en lo que respecta a la medida en que los beneficios empresariales recuperaron las pérdidas sufridas durante la

Gráfico 49 Detalle del crecimiento de los beneficios por producto y beneficio por unidad de producto en la zona del euro

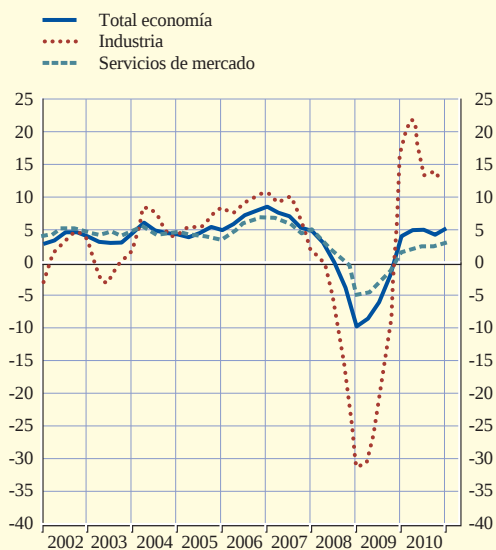
(tasas de variación interanual; datos trimestrales)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Gráfico 50 Evolución de los beneficios en la zona del euro por principales ramas de actividad

(tasas de variación interanual; datos trimestrales)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

recesión hasta el primer trimestre de 2011. En los servicios de mercado, los beneficios recuperaron el 94 % de la caída del 5 % experimentada durante la recesión. Sin embargo, en la industria, como consecuencia de las caídas mucho mayores registradas durante la recesión (el 33 %), y pese a unas tasas de crecimiento mucho mayores después de la recesión, los beneficios solo recuperaron el 63 % de las pérdidas incurridas.

De cara al futuro, se espera que el crecimiento de los beneficios empresariales se modere durante 2011, como consecuencia de la desaceleración prevista en la actividad económica y de un descenso en el crecimiento de los márgenes, que refleja la desaceleración de la demanda y el aumento del crecimiento de los costes laborales unitarios.

3.5 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. A partir de entonces, sobre la base de la trayectoria implícita en los mercados de futuros para los precios del petróleo, las tasas de inflación deberían caer por debajo del 2 % en 2012. Este patrón refleja la expectativa de una evolución en el crecimiento de los salarios relativamente estable en el contexto de un crecimiento económico moderado.

Las proyecciones macroeconómicas del BCE para la zona del euro de septiembre de 2011 plasman estas consideraciones y prevén que la inflación interanual medida por el IAPC se sitúe en un intervalo comprendido entre el 2,5 % y el 2,7 % en 2011, y entre el 1,2 % y el 2,2 % en 2012. En comparación con las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema para la zona del euro de junio de 2011, el intervalo para 2011 permanece igual, mientras que el intervalo para 2012 se ha reducido ligeramente. Conviene señalar que las proyecciones se basan en una serie de supuestos puramente técnicos.

Se considera que los riesgos para las perspectivas de evolución de los precios a medio plazo están, en general, equilibrados. Los principales riesgos al alza están relacionados con la posibilidad de subidas mayores de lo previsto de los precios del petróleo y de las materias primas distintas del petróleo, así como incrementos de los impuestos indirectos y los precios administrados, dada la necesidad de lograr la consolidación fiscal en los próximos años. Los principales riesgos a la baja están relacionados con el impacto de un crecimiento más débil de lo previsto en la zona del euro y a escala mundial.

4 PRODUCTO, DEMANDA Y MERCADO DE TRABAJO

El crecimiento del PIB real de la zona del euro se desaceleró un 0,2%, en tasa intertrimestral, en el segundo trimestre de 2011, tras el 0,8% registrado en el primer trimestre. Como se había previsto, los factores temporales que habían impulsado el crecimiento en la primera parte del año dejaron de actuar, y se observaron los efectos adversos derivados del terremoto en Japón y del impacto retardado de anteriores subidas de precios del petróleo. De cara al futuro, algunos acontecimientos parecen estar frenando el dinamismo subyacente de la zona del euro, entre ellos se incluyen la moderación del ritmo de crecimiento a escala mundial, las correspondientes caídas de los precios de las acciones y de la confianza empresarial y los desfavorables efectos resultantes de las actuales tensiones registradas en varios mercados de deuda soberana de la zona del euro. Como consecuencia, se prevé que el crecimiento del PIB real aumente de forma muy moderada en el segundo semestre de este año. Al mismo tiempo se espera que la actividad económica de la zona del euro se beneficie del crecimiento sostenido de la economía mundial, así como de la orientación acomodaticia de la política monetaria y de las distintas medidas adoptadas para apoyar el funcionamiento del sector financiero.

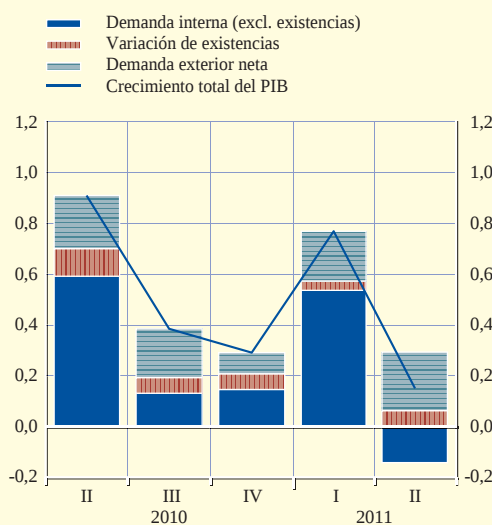
Esta valoración se ve reflejada, asimismo, en las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE para la zona del euro de septiembre de 2011, según las cuales el crecimiento anual del PIB real se situará en un intervalo comprendido entre el 1,4% y el 1,8% en 2011 y entre el 0,4% y el 2,2% en 2012. En comparación con las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema de junio del 2011, los intervalos de crecimiento del PIB real correspondientes a 2011 y a 2012 se han revisado a la baja. En un entorno de incertidumbre especialmente elevada, los riesgos para las perspectivas económicas de la zona del euro son a la baja.

4.1 PIB REAL Y COMPONENTES DE LA DEMANDA

Según la segunda estimación de Eurostat, el PIB real de la zona del euro creció un 0,2 %, en tasa intertrimestral, en el segundo trimestre de 2011 (véase gráfico 51). Se esperaba una acusada desaceleración en el ritmo de la recuperación, tras el crecimiento excepcionalmente intenso observado en el primer trimestre, cuando el PIB registró un aumento del 0,8 %, debido en parte a factores especiales. La desaceleración del crecimiento fue consecuencia, principalmente, de la evolución más contenida de la demanda interna. A pesar de que el crecimiento del PIB, en términos intertrimestrales, ha alcanzado un promedio del 0,5 % desde que se inició la recuperación en el segundo trimestre de 2009, el nivel del producto en el segundo trimestre de 2011 siguió situándose un 2 % por debajo de sus máximos más recientes registrados en el primer trimestre de 2008. Los indicadores disponibles apuntan a una expansión moderada del crecimiento en la zona del euro en el segundo semestre del año. En este contexto, en el recuadro 6 se examinan los posibles factores determinantes de la desaceleración y se evalúan las perspectivas de crecimiento de la zona del euro.

Gráfico 51 Crecimiento del PIB real y contribuciones

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



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Recuadro 6

LA RECIENTE DESACELERACIÓN DEL CRECIMIENTO ECONÓMICO EN LA ZONA DEL EURO

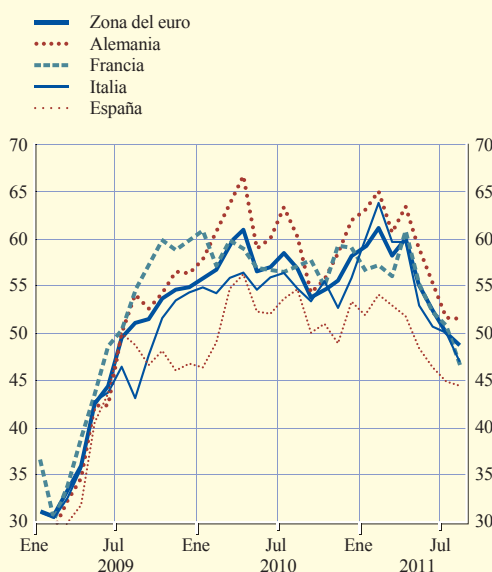
Tras el fuerte crecimiento observado en el primer trimestre de 2011, el crecimiento intertrimestral del PIB de la zona del euro se redujo considerablemente, hasta situarse en el 0,2% en el segundo trimestre, y los indicadores de coyuntura sugieren que la dinámica de crecimiento se ralentizó aún más en julio y en agosto. En estas circunstancias, en este recuadro se examinan los factores que pueden haber determinado la desaceleración y se evalúan las perspectivas de crecimiento económico de la zona del euro.

Evolución reciente de los datos procedentes de las encuestas de opinión

Las encuestas indican una desaceleración sustancial en la dinámica de crecimiento de la zona del euro en los últimos meses, que afecta a todos los sectores y a las principales economías de la zona. El índice de producción del sector manufacturero obtenido a partir de la encuesta denominada «índice de directores de compras» (PMI) se ha deteriorado de forma acusada desde abril, pasando de un nivel de alrededor de 60, próximo al máximo de los diez últimos años, a un nivel ligeramente inferior a 50, que apuntan a una dinámica de crecimiento industrial más o menos estancada en los dos primeros meses del tercer trimestre (véase gráfico A). En el índice PMI de actividad comercial de los servicios se observa una evolución similar, aunque ligeramente menos pronunciada (véase gráfico B). Este índice descendió desde 57, el elevado nivel en que se situaba en marzo, hasta solo 1½ puntos por encima de 50 en agosto, el umbral teórico de expansión. La evolución de otras encuestas de opinión, como las de la Comisión Europea, es acorde con los resultados de la encuesta PMI, y la evolución del nivel agregado de la zona del euro es similar, en general, a la observada en los países más grandes de la zona.

Gráfico A Índices PMI de producción del sector manufacturero para la zona del euro y los países más grandes de la zona

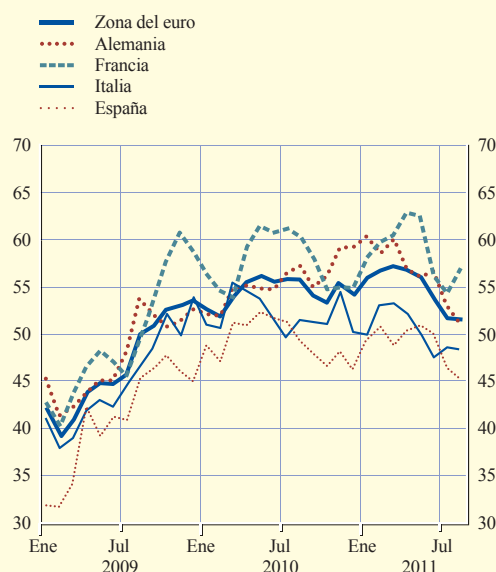
(nivel del índice)



Fuente: Markit.

Gráfico B Índices PMI de actividad comercial de los servicios para la zona del euro y los países más grandes de la zona

(nivel del índice)



Fuente: Markit.

Factores determinantes de la desaceleración

Antes de pasar a examinar las causas específicas de la desaceleración actual de la actividad de la zona del euro, conviene considerar dos factores generales que contribuyen normalmente a la pérdida de impulso del crecimiento en el transcurso de una recuperación. El primero es el debilitamiento del «efecto rebote». En las primeras etapas de una recuperación, el crecimiento se ve respaldado, en general, por la desaparición de la demanda pendiente de consumidores y productores —ya que el gasto se aplaza durante la recesión por la incertidumbre en torno a las perspectivas— y por la reposición de las existencias, que disminuyen durante la recesión. El impacto de este efecto puede haberse desvanecido ya en la recuperación actual.

El segundo factor que cabría esperar que contribuyera a la desaceleración del crecimiento es el retorno a las limitaciones de la capacidad productiva, una vez restablecido un nivel elevado de utilización de la capacidad. En el caso de la economía de la zona del euro, la tasa de utilización de la capacidad productiva volvió a niveles cercanos a su media de largo plazo (81,6 %) en abril de 2011. Últimamente, sin embargo, las limitaciones parecen haberse reducido de nuevo en cierta medida. Esta reducción es evidente también en un reciente descenso de las restricciones de oferta a la producción industrial derivadas de la falta de equipo, lo que indica que no es probable que la reciente desaceleración de la actividad económica que muestran las encuestas esté relacionada de manera significativa con tales restricciones de oferta. De hecho, las últimas caídas observadas en los datos de las encuestas parecen guardar relación con una escasez de demanda cada vez mayor como factor limitador de la producción, como es obvio asimismo en el acusado descenso de los índices PMI de nuevos pedidos, excluidos los pedidos exteriores, hasta niveles claramente inferiores a 50.

Un importante factor determinante de la pérdida de dinamismo del crecimiento en la zona del euro y de la creciente escasez de demanda que indican las encuestas desde el primer trimestre de este año parecen ser los efectos de contagio de la evolución observada en la economía mundial. Los PMI globales muestran un patrón de deterioro similar a los correspondientes a la zona del euro durante los últimos meses, con la notable diferencia de que los acusados descensos parecen haberse iniciado algo antes que en la zona. A escala mundial, varios factores han contribuido a la reciente moderación del crecimiento. En concreto, el terremoto que se registró en Japón tuvo un importante efecto adverso sobre la economía del país, así como sobre las cadenas de producción internacionales. Al ir cesando gradualmente estos cortes en la cadena de producción y recuperarse en las empresas la producción perdida, está perdiendo importancia uno de los principales factores que han frenado el crecimiento en el segundo trimestre, y es de prever que la producción japonesa mejore en cierta medida en el tercer trimestre. Otro factor que afecta al crecimiento mundial y de la zona del euro es la importante subida de los precios del petróleo observada en el último año. Desde que alcanzó su mínimo en diciembre de 2008, y hasta agosto de 2011, los precios del petróleo, en euros, han aumentado en torno a un 150 % y se sitúan casi un 30 % por encima de su nivel medio en 2010. Al mismo tiempo, los problemas estructurales están afectando negativamente a las perspectivas de crecimiento a medio plazo, sobre todo en las economías avanzadas. La necesidad imperante de sanear los balances privados y públicos, así como la persistente debilidad de los mercados de trabajo y de vivienda apuntan a una recuperación mundial bastante lenta. Por último, el debate político en Estados Unidos acerca del techo de deuda y la adopción de un plan de consolidación fiscal puede haber hecho mella en la confianza de los consumidores y de las empresas en los últimos meses. A su vez, este deterioro puede haber agravado recientemente la incertidumbre en torno a las perspectivas económicas internacionales, como queda reflejado en la agudización de la volatilidad en los mercados financieros.

En la zona del euro, además de las causas de carácter internacional descritas anteriormente, una serie de factores internos parece haber influido en la moderación del crecimiento desde el primer trimestre de 2011. En primer lugar, el intenso crecimiento observado en el primer trimestre se debió, en parte, a factores transitorios, es decir, a una intensa recuperación de la actividad constructora relacionada con unas condiciones meteorológicas inusualmente adversas en el trimestre anterior, lo que quedó reflejado, asimismo, en la debilidad de la evolución del valor añadido de la construcción en el segundo trimestre. Además, también las medidas de consolidación fiscal puestas en práctica en los países de la zona del euro podrían frenar el crecimiento económico. Por otra parte, la retirada de las distintas medidas de estímulo fiscal podría haber afectado a diversos países de la zona del euro. Por ejemplo, los efectos de los planes de sustitución de vehículos en Francia ya han desaparecido. Finalmente, es probable que el elevado nivel de incertidumbre provocado por la crisis de la deuda soberana en algunos países de la zona del euro haya incidido en la actividad económica general a través de sus efectos adversos en la confianza y de un agravamiento de la incertidumbre económica.

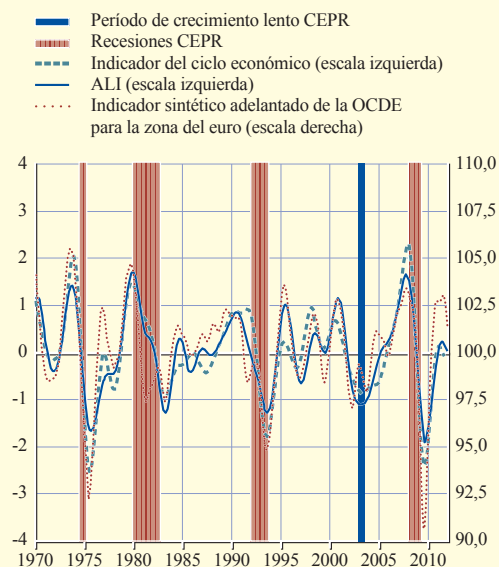
Perspectivas de la actividad económica de la zona del euro

De cara al futuro, los indicadores adelantados del ciclo económico de la zona del euro se han deteriorado en los últimos meses y apuntan a una continua debilidad de la evolución cíclica de la zona en el segundo semestre del año (véase gráfico C). No obstante, pese al deterioro, sus niveles actuales son compatibles con un crecimiento moderado pero sostenido.

Los últimos datos del indicador adelantado del ciclo económico para el conjunto de la zona del euro (ALI)¹ apuntan a una desaceleración del ciclo de desviación (más conocido como ciclo de crecimiento) en su horizonte adelantado hasta diciembre de este año. El indicador sintético adelantado de la OCDE para la zona del euro confirma estas señales. Este indicador, que también tiene un período de adelanto cercano a los seis meses con respecto a los puntos de giro de la actividad económica, se ha deteriorado de forma continua en los últimos meses, a pesar de mantenerse en un nivel superior al del ALI. El tercer indicador adelantado para la zona del euro que se publica regularmente, el Conference Board Leading Economic Index (que no se muestra en el gráfico), mejoró en julio, tras los

Gráfico C Indicador del ciclo económico, indicador adelantado para el conjunto de la zona del euro (ALI) e indicador sintético adelantado de la OCDE para la zona del euro

(desviación porcentual respecto a la tendencia; normalizada; datos mensuales)



Fuentes: Thomson Reuters, BCE, Comisión Europea, Eurostat, Ifo Institute for Economic Research, Markit, US Department of Labor, OCDE, CEPR y cálculos del BCE.

Notas: El indicador del ciclo económico se basa en datos de producción industrial, excluida la construcción, hasta junio de 2011. El ALI tiene un período de adelanto de hasta seis meses (es decir, actualmente se extiende hasta diciembre de 2011), al igual que el período de adelanto del indicador sintético adelantado de la OCDE. El ALI y el indicador sintético adelantado de la OCDE se representan desplazados para tener en cuenta sus seis meses de adelanto.

1 Véase G. De Bondt y E. Hahn, «Predicting recessions and recoveries in real time: the euro area-wide leading indicator (ALI)», *Working Paper Series*, n.º 1246, BCE, Fráncfort del Meno, septiembre de 2010; y el recuadro titulado «La medición y predicción del ciclo económico de la zona del euro», *Boletín Mensual*, BCE, mayo de 2011.

descensos registrados en los dos meses anteriores, lo que indica una moderada expansión de la actividad económica en el segundo semestre del año. Otros indicadores, es decir, M1 y los préstamos a hogares concedidos por las IFM, también señalan un nuevo crecimiento del producto en la zona del euro, aunque a tasas moderadas (véase recuadro 1).

Así pues, en general, la información de que se dispone actualmente sugiere que, a pesar de los recientes y significativos descensos observados en los indicadores coyunturales, cabría esperar el mantenimiento de la expansión de la actividad en la zona del euro, aunque a tasas moderadas (véase también recuadro 9). Sobre la base de los indicadores disponibles parece bastante improbable que se produzca una doble recesión en la zona del euro, en forma de dos o más trimestres sucesivos de crecimiento negativo.

CONSUMO PRIVADO

Tras seis trimestres consecutivos de crecimiento positivo, el consumo privado de la zona del euro se redujo, en tasa intertrimestral, un 0,2 % en el segundo trimestre de 2011. Actualmente, el consumo se sitúa un 1,2 % por encima de su mínimo más reciente registrado en el tercer trimestre de 2009, pero un 0,5 % por debajo de su último máximo alcanzado en el primer trimestre de 2008. La debilidad del consumo en el segundo trimestre refleja el crecimiento negativo de las ventas del comercio al por menor y de las matriculaciones de automóviles. Entre los países más grandes, el crecimiento intertrimestral del consumo fue negativo en Alemania, Francia y los Países Bajos. La evolución reciente de las encuestas y los indicadores de coyuntura apuntan a una debilidad sostenida del gasto en consumo en la zona del euro en los próximos meses.

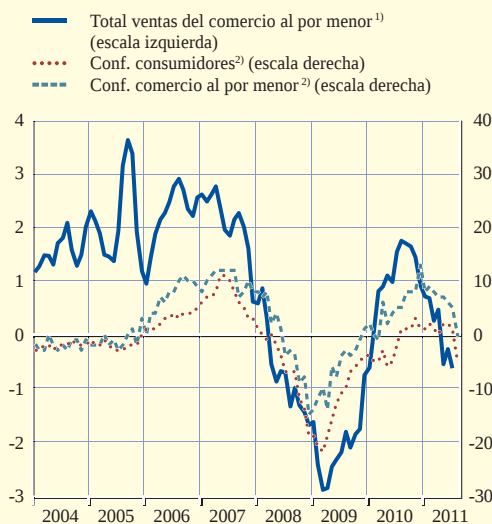
Desde una perspectiva de más largo plazo, la evolución negativa de la renta real agregada ha sido el principal factor determinante de la debilidad del consumo privado. La tasa de variación interanual de la remuneración de los asalariados ha sido negativa desde el segundo trimestre de 2009, y se situó en el -0,6 % en el primer trimestre de 2011. La elevada inflación, alentada por las subidas de los precios de los alimentos y de las materias primas, ha sido el motivo principal del deterioro del poder adquisitivo de los consumidores. Sin embargo, en las fases iniciales de la recuperación, que se inició en el tercer trimestre de 2009, la mala situación de los mercados de trabajo, con un menor crecimiento del empleo, tuvo, asimismo, un efecto moderador sobre el crecimiento de la renta total. Si bien los mercados de trabajo han comenzado a mejorar nuevamente, la inflación seguirá lastrando la renta real disponible en los próximos meses (véase sección 3).

La fuerte reducción de la riqueza financiera e inmobiliaria en 2008 y 2009 explica también, en parte, el débil crecimiento del consumo durante la recuperación. No obstante, más recientemente el crecimiento interanual de la riqueza financiera fue positivo desde la última mitad de 2009 hasta el primer trimestre de 2011, mientras que los precios de los inmuebles residenciales en la zona del euro aumentaron, en términos interanuales, por quinto trimestre consecutivo. Esta evolución puede ayudar a explicar por qué la tasa de ahorro de los hogares ha seguido una senda descendente, sugiriendo que las familias han estado dispuestas a reducir sus ahorros por motivos de precaución para financiar el consumo. Efectivamente, en el primer trimestre de 2011 la tasa de ahorro se situaba en el bajo nivel registrado en el último trimestre de 2000.

Por lo que se refiere a la evolución más reciente de los indicadores, en julio las ventas del comercio al por menor ascendieron un 0,2 % con respecto al mes anterior, lo que supone un comienzo del tercer trimestre razonablemente positivo (véase gráfico 52). Este indicador, que ha mostrado una debilidad

Gráfico 52 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.

considerable durante los últimos trimestres, descendió un 0,3%, en tasa intertrimestral, en el segundo trimestre de 2011 (véase recuadro 7 para más información sobre la vinculación entre el comercio al por menor y el consumo privado). En julio y en agosto, el índice de directores de compras (PMI) relativo a las ventas del comercio al por menor se situó, en promedio, en 48,1, lo que apunta a una caída de las ventas en el tercer trimestre. Según las encuestas de la Comisión Europea, la confianza del comercio al por menor durante estos dos meses se situó, en promedio, ligeramente por encima de su media a largo plazo, pero por debajo del nivel observado en el segundo trimestre. Las matriculaciones de automóviles, que se elevaron en términos intertrimestrales en el primer trimestre, se redujeron un 4% en el segundo.

No se dispone aún de datos para el tercer trimestre, aunque el indicador de la Comisión Europea de compras esperadas de bienes duraderos mantuvo su debilidad y siguió cayendo en agosto, lo que sugiere que los consumidores siguen comportándose

con cautela a la hora de tomar decisiones relativas a la adquisición de bienes de consumo duraderos. El indicador de confianza de los consumidores de la Comisión Europea, que ofrece una idea bastante razonable de la evolución del consumo, registró un marcado descenso en agosto y se sitúa en estos momentos en el mismo nivel que a mediados de 2010. Esta última caída contrasta con la recuperación observada entre principios de 2009 y finales de 2010, así como con el período de estabilidad posterior. Los principales determinantes de esta evolución a largo plazo, tanto del aumento anterior como de la caída de agosto del 2011, son las expectativas relativas a la situación de los mercados de trabajo y de la economía en general. Las expectativas relativas al ahorro y a la situación financiera de los hogares no han cambiado tanto. En resumen, esta información apunta a una debilidad sostenida del gasto en consumo los próximos meses.

Recuadro 7

INDICADORES DE CONSUMO PRIVADO DE LA ZONA DEL EURO - SITUACIÓN ACTUAL Y ALTERNATIVAS

El consumo privado es una variable importante cuya evolución debe seguirse estrechamente, ya que constituye casi el 60% del PIB de la zona del euro. En este contexto, se analizan en el presente recuadro los indicadores disponibles en la actualidad para estimar y evaluar la evolución reciente del consumo privado. A continuación se ponen de manifiesto aquellas áreas en las que la disponibilidad de indicadores de alta frecuencia (y puntuales) resulta insuficiente. Por último, se mencionan indicadores alternativos procedentes de estadísticas no oficiales, que podrían contribuir a subsanar la actual falta de información.

Indicadores de corto plazo disponibles para el consumo privado: comercio al por menor y compras de automóviles

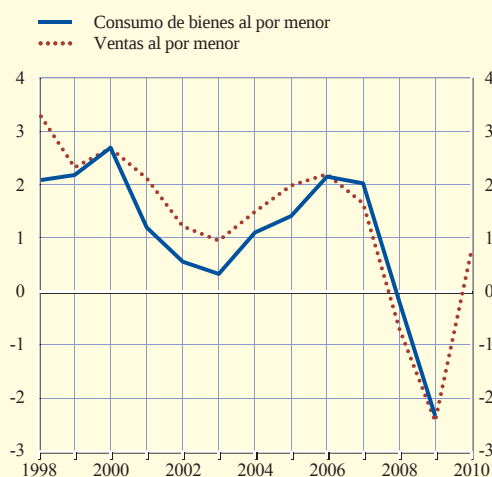
Para que los indicadores mensuales de corto plazo resulten útiles para el análisis del consumo, tienen que ser puntuales y mostrar una correlación razonable con el consumo privado (o partes del mismo). Los únicos indicadores que parecen cumplir estos criterios actualmente son las series mensuales sobre el volumen del comercio minorista en términos reales (publicadas por Eurostat) y el número de matriculaciones de automóviles (que publica la Asociación Europea de Fabricantes de Automóviles —ACEA— y que el BCE desestacionaliza). En la zona del euro, el comercio al por menor constituye casi el 45 % del consumo total, mientras que las compras de automóviles representan prácticamente el 5 %, lo que significa que, para algo menos del 50 % del consumo privado, la puntualidad de los datos del comercio al por menor y de las matriculaciones de vehículos permite hacerse una idea de la evolución antes de la publicación de la desagregación del gasto dentro de las cuentas nacionales trimestrales, que suelen estar disponibles unos dos meses después del final del trimestre de referencia.

Una forma de evaluar el contenido informativo en estos dos indicadores adelantados es utilizar el detalle del consumo privado según la COICOP¹ y construir agregados que se correspondan con los indicadores de corto plazo del comercio al por menor y de las matriculaciones de automóviles. Sin embargo, el detalle del consumo según la COICOP únicamente está disponible con periodicidad anual, y se publica con un retraso significativo. El gráfico A muestra la tasa de variación interanual del consumo minorista de la zona del euro calculada a partir del citado detalle, junto con la serie del comercio minorista, mientras que el gráfico B presenta las compras y las matriculaciones de automóviles (a efectos comparativos, las series mensuales se han anualizado en ambos casos). La correlación

1 «Clasificación del Consumo Individual por Finalidad» (véase Reglamento (CE) n° 113/2002 de la Comisión, de 23 de enero de 2002). La clasificación del gasto de consumo de los hogares por finalidad del consumo es utilizada por el Sistema Europeo de Cuentas (SEC 95) y el Índice Armonizado de Precios de Consumo (IAPC).

Gráfico A Consumo y comercio minorista en la zona del euro

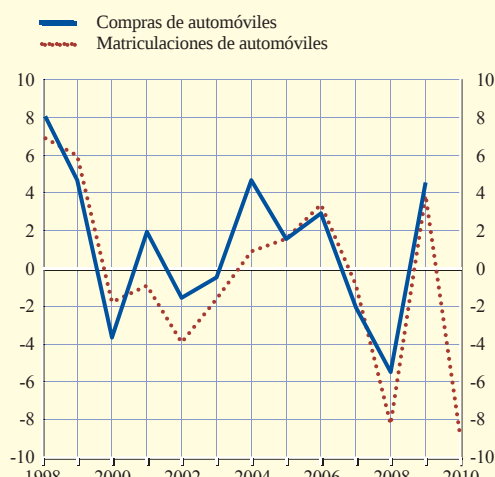
(tasa de variación interanual; datos anuales)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Gráfico B Compras y matriculaciones de automóviles en la zona del euro

(tasa de variación interanual; datos anuales)



Fuentes: ACEA, Eurostat y cálculos del BCE.

entre las respectivas series sugiere sin duda que es razonable utilizar los datos sobre el comercio al por menor y las matriculaciones de automóviles para hacerse una idea de la evolución reciente de los correspondientes subcomponentes del consumo privado de la zona del euro. A pesar de que los datos anuales son relativamente adecuados, la obtención de movimientos trimestrales a partir de datos mensuales muestra un mayor grado de incertidumbre. Ello podría reflejar diferencias en los ajustes estacionales y por días laborables, así como en las políticas de revisión aplicadas a los datos nacionales. Las series mensuales sobre el comercio minorista, por ejemplo, están sujetas a revisiones frecuentes y, en ocasiones, significativas.

Indicadores de componentes de otro consumo (principalmente servicios)

Componentes de otro consumo (principalmente servicios)

(ponderación, en porcentaje)

Vivienda, agua, electricidad, gas y otros combustibles	20,2
Servicios para conservación ordinaria del hogar	0,9
Sanidad	2,5
Transporte	2,0
Comunicaciones	3,3
Actividades recreativas y culturales	3,0
Paquetes turísticos	0,6
Educación	0,9
Hostelería	8,3
Cuidados personales	2,1
Protección social	1,1
Seguros	2,7
Servicios financieros	4,1
Total	51,7

Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Nota: Los porcentajes están calculados para el período 2006-2009.

El 53 % restante del consumo privado total de la zona del euro, definido en las cuentas nacionales, está constituido principalmente por servicios, dentro de los cuales destaca la contribución de la vivienda (incluida la energía) y la hostelería (véase cuadro). El gráfico C ilustra la contribución trimestral de otro consumo junto con las aportaciones del comercio al por menor y de las matriculaciones de automóviles². En el caso de otro consumo, no existen indicadores fiables de alta frecuencia relativos a la evolución de la zona del euro en su conjunto, y todos los indicadores disponibles tienen sus inconvenientes.

Las estadísticas armonizadas sobre el volumen de negocios relativo a los servicios son publica-

das por Eurostat. La cobertura y el nivel de detalle de las distintas ramas del sector servicios han aumentado desde la reciente migración a la nueva clasificación de actividades económicas (NACE Rev. 2)³. Sin embargo, la disponibilidad de los agregados de la zona del euro todavía es solo parcial. Otros inconvenientes importantes de estos datos son su puntualidad y su frecuencia. A pesar del hecho de que las series temporales de la zona del euro están disponibles con carácter mensual, los datos se actualizan únicamente una vez al trimestre, de forma que los tres meses de un trimestre se publican simultáneamente, generalmente coincidiendo con la publicación de las cuentas anuales trimestrales. Además, su correlación con el crecimiento intertrimestral del consumo de servicios, estimado en las cuentas nacionales, no es especialmente elevada en la actualidad. No obstante, se espera que la calidad de estos indicadores del volumen de actividad de los servicios mejore con el tiempo al alargarse las series temporales y subsanarse algunos problemas iniciales con los datos creados por la introducción de la nueva clasificación económica.

Una posible fuente de indicadores son los datos de las encuestas sobre tendencias. Tanto las encuestas de opinión de la Comisión Europea como las encuestas a los directores de compras (encuestas PMI) proporcionan varias series sobre el sector servicios. Algunas de estas series muestran una cierta correlación con

2 La contribución de otro consumo se calcula como residuo, deduciendo las aportaciones del comercio al por menor y de las matriculaciones de automóviles del crecimiento intertrimestral efectivo del consumo privado total.

3 Para obtener más información sobre la nueva versión de la clasificación NACE, véase el recuadro titulado «Cambios recientes en los indicadores a corto plazo», *Boletín Mensual*, BCE, abril de 2009.

la evolución tendencial del consumo de servicios (por ejemplo, el crecimiento interanual). No obstante, no suelen reflejar la dinámica a corto plazo, que es fundamental para intentar hacerse una idea de la cifra más reciente del crecimiento intertrimestral del consumo. Esta deficiencia puede obedecer, en parte, al hecho de que, en muchos casos, los datos de las encuestas sobre tendencias abarcan también los servicios empresariales y no únicamente los servicios atribuidos al consumo privado. La encuesta de opinión de la Comisión Europea proporciona información sobre aspectos tales como la intención de los hogares de realizar compras de bienes duraderos en el futuro próximo. El indicador de confianza de los consumidores de la Comisión suele ofrecer señales coherentes con la tendencia general del consumo privado. No obstante, son menos fiables a la hora de captar los movimientos a corto plazo (por ejemplo, el crecimiento intertrimestral) del gasto en consumo.

Una tercera fuente de datos son las operaciones de pago. La utilización de estadísticas de pagos para el análisis coyuntural es bastante nueva y se pueden identificar dos enfoques independientes. El primero podría tener en cuenta las operaciones con tarjeta de crédito de los principales emisores de tarjetas nacionales e internacionales. Estos datos podrían resultar interesantes para el análisis del consumo, al menos en el caso de aquellas ramas del sector servicios en las que los pagos con tarjeta son de uso generalizado, como el sector aéreo y la hostelería. El segundo enfoque se basa en las retiradas de efectivo en cajeros automáticos y en los pagos con tarjeta en los puntos de venta, que recopilan los bancos centrales nacionales europeos en el contexto de las estadísticas de pagos. La cobertura de estos datos es más adecuada para el análisis del consumo, ya que están incluidas todas las operaciones nacionales. Sin embargo, persisten los problemas de la frecuencia actual de los datos (anual) y del prolongado desfase en la publicación de la información (alrededor de nueve meses).

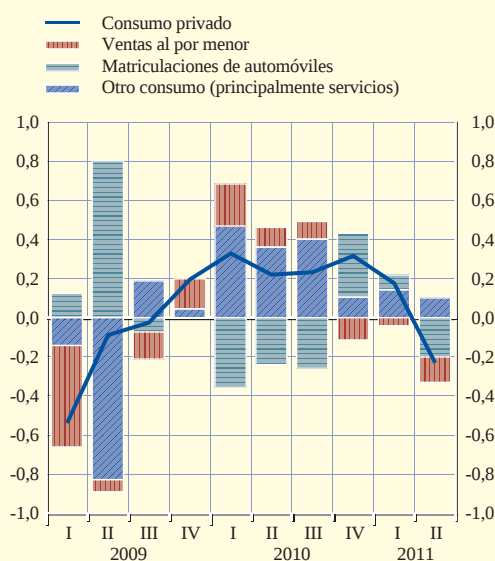
Una nueva alternativa que podría estudiarse más a fondo sería el uso de datos obtenidos de Internet (por ejemplo, a través de motores de búsqueda). Dado que también se puede observar en Europa un incremento de la proporción del comercio electrónico y de las tasas de penetración de Internet en los hogares, estos datos podrían convertirse en una posible fuente de información muy puntual y de alta frecuencia sobre el comportamiento del consumo.

Por último, la inclusión del consumo de energía por parte de los hogares en forma de estadísticas fiables de alta frecuencia proporcionada por los mayores productores de energía, en particular, debería ser objeto de desarrollo estadístico.

En síntesis, el consumo privado es una variable importante que debe seguirse estrechamente. A este respecto, las estadísticas sobre ventas al por menor y nuevas matriculaciones de automóviles son indicadores útiles que, en conjunto, cubren alrededor de la mitad del consumo privado. Sin embargo,

Gráfico C Crecimiento y contribuciones del consumo privado

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



Fuentes: ACEA, Eurostat y cálculos del BCE.

el resto del consumo privado total de la zona del euro corresponde principalmente a servicios. Existen pocos indicadores fiables y de alta frecuencia relativos a la evolución de estos servicios en el conjunto de la zona del euro y todos los indicadores disponibles tienen sus inconvenientes, lo cual requiere que se estudien nuevas alternativas de recopilación de datos. Esta información adicional de alta frecuencia podría ayudar a cerrar la brecha con las estadísticas oficiales, con el fin de ampliar la base de información sobre la evolución más reciente del consumo privado.

INVERSIÓN

La mejora de la formación bruta de capital fijo durante la recuperación ha sido lenta, salvo en el segundo trimestre 2010, cuando el crecimiento de la inversión fue especialmente intenso. La inversión creció un 0,2 %, en tasa intertrimestral, en el segundo trimestre 2011, tras haber crecido un 1,8 % en el primero.

No se dispone aún de una desagregación completa de la formación de capital para el segundo trimestre. A partir de los datos facilitados por los países, parece que el crecimiento de la inversión, excluida la construcción —que representa la mitad de la inversión total—, se desaceleró en el segundo trimestre, en consonancia con una actividad económica general más débil, a pesar de unas condiciones de financiación y unos beneficios relativamente favorables. Mientras que las encuestas de la Comisión Europea indican que la utilización de la capacidad productiva aumentó algo más en el segundo trimestre, tanto la encuesta PMI como la de la Comisión Europea apuntaron a una caída de la confianza industrial en el trimestre.

Es probable que el crecimiento de los componentes residencial y no residencial de la inversión en construcción se haya ralentizado en el segundo trimestre, como sugiere la subida tan modesta de la producción de la construcción. Se esperaba una cierta normalización tras la elevada volatilidad de los trimestres anteriores, que estaba relacionada con las inusuales condiciones meteorológicas observadas en algunos países. Además, la debilidad del sector de la construcción continuó en algunos países en los que se habían registrado avances sustanciales en la actividad constructora antes de que se iniciara la reciente recesión.

Por lo que respecta al tercer trimestre del 2011, los escasos indicadores disponibles apuntan a un nivel elevado de incertidumbre relacionado con las perspectivas de crecimiento de la formación de capital en la zona del euro. Las tasas de utilización de la capacidad productiva parecen haberse estabilizado, lo que sugiere una menor necesidad de seguir aumentando la capacidad de producción en el futuro próximo. Las condiciones de financiación se han deteriorado en algunos países, lo que podría frenar también la formación de capital productivo. La confianza industrial, medida por la Comisión Europea y las encuestas nacionales, indican asimismo un débil crecimiento de la inversión, excluida la construcción, en el tercer trimestre. El PMI de las manufacturas y su componente de nuevos pedidos presentan un fuerte deterioro, hasta niveles que indican la contracción de la inversión, excluida la construcción, en el tercer trimestre. Por el contrario, los indicadores de nuevos pedidos industriales, disponibles hasta junio de 2011, ponen de manifiesto un aumento de los pedidos en la rama de bienes de inversión.

Si bien se espera que el crecimiento de la inversión en construcción sea más intenso en el tercer trimestre de 2011 que en el segundo, aún se prevé que la evolución será débil, debido a que proseguirá el ajuste en aquellas regiones en las que la actividad registró una expansión extraordinaria en el período anterior a la crisis.

Si se considera un horizonte más dilatado y se excluye la volatilidad a corto plazo, es de esperar que la inversión, excluida la construcción, se fortalezca moderadamente en los próximos trimestres. En cuanto a la inversión en construcción, la recuperación de los mercados inmobiliarios, en particular, debería sostener el componente residencial, como indica la normalización del número de licencias de obras concedidas.

CONSUMO PÚBLICO

La tendencia del crecimiento del consumo público se ha moderado recientemente, como consecuencia de los esfuerzos de consolidación fiscal desplegados en distintos países. Sin embargo, los datos fiscales de carácter trimestral suelen ser bastante volátiles. De hecho, los factores temporales fueron determinantes del aumento del consumo público real en el primer trimestre de 2011; en el segundo trimestre, esta variable se redujo ligeramente, en un 0,2%.

La reducción en términos reales observada en el segundo trimestre refleja el estancamiento del consumo público nominal con respecto al primer trimestre. En lo que se refiere a los componentes individuales, la moderación de la remuneración de los empleados públicos, que supone casi la mitad del consumo público total, ha tenido un importante efecto moderador sobre el consumo público nominal. Esta moderación de la remuneración es consecuencia tanto de los recortes salariales como del descenso del empleo en algunos países. El gasto público en consumo intermedio (que representa algo menos de un cuarto del total) también ha seguido una tendencia descendente, debido a los esfuerzos de consolidación fiscal desplegados actualmente por los Gobiernos. Las transferencias sociales en especie, que también representan en torno a un cuarto del consumo público, han estado creciendo más en consonancia con las medias históricas, como consecuencia de la evolución de partidas tales como el gasto en sanidad, que tiene una dinámica en cierta medida autónoma. El impacto de los restantes componentes del gasto público, por ejemplo, el consumo de capital fijo, sobre su evolución general es relativamente reducido.

De cara al futuro, se espera que el impulso dado a la demanda interna por el consumo público siga siendo limitado en los próximos trimestres como resultado de los nuevos esfuerzos de consolidación fiscal que se prevé se acometan en varios países de la zona del euro.

EXISTENCIAS

Durante la recesión y la posterior recuperación, la evolución de las existencias se ha desarrollado en consonancia con la actividad general. Junto con la pronunciada caída del PIB registrada entre el segundo trimestre de 2008 y el segundo trimestre de 2009, las existencias contribuyeron -0,2 puntos porcentuales, en promedio, al crecimiento intertrimestral del PIB. Este hecho reflejó unas perspectivas de demanda en rápido deterioro, así como unas condiciones de financiación muy restrictivas

Por el contrario, desde el tercer trimestre de 2009, cuando se inició la recuperación, las expectativas cada vez mejores relativas a la demanda han hecho que, en promedio, las existencias contribuyeran positivamente, al crecimiento del PIB. En el segundo trimestre de 2011, las existencias contribuyeron con 0,1 puntos porcentuales al crecimiento intertrimestral del PIB, tras una aportación más reducida, pero positiva, en el trimestre anterior. Resulta difícil valorar hasta qué punto se vio afectado el último resultado por el desastre natural que asoló Japón a mediados de marzo de 2011 (véase también el recuadro 8, titulado «La dependencia de la zona del euro de las cadenas de producción internacionales»). Sin embargo, conviene ser cautos a la hora de interpretar la evolución intertrimestral de tales contribuciones, ya que la manera en la que se estiman las existencias en las cuentas nacionales está sujeta a cierta incertidumbre estadística y suelen ser proclives a revisiones.

En general, se percibe que el nivel de existencias es bastante bajo, lo que implica la necesidad de efectuar en el futuro una reposición selectiva de existencias, coherente con la encuesta sobre préstamos bancarios más reciente, que informa de un nuevo repunte en la necesidad de financiar el capital circulante. Sin embargo, la reciente pérdida del impulso del crecimiento del PIB y la mayor incertidumbre en cuanto a las perspectivas de la demanda podrían ralentizar este proceso. La evolución más reciente de

los datos procedentes de las encuestas que influirá en el tercer trimestre de 2011 apunta a que la contribución de la variación de existencias al crecimiento del PIB será reducida.

Recuadro 8

LA DEPENDENCIA DE LA ZONA DEL EURO DE LAS CADENAS DE PRODUCCIÓN INTERNACIONALES

Las perturbaciones de oferta causadas por el terremoto de Japón tuvieron graves efectos en las cadenas de producción mundiales y en los países cuya producción depende en gran medida de los insumos japoneses. El sector del automóvil fue el más afectado, ya que más de la mitad de la producción mundial de automóviles japoneses se realiza fuera de Japón. Por ejemplo, en Estados Unidos, la caída implícita de la producción de vehículos de motor en el segundo trimestre de 2011 en relación con el primer trimestre (5,5 mm de dólares estadounidenses) representó una contribución negativa estimada al crecimiento del PIB de al menos 0,15 puntos porcentuales (en tasa intertrimestral anualizada). Aunque este episodio tuvo un efecto más limitado sobre la producción de la zona del euro, suscitó una inquietud general respecto a los riesgos de la transmisión internacional de las perturbaciones de oferta a través de los vínculos comerciales¹.

Participación de los bienes intermedios en las importaciones totales de fuera de la zona del euro

(puntos porcentuales)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Notas: La definición de los bienes intermedios se basa en la Clasificación por destino económico de los bienes de Naciones Unidas. La observación más reciente corresponde a mayo de 2011.

Las cadenas de producción mundiales son una importante característica de la economía internacional de nuestros días, y el comercio de insumos intermedios representa más de la mitad de los bienes importados por las economías de la OCDE y alrededor de las tres cuartas partes de las importaciones de las grandes economías en desarrollo². La especialización vertical y el comercio intrasectorial han hecho que las economías estén cada vez más interconectadas y han puesto de manifiesto la importancia en las cadenas de valor como factores determinantes de las perturbaciones de oferta. En este contexto, se describen a continuación los posibles riesgos para la zona del euro derivados de las distorsiones en la cadena de producción mundial que tienen su origen en los principales socios comerciales de la zona. En estas circunstancias, el nivel de riesgo depende tanto de la dependencia actual de los proveedores de importaciones como del grado de sustituibilidad recurriendo a otros proveedores.

Estructura general de las importaciones de la zona del euro

La zona del euro obtiene el 60 % de sus importaciones totales de bienes procedentes de otros países de diez grandes socios comerciales. En 2010, los proveedores más importantes de la zona del euro

1 Al examinar el sector del automóvil se observa que, en 2009, la proporción de marcas japonesas en la producción nacional total fue del 50 % en el Reino Unido, del 35 % en Estados Unidos y de solo un 3 % en la zona del euro. En 2010, el porcentaje de vehículos japoneses importados en las ventas totales fue del 13 % en Estados Unidos, del 5 % en el Reino Unido y del 4 % en la zona del euro. La fuente de donde proceden estos datos es el banco central de Australia (Reserve Bank of Australia, *Statement on Monetary Policy*, agosto de 2011).

2 Véase Miroudot, S., Lanz, R. y Ragoussis, A., «Trade in Intermediate Goods and Services», *OECD Trade Policy Working Paper Series*, n.º 93, 2009.

Cuadro A Participación en las importaciones de la zona del euro por ramas de actividad e índice de Balassa

(participación en las importaciones en puntos porcentuales)

Rama de actividad	Participación en las importaciones	Índice de Balassa
Combustibles minerales, petróleo, ceras	19,89	1,16
Reactores nucleares, calderas, maquinaria y ordenadores	11,63	0,91
Maquinaria y equipos eléctricos y sus componentes	11,07	0,81
Vehículos, excluidos ferrocarril y tranvías	6,02	0,97
Productos farmacéuticos, excluidos medicamentos	4,27	1,48
Instrumentos ópticos, de precisión fotográfica y accesorios	3,43	1,05
Productos químicos orgánicos	3,04	1,17
Prendas de vestir y accesorios (excluido punto)	2,31	1,73
Plásticos y derivados	2,15	0,74
Prendas de vestir y accesorios (punto)	2,11	1,67
Perlas, piedras y metales preciosos	1,93	0,64
Aeronaves, industria aeroespacial y sus componentes	1,77	1,28
Hierro y acero	1,56	0,74
Mobiliario	1,48	1,27

Fuentes: Base de datos Baci y CEPIL.

Nota: Las ramas de actividad que aparecen en este cuadro corresponden al nivel de agregación de dos dígitos.

fueron China (13,5%), Reino Unido (9,6%), Estados Unidos (8,3%) y la Federación de Rusia (7,2%)³. La proporción que representan los bienes intermedios en las importaciones totales procedentes de fuera de la zona aumentó de forma acusada entre 1999 y 2001 y entre 2004 y 2008, cuando alcanzó el máximo anterior a la crisis del 65 % (véase gráfico). A nivel sectorial agregado, los combustibles minerales, el petróleo y los productos relacionados con la energía (20 %), seguidos de la maquinaria y los ordenadores (12 %) y la maquinaria eléctrica (11 %) son los productos que representan una mayor proporción de las importaciones (véase cuadro A). Según el índice de Balassa, la zona del euro tiende a importar por encima de la media mundial productos tales como los combustibles minerales, petróleo y productos relacionados con la energía, productos farmacéuticos, productos químicos orgánicos, vestido, industria aeroespacial y mobiliario⁴.

Dependencia global de las importaciones de la zona del euro

La dependencia global de la zona del euro respecto a las importaciones a través de las cadenas de producción mundiales puede evaluarse en términos de la dependencia actual de sus proveedores y del grado de sustituibilidad de estos proveedores por otras fuentes. El análisis se basa en un conjunto de indicadores calculados a partir de los datos sobre flujos comerciales bilaterales para más de 5.000 sectores⁵. Basándose en esos indicadores, se identifican como eslabones vulnerables de la cadena de

3 Los otros países fueron Suiza, la República Checa, Polonia, Japón, Suecia y Noruega.

4 El índice de Balassa se calcula como $\frac{M_{i,EA}/M_{EA}}{M_i/M}$, siendo $M_{i,EA}$ las importaciones de la zona del euro del sector i , M_{EA} las importaciones totales de la zona del euro y M_i las importaciones mundiales totales del sector i y M las importaciones mundiales totales. Si el valor del índice es mayor que uno significa que, en ese sector, la zona del euro importa relativamente más que el porcentaje medio mundial, de lo que se deduce que, en lo que respecta a la oferta de bienes de ese sector, la zona del euro es más dependiente de las importaciones que la media mundial.

5 Para captar la elevada dependencia actual se utilizan los siguientes indicadores: la participación de cada socio comercial en las importaciones totales de la zona del euro provenientes de países no pertenecientes a la zona correspondientes a cada sector (prestando especial atención a los sectores en los que las participaciones son superiores al 20%) y el índice de Balassa de importaciones de la zona (centrándose en los sectores en los que el índice es mayor que uno). Para determinar el grado de sustituibilidad, se calculan la cuota de mercado mundial de cada socio comercial en cada sector (considerando solo los sectores con cuotas de mercado superiores al 30%) y el número total de países no pertenecientes a la zona del euro que exportan en cada sector como porcentaje de los 234 países incluidos en la base de datos (lo que se conoce como índice de «ubicuidad», que se centra en los valores inferiores al 30%). Por último, se calculan para cada sector los porcentajes de importación dentro de la zona. Si el porcentaje es elevado, se considera como evidencia de que la producción nacional podría reemplazar la falta de proveedores extranjeros.

Cuadro B Importaciones de la zona del euro con fuerte dependencia actual y baja sustituibilidad: algunos sectores y su distribución por socios comerciales

Socio comercial	Número de sectores ¹⁾	Número de sectores intermedios	Participación en las importaciones bilaterales totales ²⁾ (porcentajes)
China	94	65	1,20
Estados Unidos	44	31	7,80
Reino Unido	14	10	1,10
Japón	13	8	0,70
Suiza	9	8	0,40
Federación de Rusia	6	6	3,20
República Checa	5	4	0,30
Suecia	4	4	1,60
Noruega	3	1	2,20
Polonia	2	1	0,80

Fuentes: CEPII y cálculos del BCE.

1) La selección de los sectores se basa en los siguientes criterios: participación superior al 30% en las importaciones principales del socio comercial; participación superior al 20% en las importaciones de la zona del euro; índice de Balassa mayor que uno, e índice de ubicuidad inferior al 30%.

2) Para cada uno de los socios comerciales, los datos indican el valor de las importaciones de los sectores seleccionados en porcentaje de las importaciones bilaterales totales de la zona del euro.

producción mundial de la zona del euro los flujos de importaciones caracterizados por un elevado grado de dependencia actual y un bajo grado de sustituibilidad⁶. Concretamente, la interrupción de los flujos de importaciones de bienes Intermedios representa una amenaza para los productores de la zona del euro y un canal de propagación internacional de las perturbaciones de oferta.

La dependencia global de la zona del euro respecto a las importaciones varía considerablemente de unos socios comerciales a otros (véase cuadro B). Al contar los sectores en los que la zona del euro presenta una elevada dependencia actual y bajo grado de sustituibilidad, China ocupa el primer lugar (94 sectores, de los cuales 65 corresponden a bienes intermedios), seguida de Estados Unidos (44 sectores, de los cuales 31 corresponden a bienes intermedios), Reino Unido (14 sectores, de los cuales 10 corresponden a bienes intermedios) y Japón (13 sectores, de los cuales 8 corresponden a bienes intermedios). Si bien solo en el caso de Estados Unidos estos sectores representan un porcentaje sustancial (7,8 %) del comercio bilateral total con la zona del euro, los bienes importados de otros países también podrían ser relevantes, dado que su falta podría obstaculizar la producción de muchos bienes finales y perjudicar a empresas o sectores concretos de la zona.

Para entender qué ramas de actividad están de hecho más expuestas, es importante tener también en cuenta la dimensión sectorial del análisis⁸, en el que se observa que la zona del euro muestra una elevada dependencia global de las importaciones provenientes de la mayoría de sus socios comerciales en productos tales como los productos químicos orgánicos utilizados como insumos en los sectores farmacéutico, de cosmética y sectores químicos en fases posteriores del proceso de producción (plástico, caucho, pinturas, etc.). Además, la dependencia de las importaciones es elevada en el caso de algunos productos químicos inorgánicos y productos textiles intermedios importados de China, de los productos químicos inorgánicos y la pulpa y productos relacionados con el papel importados de Estados Unidos y de los productos textiles sintéticos y pequeños motores importados de Japón. En cuanto a los bienes intermedios importados del Reino Unido y Suiza, normalmente se caracterizan por el alto grado de sustituibilidad por los productores nacionales, incluso cuando el grado de sustituibilidad por otros proveedores extranjeros es bajo. Ello podría explicarse por

6 Los datos utilizados en el análisis, pese a su alto nivel de desagregación, no captan plenamente las diferencias de calidad entre las variedades de una misma categoría de productos y ello probablemente implica una evaluación por exceso del grado de sustituibilidad.

7 Rusia, con una participación del 3,2%, constituye otra excepción. Este valor viene determinado, principalmente, por las importaciones de productos relacionados con la energía.

8 Dado el elevado número de sectores muy detallados, solo se presenta un resumen sintético de los resultados.

la mayor similitud en la especialización en el comercio que se observa entre estos países y los países de la zona del euro.

Los resultados sugieren, principalmente, que los efectos de una perturbación de oferta que se origine en uno de los principales socios comerciales de la zona del euro se limitaría, probablemente, a ciertas ramas de actividad nacionales concretas, en particular a los productos textiles y químicos. Por ejemplo, los efectos globales del terremoto de Japón sobre la producción de la zona del euro resultaron menores de lo previsto. Las importaciones provenientes de Japón representan un porcentaje relativamente reducido de las importaciones totales de la zona del euro (3%), y la dependencia de Japón, en materia de importaciones, no parece concentrarse en los sectores en los que la producción se vio más afectada por el terremoto (automóviles, repuestos para vehículos de motor y accesorios para ordenadores). No obstante, como se desprende de alguna evidencia anecdótica, cuando el grado de sustituibilidad es muy bajo (debido, por ejemplo, a las relaciones entre empresas matrices y filiales), una perturbación en la oferta de algunos insumos cruciales puede tener un impacto significativo, incluso aunque solo afecte a unas pocas empresas individuales.

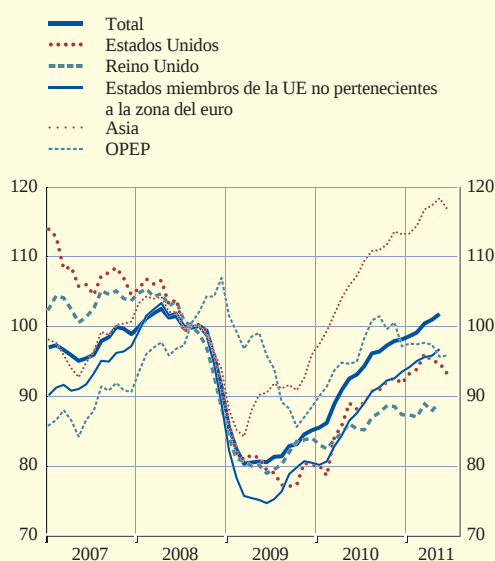
COMERCIO EXTERIOR

Tras una recuperación del comercio de la zona del euro hacia finales de 2010 y durante el primer trimestre de 2011, el crecimiento intertrimestral (en términos reales) tanto de las importaciones como de las exportaciones se redujo en el segundo trimestre de 2011, hasta situarse en el 0,5% y el 1%, respectivamente. No obstante, el crecimiento de las exportaciones se mantuvo por delante del de las importaciones, lo que dio lugar a una contribución positiva de la demanda exterior neta al crecimiento del PIB. La desaceleración del comercio con países no pertenecientes a la zona del euro en términos reales fue más pronunciada que la del comercio dentro de la zona en el mismo trimestre.

Los datos sobre el comercio de bienes y servicios en términos nominales disponibles para junio de 2011 indican que el crecimiento del comercio de la zona del euro se contrajo notablemente en el segundo trimestre del año. Según los datos de balanza de pagos, la tasa de crecimiento intertrimestral de las exportaciones de bienes y servicios en términos nominales se redujo un 0,9% y la de las importaciones se situó en el 0,0% en el segundo trimestre de 2011 (frente al 4,7% y el 5,4%, respectivamente, en el trimestre anterior). En general, la pérdida de dinamismo de las exportaciones a países no pertenecientes a la zona del euro en el segundo trimestre fue compatible con una desaceleración generalizada de la demanda exterior, tanto de las economías avanzadas como de las emergentes, en concreto de Estados Unidos y de China (véase gráfico 53). La desagregación en categorías

Gráfico 53 Exportaciones nominales a algunos socios comerciales no pertenecientes a la zona del euro

(índices: tercer trimestre de 2008 = 100; datos desestacionalizados; medias móviles de tres meses)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Notas: Las observaciones más recientes corresponden a junio de 2011, salvo en el caso de los Estados miembros de la UE no pertenecientes a la zona del euro y el Reino Unido (mayo de 2011). El agregado de los Estados miembros de la UE no pertenecientes a la zona del euro no incluye Dinamarca, Suecia ni el Reino Unido.

de productos indica que el crecimiento de las exportaciones de bienes intermedios y de consumo, en términos reales, a países no pertenecientes a la zona del euro experimentó una contracción mayor que el de los bienes de equipo.

Al mismo tiempo, las importaciones de la zona del euro también perdieron impulso en el segundo trimestre de 2011. La evolución de las importaciones de la zona del euro en términos nominales reflejó principalmente la debilidad de la demanda interna y era coherente, asimismo, con la moderación observada en el crecimiento de la producción industrial de la zona durante el segundo trimestre. Entre las principales categorías de productos, las importaciones de bienes intermedios se contrajeron más que las de bienes de equipo y de consumo. Además, las importaciones de energía de los países de la OPEP se redujeron sustancialmente, a causa de las interrupciones en el suministro debidas a la situación en Libia.

En lo que se refiere al comercio de servicios, según los datos de balanza de pagos las exportaciones de servicios en términos nominales cayeron un 1,4 % y las importaciones, un 0,9 %, en el segundo trimestre, en comparación con el trimestre anterior. La debilidad de las exportaciones de servicios está relacionada con la contracción observada en la demanda de servicios por parte de Estados Unidos y del Reino Unido, que son los principales socios comerciales de la zona del euro en lo que se refiere a los servicios.

Por último, el déficit por cuenta corriente de la zona del euro en el período de doce meses hasta junio de 2011 aumentó ligeramente con respecto al período correspondiente del año anterior, y se situó en 59,9 mm de euros (es decir, en torno al 0,6 % del PIB de la zona del euro). Este incremento queda explicado, principalmente, por una balanza de bienes menos positiva y, en menor medida, por un deterioro de la balanza de rentas.

En el contexto de una expansión moderada de la actividad mundial, de continuas tensiones en los mercados financieros y de elevada incertidumbre, se espera que las exportaciones de la zona del euro sigan creciendo a un ritmo moderado en el corto plazo. La evidencia procedente de las encuestas de opinión es coherente con una pérdida de dinamismo del comercio de la zona del euro en el segundo semestre del año. Sin embargo, en julio y en agosto el PMI de nuevos pedidos exteriores del sector manufacturero de la zona del euro se situaba por debajo del umbral de expansión de 50, lo que indica la debilidad de la evolución de las exportaciones a países no pertenecientes a la zona en el corto plazo.

4.2 PRODUCTO, OFERTA Y MERCADO DE TRABAJO

Si se analiza el lado de las cuentas nacionales correspondiente a la producción, se observa que el valor añadido total se ha recuperado en todos los sectores principales desde que terminó la recesión en el segundo trimestre de 2009, aunque existen aún marcadas diferencias entre sectores. La recuperación ha sido más acusada en la industria (excluida la construcción), en la que las pérdidas anteriores también han sido las más importantes, aunque el nivel del valor añadido de la industria sigue estando por debajo del máximo alcanzado antes de la crisis. Sin embargo, el valor añadido de los servicios ha retornado a su nivel anterior a la recesión, a pesar de mostrar un perfil de recuperación más moderado que el del sector manufacturero. El valor añadido de la construcción, que ha seguido descendiendo después de que terminara la recesión, también se ha recuperado ligeramente con posterioridad. Si prestamos atención a la evolución más reciente, el crecimiento del valor añadido total se moderó en el segundo trimestre de 2011 y los indicadores de coyuntura apuntan a una desaceleración del crecimiento en el tercero, aunque la expansión se mantiene a un ritmo lento (véase asimismo el recuadro 6, titulado «La reciente desaceleración del crecimiento económico en la zona del euro»).

La situación del mercado laboral ha comenzado a mejorar en la zona del euro (véase más adelante la sección sobre el mercado de trabajo). Tras el fuerte deterioro registrado en 2009 y la posterior mejora en 2010, el crecimiento del empleo fue positivo en el primer trimestre de 2011, mientras que el número de parados se ha estabilizado prácticamente en 2011.

PRODUCTO POR RAMAS DE ACTIVIDAD

La recuperación del valor añadido total, que se había fortalecido considerablemente en el primer semestre de 2010, se desaceleró en el segundo semestre del año, siendo el crecimiento intertrimestral del valor añadido del 0,4% y del 0,3% en el tercer y cuarto trimestre de 2010, respectivamente. El valor añadido se recuperó de nuevo un 0,7% en el primer trimestre de 2011, debido, en parte, a factores especiales, pero cayó al 0,2% en el segundo trimestre.

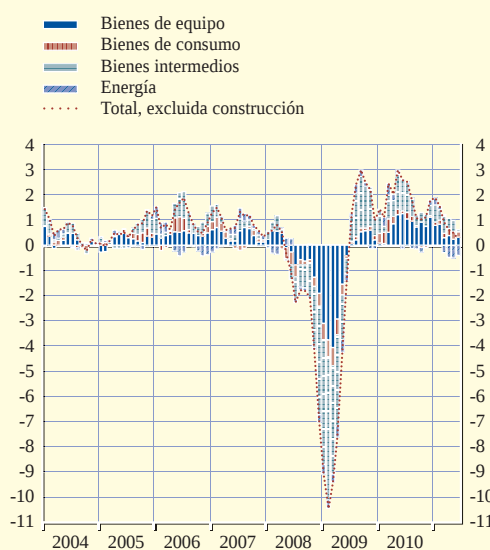
La moderación del crecimiento del valor añadido total fue consecuencia, en gran medida, de una desaceleración significativa del valor añadido de la industria (excluida la construcción), cuyo tasa intertrimestral de crecimiento pasó del 1,7% en el primer trimestre de 2011 al 0,4% en el segundo. El crecimiento de la producción también fue menor en el segundo trimestre (véase gráfico 54). Tras registrar un crecimiento intertrimestral del 0,9% en el primer trimestre, la producción industrial (excluida la construcción) continuó avanzando en el segundo trimestre, aunque a un ritmo más lento (0,2%). La menor tasa de crecimiento del segundo trimestre se debió principalmente a la producción energética, que siguió disminuyendo fuertemente durante el período. La rama de bienes intermedios, en la que la producción se redujo ligeramente en el segundo trimestre, tampoco contribuyó al crecimiento de la producción en el segundo trimestre, aunque sí había contribuido de modo significativo en el primero. Las aportaciones positivas procedieron de las ramas de bienes de equipo y de bienes de consumo.

Los datos de las encuestas de la Comisión Europea indican que los límites a la producción registraron una ligera reducción en los tres meses transcurridos hasta julio de 2011. Esta reducción estuvo relacionada con un descenso de las restricciones a la producción por el lado de la oferta con respecto al máximo histórico alcanzado tres meses antes a causa de la falta de equipo, mientras que se intensificaron los límites a la producción ocasionados por una demanda insuficiente.

Los indicadores de coyuntura apuntan a tasas de expansión sostenidas, pero muy moderadas, en la industria en el tercer trimestre de 2011. En los dos primeros meses del tercer trimestre de 2011, el indicador de confianza de la Comisión Europea se mantuvo por encima de su media de largo plazo, pero disminuyó considerablemente en comparación con el segundo trimestre, en un entorno de caída de la valoración efectuada por las empresas sobre el nivel de las carteras de pedidos y las expectativas de producción (véase gráfico 55). El índice PMI de producción de las manufacturas también se deterioró en los dos

Gráfico 54 Crecimiento de la producción industrial y contribuciones

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

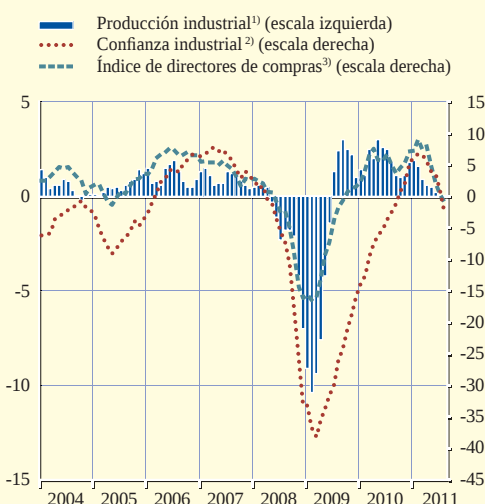


Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Nota: Los datos mostrados se calculan como medias móviles de tres meses, frente a la media correspondiente a los tres meses anteriores.

Gráfico 55 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.

nulo, que indica la estabilización de este sector, aunque en niveles reducidos. Para el tercer trimestre de 2011, los indicadores de coyuntura sugieren un débil crecimiento del valor añadido. El PMI de la construcción se redujo significativamente en el primer mes del tercer trimestre con respecto al segundo trimestre. Los nuevos pedidos recibidos por las empresas constructoras de la zona del euro siguieron cayendo en julio. El indicador de la encuesta de la Comisión Europea relativo a la confianza industrial de la construcción fue ligeramente más elevado en los dos primeros meses del tercer trimestre que en el segundo trimestre, pero siguió situándose por debajo de su media de largo plazo.

El valor añadido de los servicios se incrementó un 0,2 %, en tasa intertrimestral, en el segundo trimestre de 2011, tras aumentar un 0,3 % en el trimestre precedente. Entre el tercer trimestre de 2009 y el segundo de 2011, es decir, después de que se iniciara la recuperación, el crecimiento intertrimestral de los servicios se situó en un promedio del 0,3 %, mientras que el del PIB fue del 0,5 %, en promedio. Este crecimiento de la rama de servicios se debió, en gran medida, a los avances observados en el comercio y el transporte, mientras que el valor añadido de los servicios financieros y otros servicios tuvo un crecimiento más reducido.

De cara al futuro, las encuestas indican un crecimiento sostenido de los servicios en los dos primeros meses del tercer trimestre, pero a un ritmo más lento que en el segundo trimestre del presente año. Según las encuestas PMI, en los dos primeros meses del tercer trimestre la actividad comercial y las expectativas sobre los meses siguientes fueron significativamente inferiores a las del trimestre anterior, pero se mantuvieron por encima de la media de las series respectivas desde 1998. La encuesta de la Comisión Europea relativa a la confianza industrial de los servicios, que ha mostrado una recuperación más gradual desde la recesión que las series de la encuesta PMI, también sugiere un fuerte descenso en julio y

primeros meses del tercer trimestre y se situó, en promedio, por debajo del umbral teórico de expansión de 50 por primera vez desde el segundo trimestre de 2009. Los nuevos pedidos industriales, muchos de los cuales deberían aparecer posteriormente en la producción, siguieron aumentando, en términos intertrimestrales, en el segundo trimestre de 2011. Este aumento siguió siendo sólido para el total de nuevos pedidos, mientras que los nuevos pedidos, excluidos el material de transporte pesado, solo se elevaron marginalmente en el segundo trimestre. Según la Comisión Europea y Markit, los resultados de las encuestas relativas a la valoración de las empresas del total de sus carteras de pedidos y de los nuevos pedidos empeoraron en julio y agosto, y se sitúan ahora en un nivel inferior a las medias del segundo trimestre.

El sector de la construcción contribuyó positivamente al crecimiento del valor añadido total en el primer trimestre de 2011, contrarrestando en parte las pérdidas de producción causadas por las adversas condiciones meteorológicas del trimestre anterior. En el segundo trimestre de 2011, el valor añadido de la construcción mostró un crecimiento

en agosto. En resumen, los resultados de las encuestas apuntan a un debilitamiento de la dinámica de crecimiento del valor añadido de los servicios durante el tercer trimestre, aunque también muestran que las intenciones de las empresas en lo que se refiere a las contrataciones siguen siendo favorables, lo que podría indicar —más allá del habitual ajuste retardado del empleo al producto— que, al menos por el momento, las empresas consideran la debilidad de la dinámica del crecimiento como un empeoramiento temporal y no sostenido de las perspectivas de crecimiento.

MERCADO DE TRABAJO

Tras la recuperación de la demanda, los mercados de trabajo de la zona del euro dieron muestras graduales de mejora durante 2010 y principios de 2011. Gran parte del ajuste total realizado en los mercados de trabajo durante la recesión se llevó a cabo mediante la disminución de las horas trabajadas por persona ocupada, más que a través de reducciones de plantilla, pues las empresas atesoraron trabajo en el contexto de una acusada contracción de la demanda. Por el contrario, gran parte del reciente aumento de la demanda se ha satisfecho utilizando la capacidad ociosa de las empresas, lo que ha tenido un efecto mínimo sobre el empleo. Por consiguiente, se han observado señales iniciales de mejora en los mercados de trabajo en lo que se refiere a la recuperación de las horas trabajadas, registrándose avances graduales en el segundo trimestre de 2009, mientras que el crecimiento del empleo solo comenzó a aumentar en el último trimestre de 2010. A consecuencia de esta evolución, la tasa de paro se mantuvo prácticamente estable durante 2010, antes de reducirse en cierta medida en el primer trimestre de este año y de incrementarse ligeramente con posterioridad, manteniéndose en el 10%, en promedio, durante el año en curso.

Más concretamente, el total de horas trabajadas se elevó un 0,3%, en términos intertrimestrales, en el primer trimestre de 2011. A nivel sectorial, las horas trabajadas se recuperaron ligeramente en la construcción, tras el fuerte descenso registrado en el mes anterior —que confirma la debilidad actual de este sector—, mientras que su crecimiento fue moderado en la industria (excluida la construcción) y en los servicios.

El empleo creció un 0,1%, en términos intertrimestrales, en el primer trimestre de 2011, en comparación con el 0,2% del trimestre anterior. El empleo total en los servicios aumentó un 0,2%, en términos intertrimestrales, en el primer trimestre de 2011, algo menos que en el trimestre precedente, mientras que en la construcción continuó la destrucción de empleo, cayendo este un 0,8%. El empleo creció un 0,3% en la industria (excluida la construcción) (véase cuadro 9).

Cuadro 9 Crecimiento del empleo

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

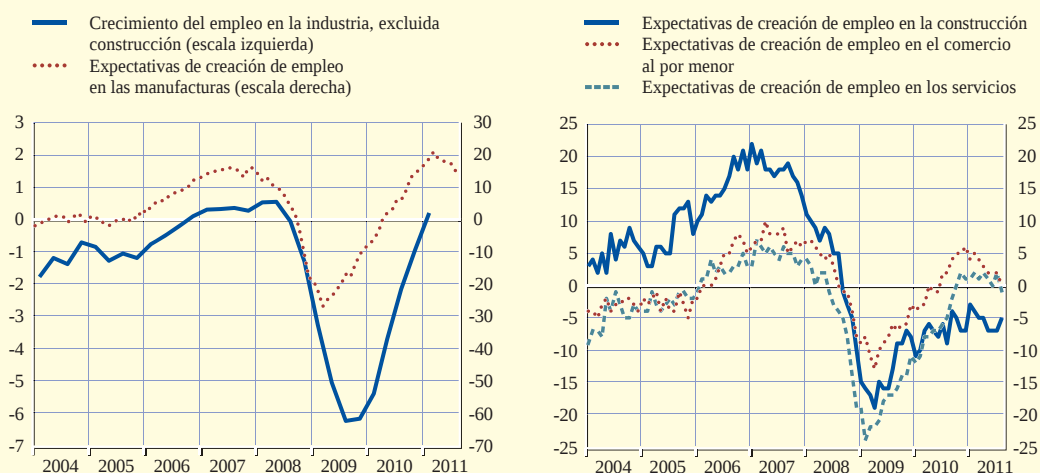
	Personas					Horas				
	Tasas interanuales		Tasas intertrimestrales			Tasas interanuales		Tasas intertrimestrales		
	2009	2010	2010 III	2010 IV	2011 I	2009	2010	2010 III	2010 IV	2011 I
Total de la economía	-1,9	-0,5	0,0	0,2	0,1	-3,5	0,4	0,1	0,0	0,3
<i>Del cual:</i>										
Agricultura y pesca	-2,4	-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.

Gráfico 56 Crecimiento del empleo y expectativas de creación de empleo

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

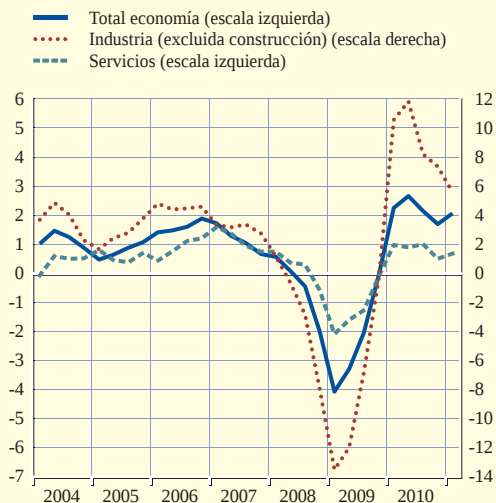


Fuentes: Eurostat y encuestas de opinión de la Comisión Europea.
 Nota: Los saldos netos están ajustados a la media.

Las encuestas relativas a las expectativas de creación de empleo sugieren que este debería seguir creciendo en el tercer trimestre de 2011. Los índices PMI de expectativas de empleo en las manufacturas y los servicios se situaron por encima de 50 en julio y en agosto, indicando con ello un crecimiento positivo del empleo. Las encuestas de la Comisión Europea presentan un panorama similar (véase gráfico 56).

Gráfico 57 Productividad del trabajo

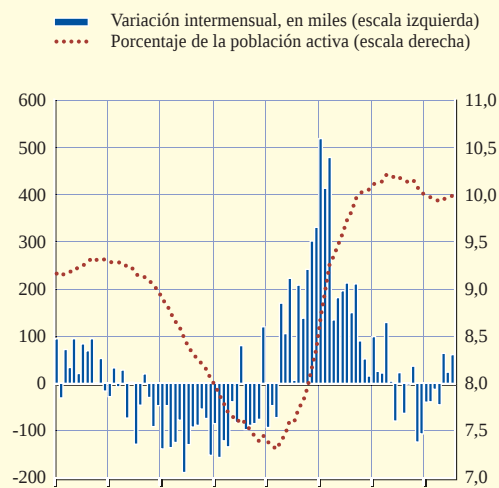
(tasas de variación interanual)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Gráfico 58 Desempleo

(datos mensuales desestacionalizados)



Fuente: Eurostat.

La recuperación del crecimiento del producto en la zona del euro, sumada a las mejoras más moderadas observadas en el empleo, han provocado avances significativos de la productividad. Efectivamente, los últimos datos disponibles para el primer trimestre 2011 muestran un nuevo aumento del crecimiento de la productividad, en términos interanuales (véase gráfico 57). Sin embargo, como se prevé que el crecimiento del PIB se incremente de forma moderada, es probable que el crecimiento de la productividad disminuya.

El desempleo registró un acusado incremento durante la reciente recesión y durante algunos meses después, desde el 7,3% observado a comienzos de 2008 hasta alcanzar un máximo del 10,2% a mediados de 2010 (véase gráfico 58). Desde entonces, al recuperarse la actividad, la tasa de paro se ha reducido, y el promedio de los primeros siete meses ha sido del 10%.

4.3 PERSPECTIVAS DE LA ACTIVIDAD ECONÓMICA

El crecimiento del PIB real de la zona del euro se desaceleró un 0,2%, en tasa intertrimestral, en el segundo trimestre de 2011, tras el 0,8% registrado en el primer trimestre. Como se había previsto, los factores temporales que habían impulsado el crecimiento en la primera parte del año dejaron de actuar, y se observaron los efectos adversos derivados del terremoto en Japón y del impacto retardado de anteriores subidas de precios del petróleo. De cara al futuro, algunos acontecimientos parecen estar frenando el dinamismo subyacente de la zona del euro, entre ellos se incluyen la moderación del ritmo de crecimiento a escala mundial, las correspondientes caídas de los precios de las acciones y de la confianza empresarial y los desfavorables efectos resultantes de las actuales tensiones registradas en varios mercados de deuda soberana de la zona del euro. Como consecuencia, se prevé que el crecimiento del PIB real aumente de forma muy moderada en el segundo semestre de este año. Al mismo tiempo se espera que la actividad económica de la zona del euro se beneficie del crecimiento sostenido de la economía mundial, así como de la orientación acomodaticia de la política monetaria y de las distintas medidas adoptadas para apoyar el funcionamiento del sector financiero.

Esta valoración se ve reflejada, asimismo, en las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE para la zona del euro de septiembre de 2011, según las cuales el crecimiento anual del PIB real se situará en un intervalo comprendido entre el 1,4% y el 1,8% en 2011 y entre el 0,4% y el 2,2% en 2012 (véase recuadro 9). En comparación con las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema de junio del 2011, los intervalos de crecimiento del PIB real correspondientes a 2011 y a 2012 se han revisado a la baja.

En un entorno de incertidumbre especialmente elevada, los riesgos para las perspectivas económicas de la zona del euro son a la baja. Estos riesgos están relacionados principalmente con las tensiones existentes actualmente en algunos segmentos de los mercados financieros internacionales y de la zona del euro, así como con la posibilidad de que dichas presiones se trasladen a la economía real de la zona. Asimismo guardan relación 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.

Recuadro 9

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

Los expertos del BCE han elaborado las proyecciones sobre la evolución macroeconómica de la zona del euro¹ basándose en la información disponible hasta el 25 de agosto de 2011. De acuerdo con estas proyecciones, el crecimiento medio anual del PIB real se situará en un intervalo comprendido entre el 1,4 % y el 1,8 % en 2011, y entre el 0,4 % y el 2,2 % en 2012. La inflación se situará entre el 2,5 % y el 2,7 % en 2011, y entre el 1,2 % y el 2,2 % en 2012.

Supuestos técnicos relativos a los tipos de interés, los tipos de cambio, los precios de las materias primas y las políticas fiscales

Los supuestos técnicos relativos a los tipos de interés y a los precios de las materias primas energéticas y no energéticas se basan en las expectativas de los mercados consideradas hasta el 18 de agosto de 2011.

El supuesto sobre los tipos de interés a corto plazo tiene un carácter puramente técnico. Los tipos de interés a corto plazo se miden por el EURIBOR a tres meses y las expectativas de los mercados se basan en los tipos de interés de los futuros. Según esta metodología, el nivel medio de los tipos de interés a corto plazo será del 1,3 % en 2011 y del 1,0 % en 2012. Las expectativas de los mercados sobre el rendimiento nominal de la deuda pública a diez años de la zona del euro muestran un nivel medio del 4,2 % en 2011 y 2012. Se prevé que la transmisión de los tipos de mercado a los tipos de interés aplicados por las entidades seguirá la regularidad histórica observada para la mayor parte de la zona del euro. No obstante, en algunas partes, especialmente aquellas en las que existen tensiones en los mercados de deuda soberana, se espera que la transmisión esté acompañada por efectos adversos en las primas de riesgo del crédito bancario. Las condiciones crediticias seguirán normalizándose de forma gradual, aunque continuarán lastrando en alguna medida la actividad en el horizonte considerado.

En cuanto a los precios de las materias primas, sobre la base de la trayectoria implícita en los mercados de futuros en las dos semanas previas a la fecha de cierre de los datos, se considera que los precios del barril de Brent se situarán, en promedio, en 110,1 dólares estadounidenses en 2011 y 106,5 en 2012. Se estima que los precios de las materias primas no energéticas en dólares estadounidenses² aumentarán un 19,6 % en 2011 y disminuirán un 0,8 % en 2012.

Se prevé que los tipos de cambio bilaterales permanecerán estables, durante el horizonte de las proyecciones, en los niveles medios registrados en las dos semanas previas a la fecha de cierre de los

1 Las proyecciones macroeconómicas de los expertos del BCE complementan las proyecciones macroeconómicas del Eurosistema, que elaboran conjuntamente los expertos del BCE y los de los bancos centrales nacionales de la zona del euro con periodicidad semestral. Las técnicas utilizadas son coherentes con las de las proyecciones del Eurosistema, descritas en la publicación titulada «A guide to Eurosystem staff macroeconomic projection exercises» (BCE, junio de 2001), que puede consultarse en la dirección del BCE en Internet. Para expresar el grado de incertidumbre que rodea las proyecciones, se presentan, para cada variable, intervalos basados en las diferencias entre las cifras observadas y las proyecciones elaboradas en los últimos años. La amplitud de estos intervalos es dos veces el valor absoluto medio de estas diferencias. La técnica utilizada, que prevé una corrección por acontecimientos excepcionales, se explica en la publicación titulada «New procedure for constructing Eurosystem and ECB staff projection ranges» (BCE, diciembre de 2009), que también puede consultarse en la dirección del BCE en Internet.

2 Los supuestos relativos a los precios del petróleo y de los alimentos se basan en los precios de los futuros hasta el final del período considerado en las proyecciones. Los supuestos referidos a otras materias primas reflejan los precios de los futuros hasta el tercer trimestre de 2012 y, a partir de entonces, una evolución acorde con la actividad económica mundial.

datos de 18 de agosto de 2011. Tal supuesto implica que el tipo de cambio entre el euro y el dólar estadounidense se situará en 1,42 en 2011 y en 1,43 en 2012, y que el tipo de cambio efectivo del euro, en promedio, se apreciará un 0,2 % en 2011 y se reducirá un 0,2 % en 2012.

Los supuestos relativos a la política fiscal se basan en los planes presupuestarios nacionales de cada uno de los países de la zona del euro a fecha de 19 de agosto de 2011 e incluyen todas las medidas que ya hayan sido aprobadas por los parlamentos nacionales o que hayan sido concretadas con suficiente detalle por los Gobiernos cuya aprobación sea probable tras su tramitación legislativa.

Supuestos relativos al entorno internacional

El ritmo de crecimiento económico mundial se ha moderado en los últimos meses, debido en parte a factores temporales, como el impacto de los desastres natural y nuclear ocurridos en Japón en la propia economía nipona y en las cadenas mundiales de producción, así como a los efectos de contención de las rentas que los elevados precios de las materias primas han ejercido en las principales economías industrializadas. De cara al futuro, se espera que la desaparición gradual de las perturbaciones de la cadena de producción suponga un cierto impulso para el crecimiento en el segundo semestre de este año, si bien éste se verá afectado adversamente por tasas de desempleo más elevadas de lo esperado, por una menor confianza de las empresas y de los consumidores de las economías industrializadas, y por la persistente debilidad del mercado de la vivienda en los Estados Unidos. Además, aunque no se espera que el reciente cambio en el clima de los mercados financieros internacionales desestabilice la recuperación económica mundial, se prevé que siga teniendo repercusiones negativas a través de los efectos en la confianza y en la riqueza en el segundo semestre de 2011. A medio plazo, el legado de la crisis financiera continuará restando fuerza a la recuperación de las economías industrializadas, lo que refleja los ajustes de balance necesarios en varios sectores y ensombrece las perspectivas de una rápida mejora de los mercados de trabajo en algunas economías industrializadas. En cambio, se espera que el crecimiento de las economías emergentes siga siendo relativamente vigoroso y que persistan las presiones de recalentamiento. Se supone que el PIB mundial fuera de la zona del euro aumentará, en promedio, un 4,1 % en 2011 y un 4,4 % en 2012. Se estima que el crecimiento de la demanda exterior en la zona del euro será de 7,0 % en 2011 y 6,8 % en 2012, previsiones inferiores a las publicadas por los expertos del Eurosistema en junio de 2011, como consecuencia sobre todo de una revisión a la baja de las perspectivas de la economía estadounidense.

Proyecciones referentes al crecimiento del PIB real

Tras el intenso crecimiento de la zona del euro en el primer trimestre de 2011, impulsado por un repunte de la construcción, en los últimos meses se ha registrado una notable desaceleración de la actividad económica. De forma análoga a lo sucedido en la economía mundial, la actividad de la zona del euro se ha visto frenada por los efectos adversos relacionados con los desastres natural y nuclear acaecidos en Japón y por el impacto retardado de anteriores aumentos del precio del petróleo. Además, el dinamismo subyacente en la zona del euro también se ha debilitado a consecuencia de factores internos, como el descenso de los precios de las cotizaciones bursátiles, la orientación más restrictiva de las políticas fiscales, el endurecimiento de las condiciones de oferta de crédito y la intensificación de la incertidumbre, que se refleja en el aumento de las primas de riesgo relacionadas con la crisis de deuda soberana y en el deterioro de la confianza de las empresas y de los consumidores. Habida cuenta de que se espera que varios de estos factores continúen teniendo

Cuadro A Proyecciones macroeconómicas para la zona del euro

(tasas medias de variación anuales)^{1), 2)}

	2010	2011	2012
IAPC	1,6	2,5 - 2,7	1,2 - 2,2
PIB real	1,7	1,4 - 1,8	0,4 - 2,2
Consumo privado	0,8	0,3 - 0,7	0,0 - 1,6
Consumo público	0,5	-0,2 - 0,8	-0,7 - 0,5
Formación bruta de capital fijo	-0,8	2,2 - 3,6	0,8 - 5,4
Exportaciones (bienes y servicios)	11,0	5,6 - 8,4	2,3 - 9,7
Importaciones (bienes y servicios)	9,3	4,7 - 7,3	2,0 - 9,2

1) Las proyecciones relativas al PIB real y sus componentes se basan en datos ajustados por días laborables. Las proyecciones relativas a exportaciones e importaciones incluyen los intercambios entre los países de la zona del euro.

2) Las proyecciones relativas a 2011 incluyen a Estonia como parte integrante de la zona del euro. Las tasas medias de variación anuales para 2011 se basan en una composición de la zona del euro que incluye a Estonia ya en 2010.

consecuencias negativas a corto plazo, se prevé que el PIB real experimente un crecimiento modesto en el segundo semestre de 2011. A partir de entonces, la actividad irá cobrando impulso de forma gradual a medida que las exportaciones de la zona del euro se beneficien de los aumentos de la demanda externa, al tiempo que la demanda interna se fortalecerá gradualmente con el apoyo de la política monetaria acomodaticia, de las medidas encaminadas a restablecer el funcionamiento del sistema financiero y, en fin, del impacto de una robusta demanda mundial en la renta interior. En tasas medias anuales, el PIB real aumentará entre un 1,4 % y un 1,8 % en 2011, y entre un 0,4 % y un 2,2 % en 2012.

En cuanto a los distintos componentes de la demanda, el ritmo de crecimiento de las exportaciones a países no pertenecientes a la zona del euro conservará su relativa fortaleza hasta 2012, aunque con una tasa de expansión menor que la de la demanda exterior de la zona del euro en 2012, en línea con la tendencia decreciente de las cuotas de mercado de las exportaciones de la zona del euro. Tras su fuerte repunte en el primer trimestre de 2011, la inversión total presentará un crecimiento moderado durante el resto del año, antes de volver a cobrar más impulso en 2012. La inversión empresarial se incrementará de forma sostenida en el horizonte temporal considerado, respaldada por el aumento de la rentabilidad, el crecimiento sostenido de las exportaciones y la aparición de cuellos de botella en la capacidad. No obstante, el crecimiento de la inversión residencial seguirá siendo relativamente moderado durante el período considerado, debido a los ajustes que se están produciendo en los mercados de la vivienda de algunos países, reflejados también en las pequeñas subidas previstas de los precios de la vivienda. Además, la inversión pública disminuirá hasta el final de 2012, como se indica actualmente en los programas de consolidación fiscal anunciados en varios países de la zona del euro.

Se prevé que el crecimiento del consumo privado sea bastante débil en 2011 para luego remontar ligeramente en 2012, en gran medida como reflejo de la senda de crecimiento de la renta real disponible. Aunque el impacto negativo de los pasados aumentos de los precios de las materias primas lastrará el crecimiento de la renta real disponible en lo que queda de 2011, a partir de entonces se relajarán las presiones inflacionistas, impulsando el avance de la renta real disponible en 2012. El consumo público en términos reales experimentará un incremento modesto hasta 2012, como reflejo de los programas de consolidación fiscal anunciados en varios países de la zona del euro. El ritmo de crecimiento de las importaciones desde países no pertenecientes a la zona del euro repuntará ligeramente en 2011, antes de estabilizarse en 2012, aumentando más rápido que la demanda total en el horizonte temporal estudiado. Debido al crecimiento, ligeramente más vigoroso, de las exportaciones,

la demanda exterior neta realizará una contribución positiva, aunque descendente, al aumento del PIB durante el período contemplado.

Proyecciones sobre precios y costes

La inflación interanual medida por el IAPC fue del 2,5 % en agosto de 2011. La inflación general medida por el IAPC se mantendrá en niveles superiores al 2 % en los meses siguientes, debido en gran medida a la repercusión de los fuertes aumentos pasados de los precios del petróleo y de otras materias primas en los precios de la energía y los alimentos. Posteriormente, tomando como base los actuales precios de los futuros sobre las materias primas, los incrementos de los precios de las importaciones se moderarán. En contraste, las presiones de origen interno sobre los precios irán incrementándose lentamente, como reflejo del alza de los costes laborales y de la transmisión de los pasados aumentos de los precios de las materias primas, lo que se traducirá en un alza gradual de la tasa de inflación medida por el IAPC, excluidos los alimentos y la energía, en el horizonte de las proyecciones. En conjunto, la inflación media anual se situará en un intervalo de entre el 2,5 % y el 2,7 % en 2011, y de entre el 1,2 % y el 2,2 % en 2012. El crecimiento de la remuneración por asalariado mantendrá una relativa moderación en el horizonte contemplado, como consecuencia de la escasa mejora prevista en las condiciones de los mercados de trabajo. Debido a la respuesta parcial y retardada de los salarios nominales a la inflación medida por los precios de consumo, la remuneración real por asalariado descenderá en 2011 y, a partir de entonces, aumentará lentamente. Dada la proyectada moderación del crecimiento de la productividad, se espera que los costes laborales unitarios repunten en 2011 y crezcan a un ritmo más rápido en 2012. En consecuencia, el crecimiento de los márgenes de beneficios se recortará en 2011 y 2012, como reflejo también del moderado crecimiento previsto de la demanda agregada.

Comparación con las proyecciones de junio de 2011

En comparación con las proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema publicadas en el Boletín Mensual de junio de 2011, los intervalos de crecimiento del PIB real de la zona del euro previstos para 2011 y 2012 se han revisado a la baja. Las revisiones de las perspectivas para 2011 y 2012 reflejan una menor demanda externa y una demanda interna que se ha visto debilitada, entre otras cosas, por el aumento de la incertidumbre, el descenso de la confianza, la caída de los precios de las cotizaciones bursátiles y el endurecimiento de las condiciones de oferta de crédito; unos factores que, en conjunto, contrarrestan los efectos positivos de la significativa revisión a la baja del supuesto técnico relativo a los tipos medios de interés de los préstamos en la zona del euro. La revisión a la baja para 2012 también refleja el impacto de las restricciones presupuestarias adicionales adoptadas en algunos países de la zona del euro. En relación con la inflación medida por el IAPC, el intervalo estudiado para 2011 se ha mantenido sin cambios, mientras que el intervalo correspondiente a 2012 es ligeramente más estrecho que en las proyecciones de junio de 2011.

Cuadro B Comparación con las proyecciones de junio de 2011

(tasas medias de variación anuales)

	2011	2012
PIB real – Junio 2011	1,5 - 2,3	0,8 - 2,8
PIB real – Septiembre 2011	1,4 - 1,8	0,4 - 2,2
IAPC – Junio 2011	2,5 - 2,7	1,1 - 2,3
IAPC – Septiembre 2011	2,5 - 2,7	1,2 - 2,2

Comparación con las previsiones de otras instituciones

Diversas instituciones, tanto organizaciones internacionales como organismos privados, han publicado previsiones para la zona del euro (véase el cuadro C). No obstante, cabe observar que estas previsiones no son estrictamente comparables entre sí ni con las proyecciones macroeconómicas de los expertos del BCE, ya que las fechas de cierre de los últimos datos utilizados por cada una de ellas no coinciden. Además, difieren en cuanto a los métodos empleados (no especificados en detalle) para derivar los supuestos relativos a las variables fiscales y financieras y al entorno exterior, incluidos los precios del petróleo y de otras materias primas. Por último, existen diferencias en cuanto al método de ajuste por días laborables.

Según las previsiones actualmente disponibles elaboradas por otras organizaciones y organismos, el crecimiento del PIB real de la zona del euro se situará en un intervalo comprendido entre el 1,6 % y el 2,0 % en 2011, ligeramente por encima del intervalo indicado en las proyecciones elaboradas por los expertos del BCE, y entre el 1,5 % y el 2,0 % en 2012, dentro de la parte superior del intervalo proyectado por los expertos del BCE. En cuanto a la inflación, las previsiones disponibles apuntan a una tasa media de inflación interanual medida por el IAPC del 2,6 % en 2011, que se encuadra dentro del intervalo proyectado por los expertos del BCE. Las previsiones de inflación medida por el IAPC para 2012 se sitúan en un intervalo comprendido entre el 1,6 % y el 2,0 %, que también se encuadra dentro del proyectado por los expertos del BCE.

Cuadro C Comparaciones entre previsiones de crecimiento del PIB real y de la inflación medida por el IAPC de la zona del euro

(tasas medias de variación anuales)

	Fecha de publicación	Crecimiento del PIB		Inflación medida por el IAPC	
		2011	2012	2011	2012
FMI	Mayo 2011	2,0	2,0	2,6	1,6
Encuesta a expertos en previsión económica	Mayo 2011	1,6	1,8	2,6	1,8
Consensus Economics Forecasts	Junio 2011	2,0	1,7	2,6	1,8
OCDE	Agosto 2011	1,9	1,6	2,6	2,0
Comisión Europea	Agosto 2011	1,9	1,5	2,6	1,9
Proyecciones elaboradas por los expertos del Eurosistema	Septiembre 2011	1,4 – 1,8	0,4 – 2,2	2,5 – 2,7	1,2 – 2,2

Fuentes: Previsiones económicas de la Comisión Europea, primavera de 2011; Perspectivas de la Economía Mundial del FMI, junio de 2011; *Economic Outlook de la OCDE*, de mayo de 2011; Consensus Economics Forecasts y encuesta del BCE a expertos en previsión económica.

Notas: Las tasas de crecimiento anuales que figuran en las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema y en las previsiones de la OCDE están ajustadas por días laborables, mientras que las tasas de crecimiento anuales que aparecen en las previsiones de la Comisión Europea y del FMI no lo están. Las demás previsiones no especifican si están ajustadas por días laborables.

5 EVOLUCIÓN DE LAS FINANZAS PÚBLICAS

Las estadísticas más recientes de finanzas públicas de la zona del euro apuntan a que el déficit de las Administraciones Públicas de la zona en su conjunto continuó descendiendo y que la ratio de deuda pública en relación con el PIB registró un incremento más moderado. Al mismo tiempo, en un entorno en el que aumenta la incertidumbre en los mercados financieros y sigue extendiéndose la preocupación sobre la sostenibilidad de la deuda, varios países de la zona del euro anunciaron planes adicionales de consolidación fiscal para corregir sus déficits excesivos y situar su ratio de deuda en relación con el PIB en una senda sostenible. Para dar una respuesta firme a la preocupación existente en torno a la solidez de las finanzas públicas, los Gobiernos deben tratar de adelantar la consolidación, integrándola en estrategias globales encaminadas a mejorar la situación presupuestaria de los respectivos países y las perspectivas de crecimiento a largo plazo, así como a reforzar los marcos presupuestarios nacionales.

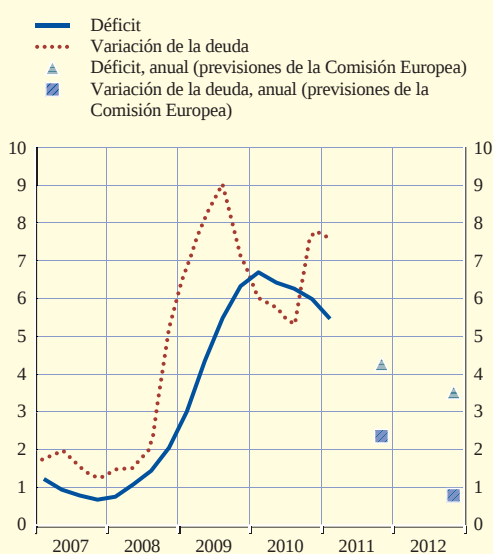
EVOLUCIÓN DE LAS FINANZAS PÚBLICAS EN 2011

Las estadísticas más recientes de finanzas públicas de la zona del euro, disponibles hasta el primer trimestre de 2011, apuntan a que el déficit de las Administraciones Públicas de la zona en su conjunto continuó descendiendo. Como se indica en el gráfico 59, la suma móvil de cuatro trimestres del déficit de la zona del euro, es decir, el déficit acumulado durante los cuatro últimos trimestres¹, se situó en el 5,5 % del PIB en el primer trimestre de 2011, en comparación con un déficit del 6,7 % y el 6 % del PIB registrado un año antes y en el cuarto trimestre de 2010, respectivamente. Estas señales de disminución de los desequilibrios presupuestarios son acordes con las previsiones económicas de la Comisión Europea de primavera de 2011, publicadas en mayo de este año, que prevén que el déficit de la zona del euro se reducirá del 6 % en 2010 al 4,3 % en 2011. Como se muestra en el gráfico 60, la disminución de la ratio de déficit presupuestario de la zona del euro en el primer trimestre de este año se debió a un ligero descenso de la ratio de gasto en relación con el PIB y a un leve aumento de la ratio de ingresos en relación con el PIB con respecto al trimestre anterior. En caso de que esta evolución persista, sería prácticamente acorde con las previsiones económicas de la Comisión Europea de primavera de 2011, que pronostican una caída de 1,3 puntos porcentuales de la ratio de gasto en relación con el PIB, hasta situarlo en el 49,1 % del PIB en 2011, y un incremento de 0,4 puntos porcentuales de la ratio de ingresos en relación con el PIB, hasta el 44,9 % del PIB.

En cuanto a la evolución de la deuda bruta de las Administraciones Públicas de la zona del euro, los datos hasta el primer trimestre de 2011 muestran que el aumento de la ratio de deuda en relación con el PIB fue más moderado que en el trimestre precedente, según indica su media móvil de cuatro trimestres. Esta moderación está en consonancia con las previsiones de la Comisión Europea de primavera de 2011

Gráfico 59 Déficit público y variación de la deuda de la zona del euro

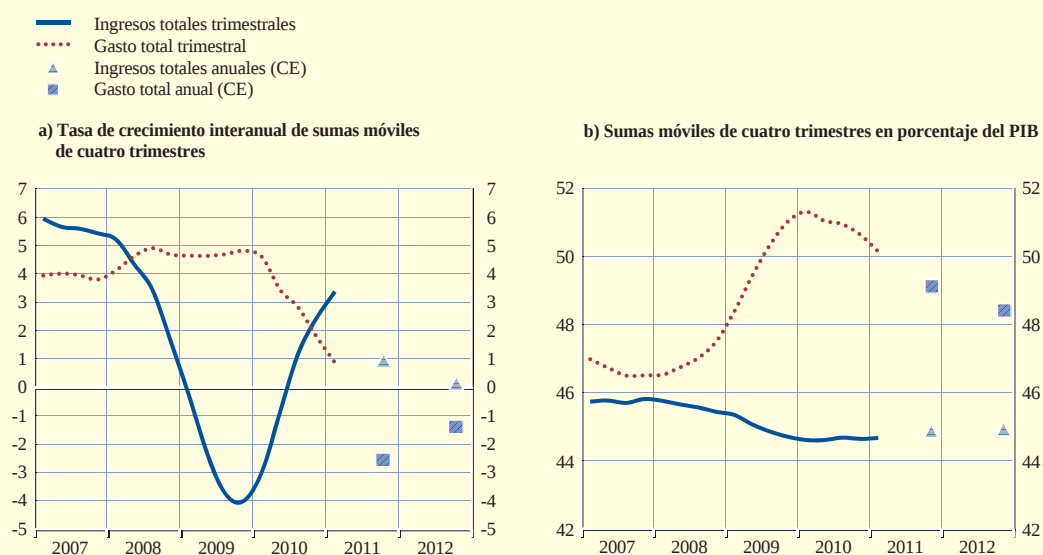
(sumas móviles de cuatro trimestres en porcentaje del PIB)



Fuentes: cálculos del BCE basados en datos nacionales y de Eurostat, y previsiones económicas de la Comisión Europea de primavera de 2011.

1 La evolución presupuestaria se analiza en términos de variaciones interanuales para eliminar influencias estacionales.

Gráfico 60 Estadísticas y previsiones trimestrales de las finanzas públicas en la zona del euro



Fuentes: Cálculos del BCE basados en datos nacionales y de Eurostat, previsiones económicas de la Comisión Europea de primavera de 2011.
Nota: Los gráficos muestran la evolución de los ingresos y gastos totales en términos de sumas móviles de cuatro trimestres para el período comprendido entre el primer trimestre de 2007 y el primer trimestre de 2011, más las previsiones anuales para 2011 y 2012 de las previsiones económicas de la Comisión Europea de primavera de 2011.

de un menor aumento de la ratio de deuda en relación con el PIB este año, que se prevé que registre un incremento de 2,3 puntos porcentuales, hasta situarse en el 87,7% del PIB, tras un alza de 6,1 puntos porcentuales en 2010. El menor aumento de la ratio de deuda en relación con el PIB en 2011 se debe principalmente a un déficit primario considerablemente más reducido, así como a unos ajustes déficit-deuda más limitados que los del año anterior.

EVOLUCIÓN PRESUPUESTARIA ACTUAL Y PLANES PARA LOS AÑOS 2012 Y SIGUIENTES

A mediados de junio, el Consejo Europeo concluyó el primer «semestre europeo» con la publicación de dictámenes del Consejo sobre los programas de estabilidad y convergencia de los países de la UE, así como sobre sus programas nacionales de reforma². Los dictámenes del Consejo instan a los Gobiernos de los países de la zona del euro a adherirse estrictamente a los objetivos presupuestarios fijados en sus programas de estabilidad de 2011 y en los «Memorandos de Entendimiento» (*Memoranda of Understanding*) de los países que reciben asistencia financiera de la UE y el FMI³. Al mismo tiempo, en el caso de los países de la zona del euro en los que la senda de consolidación de las finanzas públicas descrita en los programas de estabilidad apunta a la existencia de brechas de consolidación si se compara con las previsiones económicas de la Comisión Europea de primavera de 2011, los dictámenes del Consejo piden a los Gobiernos que redoblen sus esfuerzos de saneamiento y que concreten las medidas necesarias para alcanzar los objetivos de los programas de estabilidad y corregir los déficits excesivos en los plazos acordados.

En este contexto, varios países de la zona del euro, presionados por la creciente incertidumbre existente en los mercados financieros y porque la preocupación sobre la sostenibilidad de la deuda sigue exten-

² Véase también el recuadro 1, titulado «El semestre europeo», *Boletín Mensual*, BCE, marzo de 2011.

³ Para una valoración de las actualizaciones de los programas de estabilidad de 2011, véase *Boletín Mensual*, BCE, junio de 2011.

diéndose, anunciaron planes de consolidación adicionales o adoptaron medidas legislativas para corregir sus déficits excesivos y situar su ratio de deuda en relación con el PIB en una senda sostenible. El breve repaso de la evolución presupuestaria reciente que se presenta a continuación se circunscribe a los países más importantes de la zona del euro y a aquellos acogidos a un programa de asistencia financiera de la UE y el FMI.

En Alemania, según las últimas previsiones del Gobierno, se espera una reducción del déficit presupuestario de las Administraciones Públicas, que pasará del 4,3% del PIB en 2010 al 1,5% del PIB en 2011, aproximadamente 1 punto porcentual por debajo del nivel fijado en la actualización del programa de estabilidad de abril de 2011. Esta mejora de la situación presupuestaria es atribuible principalmente a unas perspectivas macroeconómicas más positivas y a unas previsiones de ingresos más favorables. El Gobierno alemán está elaborando planes para lograr una nueva reducción del déficit en 2012 y 2013, hasta situarlo en el 1% y el 0,5% del PIB, respectivamente. En consonancia con el objetivo de poner «freno a la deuda» establecido en la Constitución, el presupuesto de las Administraciones Públicas estaría equilibrado a partir de 2014, previéndose que la ratio de deuda pública en relación con el PIB descienda gradualmente desde aproximadamente el 83% del PIB en 2010 hasta ligeramente por encima del 70% en 2015.

En Francia, el 6 de julio de 2011, el Parlamento aprobó una ley presupuestaria complementaria para 2011 que consiste fundamentalmente en nuevas medidas relacionadas con el gasto cuyo impacto presupuestario general sería neutral en el medio plazo. Las principales medidas incluyen la supresión, a partir de 2012, del límite superior del 50% del impuesto sobre la renta que deben pagar las personas físicas por los rendimientos totales del trabajo (*bouclier fiscal*) y la reforma de la tributación de sucesiones y donaciones, cuyos efectos en la recaudación de impuestos quedan parcialmente contrarrestados por la reforma del sistema de impuestos sobre el patrimonio (*impôt de solidarité sur la fortune*). El 24 de agosto, el Gobierno anunció un paquete de medidas de consolidación adicionales por importe de unos 12,5 mm de euros (aproximadamente el 0,6% del PIB) hasta 2012, de los que 1,5 mm de euros tendrán un impacto en 2011. Estos paquetes se basan esencialmente en los ingresos y consisten principalmente en medidas que amplían la base impositiva y reducen el gasto fiscal, y tienen por objeto lograr la consecución de los objetivos de déficit del programa de estabilidad, fijados en el 5,7% y el 4,6% del PIB en 2011 y 2012, respectivamente, en unos momentos en los que el crecimiento del PIB real está resultando ser menor de lo esperado. Asimismo, el Gobierno ha revisado a la baja sus previsiones de crecimiento, del 2% en 2011 y el 2,25% en 2012, al 1,75% en ambos años.

En Italia, el 5 de agosto de 2011, el Gobierno anunció la adopción de medidas adicionales para hacer frente a la preocupación existente en los mercados financieros en torno a las perspectivas de crecimiento y a las finanzas públicas. Las medidas incluyen el adelanto del objetivo de alcanzar una situación presupuestaria equilibrada de 2014 a 2013, así como la introducción de una regla de equilibrio presupuestario en la Constitución. La modificación de la Constitución debe ser aprobada por mayoría cualificada en el Parlamento y tardará varios meses. En cuanto al proceso de saneamiento de las finanzas públicas, el 12 de agosto de 2011, el Gobierno promulgó un decreto-ley que especifica las medidas que deben contribuir a lograr el objetivo de equilibrio presupuestario para 2013. Se espera que estas medidas, que se modificaron parcialmente como consecuencia del debate parlamentario, sean aprobadas por el Parlamento para mediados de septiembre, y consisten principalmente en adelantar la aplicación de las medidas adoptadas en el paquete de consolidación aprobado en julio de 2011, que incluye recortes sustanciales de las transferencias de la Administración central a las regiones y a las administraciones locales, así como un aumento de los impuestos directos e indirectos. Una parte importante de los ingresos adicionales se obtendrá de la reducción del gasto fiscal. Según el Tesoro italiano, la ejecución de los presupuestos en este ejercicio está, por lo tanto, en consonancia con el objetivo fijado para 2011

(67 mm de euros), que debería permitir alcanzar el objetivo del programa de estabilidad de situar el déficit en el 3,9% del PIB.

En España, el Gobierno anunció nuevas medidas en agosto, que incluyen modificaciones en la gestión del impuesto sobre sociedades y recortes del gasto farmacéutico. Estas medidas tienen por objeto asegurar una reducción del déficit de las Administraciones Públicas hasta situarlo en el objetivo del programa de estabilidad para este año, fijado en el 6% del PIB. Hasta la fecha, los datos sobre ejecución de los presupuestos sugieren que los presupuestos de la Administración central y de la seguridad social van camino, en general, de alcanzar el objetivo de déficit de este año, si bien apuntan a desviaciones en los presupuestos de las Comunidades Autónomas. Además, la necesidad de financiación de las Administraciones Públicas aumentó ligeramente en el primer trimestre de 2011, en comparación con el mismo período de 2010. Asimismo, en agosto, el Gobierno, con el apoyo del principal partido de la oposición, propuso incluir disposiciones sobre estabilidad presupuestaria en la Constitución española.

En Grecia, la evolución de las finanzas públicas continuó siendo peor de lo esperado en el primer semestre de 2011. En consecuencia, el Gobierno adoptó una nueva estrategia de consolidación fiscal a medio plazo manteniendo los objetivos de déficit público fijados en el programa de asistencia financiera de la UE y el FMI, que incluye medidas fiscales equivalentes a aproximadamente el 12,5% del PIB en el período 2011-2015, además de las medidas ya aplicadas, así como un ambicioso programa de privatización con el fin de obtener ingresos por importe de 50 mm de euros para finales de 2015. El 21 de julio de 2011, los jefes de Estado y de Gobierno de la zona del euro alcanzaron un acuerdo sobre un nuevo programa para el período comprendido hasta 2014, que incluye financiación oficial adicional con una ampliación considerable de los plazos de vencimiento, así como tipos de interés más bajos y, con carácter excepcional, una sustancial contribución voluntaria del sector privado.

En Portugal, los datos trimestrales sobre la necesidad de financiación de las Administraciones Públicas indicaban que el Gobierno tendría que adoptar medidas adicionales para lograr el objetivo de déficit público, el 5,9% del PIB en 2011, establecido en el programa de asistencia financiera de la UE y el FMI, debido principalmente a desviaciones del gasto. En este contexto, el Gobierno adoptó una serie de medidas para aumentar los ingresos, entre las que se incluye un recargo transitorio de carácter extraordinario sobre el impuesto sobre la renta de las personas físicas y una subida del IVA de la energía a partir del 1 de octubre de 2011. Por otra parte, el Gobierno aprobó un límite máximo al gasto público primario, que en 2012 reducirá el gasto nominal un 10% con respecto a este año. En consonancia con las exigencias del programa, el 31 de agosto de 2011, las autoridades portuguesas publicaron su plan de consolidación fiscal a medio plazo para el período 2011-2015.

En Irlanda, los datos para los ocho primeros meses del año sugieren que el déficit de las Administraciones Públicas está en vías de alcanzar el objetivo del programa de asistencia financiera de la UE y el FMI, el 10,6% del PIB para 2011. De conformidad con las exigencias del programa, a finales de junio se creó un Consejo de Asesoramiento Fiscal. Antes de que finalice este año, las autoridades irlandesas deben presentar su plan de consolidación fiscal a medio plazo para el período 2012-2015.

En la mayoría de los demás países de la zona del euro es necesario intensificar los esfuerzos de consolidación fiscal, con el fin de asegurar la corrección a tiempo de sus déficits excesivos. Es necesario respaldar las estrategias fiscales con medidas adecuadamente especificadas, en particular en países que afrontan ratios elevadas de deuda en relación con el PIB. Una excepción notable es Finlandia, que parece ir por buen camino para lograr que su déficit fiscal se sitúe por debajo del 3% del PIB en 2011, en consonancia con el procedimiento de déficit excesivo.

FORTALECIMIENTO DE LA GOBERNANZA DE LAS FINANZAS PÚBLICAS

Tras las intensas negociaciones entre el Consejo ECOFIN, el Parlamento Europeo y la Comisión Europea, el 23 de junio de 2011, el Parlamento Europeo aprobó el denominado paquete de reforma de la gobernanza económica, integrado por seis textos legales que tienen por objeto fortalecer la gobernanza económica en la UE y, en particular, en la zona del euro. En cuanto a la gobernanza de las finanzas públicas, el acuerdo está relacionado con el establecimiento de un valor de referencia para el gasto público y de un valor de referencia numérico para la reducción de la deuda, con un conjunto de requisitos mínimos aplicables a los marcos presupuestarios nacionales y con una serie de medidas para mejorar el cumplimiento del Pacto de Estabilidad y Crecimiento, como la imposición más temprana y gradual de sanciones en el caso de los países de la zona del euro. Sin embargo, dado que el Parlamento Europeo y el Consejo Europeo no lograron alcanzar un acuerdo sobre la utilización más frecuente del sistema de votación por mayoría cualificada inversa en la vertiente preventiva del Pacto de Estabilidad y Crecimiento, el Parlamento Europeo no cerró formalmente la primera lectura en junio de 2011, y las negociaciones sobre esta cuestión continuarán en septiembre.

En la cumbre de 21 de julio de 2011, los jefes de Estado o de Gobierno de la zona del euro instaron a que el paquete legislativo de gobernanza económica se concluya con celeridad. Además, en la misma cumbre, los países de la zona del euro acordaron la introducción de medidas para mejorar la eficacia de los mecanismos de estabilidad en países con serias dificultades económicas, como la actual Facilidad Europea de Estabilización Financiera (FEEF), que será reemplazada por el Mecanismo Europeo de Estabilidad (MEDE) a partir de junio de 2013. En particular, con el fin de aumentar la flexibilidad de los mecanismos al mismo tiempo que se asegura una estricta condicionalidad, se decidió permitir que los países actúen de acuerdo con un programa cautelar, financien la recapitalización de instituciones financieras mediante préstamos a los Gobiernos (también en los países de la zona del euro sin programa), e intervengan en los mercados secundarios. Las adquisiciones que, en su caso, efectúe la FEEF en los mercados secundarios deben basarse en un análisis del BCE en el que se reconozca la existencia de circunstancias excepcionales en los mercados financieros y de riesgos para la estabilidad financiera.

En una ocasión anterior, los jefes de Estado o de Gobierno de la zona del euro acordaron aumentar la capacidad de préstamo efectiva de la FEEF hasta fijarla en 440 mm de euros y permitir que intervenga en los mercados primarios. El recurso a la FEEF tiene un impacto en las finanzas públicas de los países que aporten garantías a esta facilidad en proporción a su contribución (ajustada) a las garantías otorgadas en el marco de la FEEF. Dado que la FEEF obtiene financiación en el mercado actuando en nombre de los Gobiernos de la zona del euro para proporcionar, bajo una estricta condicionalidad, préstamos a países de la zona con serias dificultades económicas, estas operaciones de préstamo se canalizan a través de las cuentas públicas de los países garantes. Esto significa que, a efectos estadísticos, el dinero prestado a un país beneficiario no se registra como un préstamo directo de la FEEF, sino como un préstamo de la FEEF a los países garantes que, a su vez, prestan los fondos al país que lo necesita y lo registran como un activo frente al país beneficiario. En consecuencia, se produce un aumento de la deuda pública bruta de los países garantes y de sus activos financieros. Además, el país beneficiario contabiliza una deuda bruta frente a los países garantes en sus cuentas públicas.

PERSISTENCIA DE UN ENTORNO DIFÍCIL PARA LAS POLÍTICAS FISCALES DE LA ZONA DEL EURO

En el entorno económico actual, en el que los mercados financieros penalizan inmediatamente la preocupación sobre la solidez de las finanzas públicas de un país y esta preocupación se extiende a otros países con una situación fiscal vulnerable, es fundamental que todos los países de la zona del euro cumplan rigurosamente sus obligaciones con arreglo al Pacto de Estabilidad y Crecimiento. Por tanto, es esencial que los Gobiernos respeten, como mínimo, los compromisos de consolidación fiscal adquiridos

para este año en el marco de los procedimientos de déficit excesivo y, en caso necesario, corrijan las desviaciones que se produzcan. Por otra parte, los proyectos de presupuestos para 2012, que se están elaborando actualmente en la mayoría de los países de la zona, deben incluir medidas suficientemente ambiciosas y adecuadamente especificadas, concentradas en el gasto, con el fin de cumplir los objetivos presupuestarios establecidos para 2012 y para años posteriores. Para estabilizar las ratios de deuda en relación con el PIB con la mayor rapidez posible y situarlas en una senda sostenible, los Gobiernos deben tratar de adelantar sus esfuerzos de saneamiento. Los países con una evolución económica y fiscal mejor de lo esperado deberían aprovechar plenamente este margen de maniobra para reducir con mayor celeridad el déficit y la deuda. Todos los países de la zona del euro deberían incorporar sus medidas presupuestarias a estrategias integrales, con el fin de mejorar la situación de las finanzas públicas y las perspectivas de crecimiento a largo plazo, así como de reforzar sus marcos presupuestarios nacionales.