

EVOLUCIÓN ECONÓMICA Y MONETARIA

I ENTORNO EXTERIOR DE LA ZONA DEL EURO

El crecimiento económico mundial ha experimentado una desaceleración en los últimos meses, debido, en parte, a algunos factores transitorios. No obstante, la progresiva desaparición de estos factores en el segundo semestre del año debería dar cierto impulso al crecimiento económico, aunque la reaparición de las tensiones en los mercados financieros mundiales, así como las persistentes dificultades estructurales, están frenando el ritmo de la recuperación, especialmente en las economías avanzadas. Por el contrario, en los mercados emergentes la moderación del crecimiento ha sido más contenida y podría contribuir a mitigar las presiones de recalentamiento que se observan actualmente en algunos de esos países. En general, las presiones inflacionistas siguen siendo más pronunciadas en las economías emergentes que en las avanzadas.

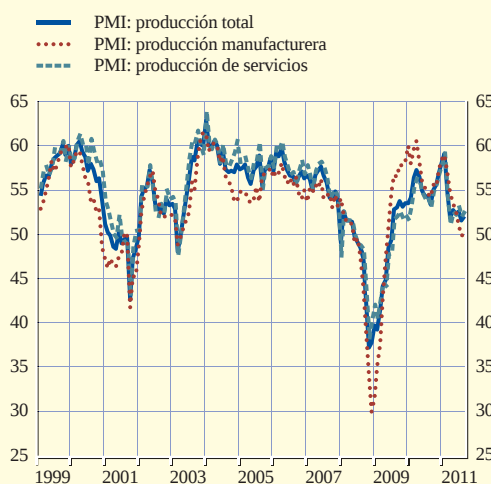
I.1 EVOLUCIÓN DE LA ECONOMÍA MUNDIAL

El crecimiento económico mundial ha experimentado una desaceleración en los últimos meses, debido, en parte, a algunos factores transitorios, como el impacto de los desastres naturales de Japón sobre las cadenas de producción mundiales, así como el efecto moderador de los elevados precios de las materias primas sobre las rentas disponibles. Si bien la corrección de las distorsiones que afectaron a las cadenas de producción mundiales ha dado cierto impulso al crecimiento económico en el segundo semestre del año, la reaparición de las tensiones en los mercados financieros mundiales —reflejada en el aumento de la volatilidad en dichos mercados y en la caída de la valoración de las acciones—, así como las dificultades estructurales, están frenando el ritmo de la recuperación. Esas dificultades guardan relación, principalmente, con la necesidad de sanear los balances del sector público y del sector privado y con la persistente debilidad de los mercados de trabajo y de la vivienda en algunas de las principales economías avanzadas. También se mantienen las diferencias regionales con respecto a las posiciones cíclicas. Si bien el ritmo de la recuperación sigue siendo más bien lento en las economías avanzadas, la moderación del crecimiento en las economías emergentes parece más contenida y podría contribuir a mitigar las presiones de recalentamiento que se observan actualmente en algunos de esos países.

La desaceleración de la actividad económica mundial se ha reflejado en los datos de las encuestas. En septiembre, el índice PMI global de producción de manufacturas y servicios aumentó ligeramente con respecto al mes anterior, pasando de 51,5 a 52 (véase gráfico 1). Por consiguiente, el índice sigue situándose por encima del umbral teórico de 50 que separa la expansión de la contracción, pero por debajo de la media registrada desde el año 2000. Por sectores, el índice PMI global de producción de manufacturas se situó en un nivel de 50 en septiembre, mientras que los 52,6 puntos registrados en el sector servicios sugieren una dinámica más bien moderada de la actividad económica también en este sector. El crecimiento de las nuevas actividades también parece haberse ralentizado aún más en el sector manufacturero, al tiempo que se ha acelerado ligeramente en el sector servicios. En consonancia con esta evolución de la actividad mundial en el sector manufacturero,

Gráfico 1 PMI: producción mundial

(índice de difusión; datos mensuales desestacionalizados)



Fuente: Markit.

los datos más recientes sobre el comercio mundial y el índice PMI de nuevos pedidos de exportación también sugieren un lento crecimiento del comercio internacional. En tasa intertrimestral, el crecimiento del comercio mundial de bienes (excluida la zona del euro) se moderó hasta el 0,3 % en julio, desde el 3 %, aproximadamente, observado en el primer trimestre del año.

La presión de los costes en la economía mundial parece haberse atenuado en cierta medida. En septiembre, el índice PMI global de precios de los bienes intermedios se redujo ligeramente, hasta 57,3, desde el nivel de 58 registrado en el mes anterior. Por consiguiente, se mantiene muy por debajo de los máximos alcanzados en el primer trimestre del año. En general, la inflación se ha estabilizado, en tasa interanual, en las economías avanzadas, mientras que, en las economías emergentes, las presiones inflacionistas siguen siendo más pronunciadas. En los países de la OCDE, la inflación interanual, medida por los precios de consumo, se situó en el 3,2 % en agosto de 2011, frente al 3,1 % de julio (véase gráfico 2). Los fuertes aumentos de los precios de la energía y los alimentos impulsaron al alza la tasa de inflación. Excluidos la energía y los alimentos, la inflación interanual se situó en el 1,8 % en agosto, frente al 1,7 % de julio. En los mercados emergentes, las tasas de inflación siguen siendo elevadas como consecuencia de las restricciones de la capacidad productiva y de la mayor ponderación asignada a las materias primas en sus respectivas cestas de consumo.

ESTADOS UNIDOS

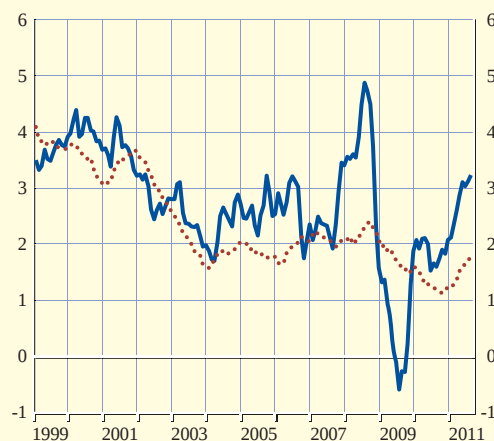
En Estados Unidos, la recuperación económica siguió siendo lenta en el segundo trimestre de 2011. Según la tercera estimación de la Oficina de Análisis Económico, el PIB real creció a una tasa interanual del 1,3 % en el segundo trimestre de 2011 (0,3 % en tasa intertrimestral). Esta cifra es mayor que la estimada anteriormente y se registra tras un crecimiento del 0,4 % en tasa anualizada en el primer trimestre del año (véase gráfico 3). El moderado crecimiento registrado en el segundo trimestre siguió reflejando tanto una desaceleración del gasto en consumo personal, en la medida en que el aumento de los precios de la energía redujo la renta disponible, como los efectos de las distorsiones de la oferta resultantes del gran terremoto que asoló la región oriental de Japón y que se dejaron sentir especialmente en el sector del automóvil. La inversión empresarial siguió creciendo, mientras que la inversión residencial repuntó tras una caída en el primer trimestre. En comparación con la estimación anterior, la revisión al alza del crecimiento del PIB en el segundo trimestre fue resultado, principalmente, de las mayores contribuciones del gasto en consumo de las exportaciones y, en menor medida, de la inversión privada en capital fijo, que solo se contrarrestaron, en parte, con una contribución más negativa de las existencias.

Por lo que respecta a la evolución de los precios, la inflación interanual medida por el IPC aumentó desde el 3,6 % de julio hasta el 3,8 % en agosto de 2011, la cifra más alta registrada desde septiembre de 2008. El aumento de la inflación general a lo largo de 2011 continúa reflejando una acusada subida

Gráfico 2 Evolución internacional de los precios

(datos mensuales; tasas de variación interanual)

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



Fuente: OCDE.

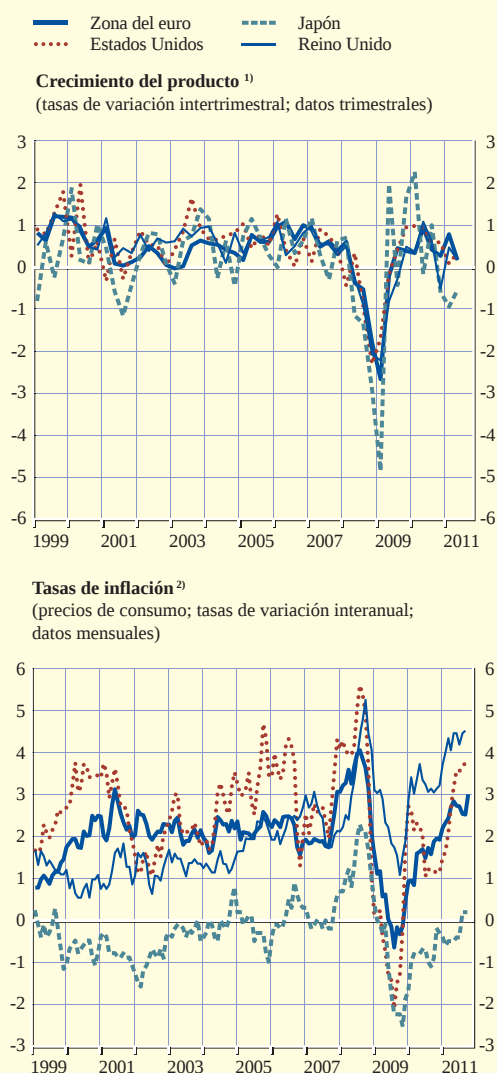
de los precios de la energía, que, pese a una ligera moderación en los últimos meses, se situaban, en agosto de 2011, un 18,4% por encima del nivel registrado un año antes. Además, la inflación del precio de los alimentos siguió incrementándose hasta el 4,6%. Excluidos la energía y los alimentos, la inflación interanual continuó aumentando hasta el 2% en agosto, desde el 1,8% registrado en julio. En parte, el repunte de la inflación subyacente con respecto a los bajos niveles de 2010 tiene su origen en un incremento gradual pero sostenido de los costes de la vivienda desde unos niveles muy bajos.

El 21 de septiembre de 2011, el Comité de Operaciones de Mercado Abierto de la Reserva Federal decidió mantener en una banda del 0% al 0,25% el objetivo fijado para el tipo de interés de los fondos federales y siguió previendo 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. Al mismo tiempo, el Comité anunció nuevas medidas para estimular la lenta recuperación económica y ayudar a favorecer las condiciones en los mercados hipotecarios, incluida una ampliación del vencimiento medio de sus tenencias de valores.

JAPÓN

En Japón, la segunda publicación de los datos de las cuentas nacionales correspondientes al segundo trimestre de 2011 confirmó el impacto negativo del terremoto y del tsunami de marzo de este año mostrando que la economía japonesa sufrió una contracción del 0,5% en tasa intertrimestral, lo que representa una revisión a la baja en comparación con la estimación anterior. No obstante, según los indicadores mensuales recientes, la recuperación de la economía japonesa está en curso, observándose una gradual moderación de las restricciones por el lado de la oferta provocadas por el terremoto. Pese a que en julio y agosto solo se registró un ligero aumento, la producción industrial casi se ha recuperado hasta el nivel observado antes del desastre natural (actualmente se sitúa en torno al 96% del nivel de febrero). De la misma manera, las exportaciones reales de bienes, medidas por el índice de exportación real del Banco de Japón, también crecieron marginalmente en agosto (0,1% en tasa intermensual), pero el índice se sitúa actualmente solo un 2% por debajo de los niveles de febrero, tras los sólidos aumentos registrados en mayo y junio. Al mismo tiempo, las importaciones reales de bienes continuaron creciendo, aunque de forma moderada.

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.

Por lo que respecta a la evolución de los precios de consumo, la inflación interanual, medida por el IPC, se situó en el 0,2 % en agosto, el mismo nivel del mes anterior. Excluidos los alimentos frescos, la inflación interanual medida por el IPC aumentó desde el 0,1 % hasta el 0,2 % en agosto, mientras que, si se excluyen la energía y los alimentos, la tasa se mantuvo en territorio negativo (-0,5 % en agosto). El Banco de Japón decidió, en su reunión de 7 de septiembre de 2011, mantener sin variación, entre el 0,0 % y el 0,1 %, el objetivo fijado para los tipos de interés de los préstamos a un día sin garantía.

REINO UNIDO

En el Reino Unido, la actividad económica siguió siendo débil durante el tercer trimestre de 2011, de acuerdo con los indicadores mensuales. La mayoría de las encuestas de opinión y de los indicadores de consumo de los hogares continuaron siendo relativamente moderados en agosto y septiembre. Por consiguiente, es probable que el repunte del crecimiento observado a corto plazo siga siendo limitado, aunque los estímulos monetarios deberían respaldar la actividad económica. Todavía se prevé que el crecimiento de la demanda externa 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, habiéndose incrementado en agosto hasta el 4,5 %, desde el 4,4 % de julio. Por el contrario, la inflación subyacente (medida por la inflación del IPC, excluidos la energía y los alimentos no elaborados) se redujo del 3,8 % al 3,7 %. A corto plazo, es probable que la inflación aumente, pero, de cara a un futuro más lejano, la gradual desaparición de determinados factores transitorios (incluidos los precios más altos de las materias primas, 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, contribuirá a atenuar las presiones inflacionistas. En los últimos trimestres, el Comité de Política Monetaria del Bank of England ha mantenido en el 0,5 % el tipo de interés oficial al que se remuneran las reservas de las entidades de crédito. El 6 de octubre, el Comité decidió incrementar en 75 mm de libras esterlinas las compras de activos financiadas mediante la emisión de reservas del banco central, que se sumarían al saldo remanente de compras anteriores, que ascendía a 200 mm de libras esterlinas.

CHINA

En China, el crecimiento económico siguió moderándose en agosto. El índice PMI indica un debilitamiento de la actividad económica tanto en el sector manufacturero como en el sector servicios, principalmente como consecuencia de un deterioro de la situación de la demanda externa y de la adopción de políticas internas más restrictivas. Aunque el comercio exterior ha perdido impulso en comparación con el comienzo del año, las importaciones registraron un fuerte repunte en agosto, lo que indica que se está disipando el impacto de las distorsiones temporales en las cadenas de producción causadas por las secuelas del terremoto y del tsunami en Japón. La inversión en activos fijos siguió siendo vigorosa, debido principalmente al mantenimiento de las políticas de estímulo en el sector de la vivienda.

En agosto, la inflación interanual medida por el IPC se redujo hasta el 6,3 %, desde el 6,5 % registrado en julio, impulsada, fundamentalmente, por una moderación de los precios de los alimentos. Se prevé que la reciente estabilización de los precios de las materias primas y de los alimentos atenúe las presiones inflacionistas en los próximos meses y sitúe la inflación en niveles más cercanos al objetivo del 4 % establecido por las autoridades. Tanto los nuevos préstamos internos como el crecimiento de M2 experimentaron nuevas desaceleraciones en agosto, como consecuencia de la aplicación de una política monetaria más restrictiva durante el primer semestre del año. El Banco Central de la República Popular China ha mantenido sin variación desde julio sus tipos de interés oficiales y el coeficiente de reservas, lo que marca una interrupción de su política de endurecimiento en un contexto de creciente inquietud respecto a las perspectivas de la economía mundial.

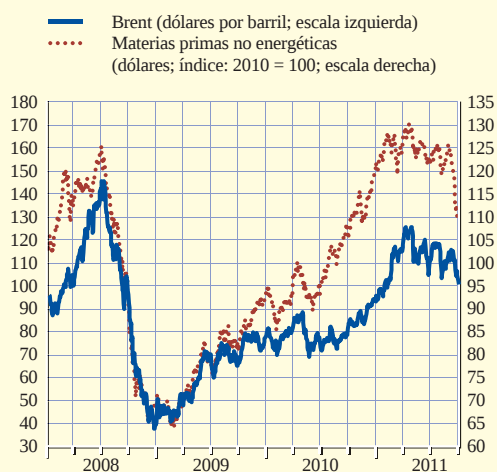
1.2 MERCADOS DE MATERIAS PRIMAS

Los precios del petróleo descendieron en septiembre y en los primeros días de octubre. El precio del barril de Brent se situaba, el 5 de octubre, en 100,7 dólares estadounidenses, es decir, todavía un 8,1 % por encima del nivel de comienzos del año, pero un 12 % por debajo del registrado a principios de septiembre (véase gráfico 4). De cara al futuro, los participantes en el mercado prevén que los precios del petróleo sean más bajos en el medio plazo y los futuros con entrega en diciembre de 2012 se negocian actualmente en torno a 96,1 dólares estadounidenses el barril.

El descenso de los precios se produjo en un contexto de intensificación de las turbulencias en los mercados financieros y de la consiguiente preocupación respecto a las perspectivas de la economía mundial. Aunque ello no ha afectado todavía a las cifras actuales de demanda, especialmente en las economías emergentes, la Agencia Internacional de la Energía ha recortado sus proyecciones de demanda para 2011 y 2012.

Los precios de las materias primas no energéticas descendieron durante el mes de septiembre. La inquietud respecto a las perspectivas de la economía mundial y su posible impacto sobre la demanda de materias primas afectó a los precios tanto de los alimentos como de los metales. En cifras agregadas, el índice de precios de las materias primas no energéticas (denominado en dólares estadounidenses) se situaba, a finales de septiembre, un 10,3 % por debajo del nivel de comienzos del año. En el recuadro 1 se analizan las correlaciones entre los rendimientos de las materias primas y los rendimientos financieros.

Gráfico 4 Evolución de los precios de las materias primas



Fuentes: Bloomberg y HWWI.

Recuadro 1

FINANCIARIZACIÓN DE LAS MATERIAS PRIMAS Y RENDIMIENTOS DE MERCADO CRUZADOS

Desde mediados de la década del 2000, se ha intensificado la negociación de futuros sobre materias primas, un fenómeno que, con frecuencia, se denomina «financiarización de las materias primas». Uno de los principales factores determinantes de este proceso es el creciente interés de los inversores en mantener materias primas —o instrumentos de inversión vinculados a las mismas— como parte de su estrategia de diversificación de las carteras, basándose en la correlación históricamente baja entre los rendimientos de las materias primas y los rendimientos financieros.

En los últimos años, la intensificación de la actividad de negociación también podría haber tenido su origen en el comportamiento de las entidades de crédito que han creado y comercializado fondos de inversión orientados al seguimiento de determinados índices de precios de materias primas (los llamados «fondos de índices»), proporcionando así a sus tenedores un medio fácil de ganar exposición a las fluctuaciones de los precios de dichas materias. Los fondos de índices que emulan a un índice

dado de materias primas —siguiendo estrategias de inversión pasivas que suponen principalmente la compra de futuros¹— podrían haber contribuido a mantener una presión constante sobre los precios de los futuros de diversas materias primas, lo que habría hecho que su evolución fuese más similar.

Los responsables de la política económica han venido prestando atención a la presunta evidencia de correlaciones cada vez más estrechas entre los rendimientos de las materias primas y los rendimientos financieros —es decir, por encima de lo que cabría justificar en razón de la evolución de los determinantes fundamentales de los precios de las materias primas—, dado que ello podría entrañar diversas consecuencias negativas para la política monetaria y la estabilidad financiera. Si los precios de las materias primas han mostrado una correlación más estrecha con los precios financieros y más débil con sus fundamentos específicos, la inflación podría resultar excesivamente volátil y los ciclos económicos podrían verse atenuados o estimulados por fluctuaciones de los precios de las materias primas más volátiles que las experimentadas hasta ahora. Además, una correlación más estrecha entre los rendimientos de las materias primas y los rendimientos financieros podría afectar a la exposición al riesgo de las carteras mundiales.

En este contexto, se examina a continuación la evolución de esas correlaciones en los últimos diez años y se presenta alguna evidencia para determinar si los cambios en la actividad de negociación de determinadas materias primas podrían haber tenido el potencial suficiente para afectar a dichas correlaciones.

Correlación entre los rendimientos de las materias primas y los rendimientos financieros

La evidencia empírica sugiere claramente que las correlaciones entre los rendimientos de las materias primas y los rendimientos financieros se han intensificado desde comienzos de la década del 2000. Como puede observarse en el gráfico A, los precios de las materias primas y los mercados bursátiles mundiales se han ido sincronizando cada vez más, aproximadamente desde el año 2003, y han seguido, en gran medida, la misma trayectoria desde 2008.

Esta tendencia se confirma analizando la evolución en el tiempo de las correlaciones entre el rendimiento de algunas materias primas y el índice de rendimientos de la renta variable mundial (expresado en dólares estadounidenses) con una frecuencia semanal desde el 30 de septiembre de 1997 (véase gráfico B). Si bien las tres

1 Los fondos de índices suelen adoptar posiciones largas en los mercados de futuros y tienden a renovar estos contratos hasta el vencimiento siguiente a medida que se aproxima la fecha de entrega, ya que no están interesados en la entrega física del producto en cuestión. Por consiguiente, estas posiciones largas no reflejan ninguna actitud o expectativa de una posterior evolución de los precios. Los fondos intervienen solo en el período de renovación, es decir, cuando se aproxima la fecha de vencimiento del contrato de futuros, y lo hacen vendiendo el contrato que está a punto de vencer y reemplazándolo por otro a plazo más largo. Hay que reconocer, no obstante, que algunos de estos fondos sí almacenan físicamente metales preciosos y, en ciertos casos, incluso cobre.

Gráfico A Evolución de los precios de las materias primas y de la renta variable

(índice: 29 de diciembre de 1998 = 100; datos semanales)



Fuente: Thomson Reuters.

Nota: La observación más reciente corresponde al 13 de septiembre de 2011.

correlaciones seleccionadas oscilaron dentro de un intervalo más bien estrecho entre 1997 y 2008, mostraron movimientos conjuntos al alza en el contexto de las turbulencias provocadas por la quiebra de Lehman Brothers (hasta alrededor de 0,5) y se mantuvieron en niveles elevados en comparación con la media del decenio anterior.

La justificación teórica de una correlación más elevada entre los rendimientos de las materias primas y los de la renta variable es que los inversores financieros pueden ser más sensibles a la publicación de datos macroeconómicos que a las variables fundamentales que rigen para las diversas materias primas, lo que significa que la evolución de los principales indicadores macroeconómicos podría constituir un factor determinante tanto para las materias primas como para los activos financieros, lo que elevaría su correlación.

Correlación entre los rendimientos de diversas materias primas

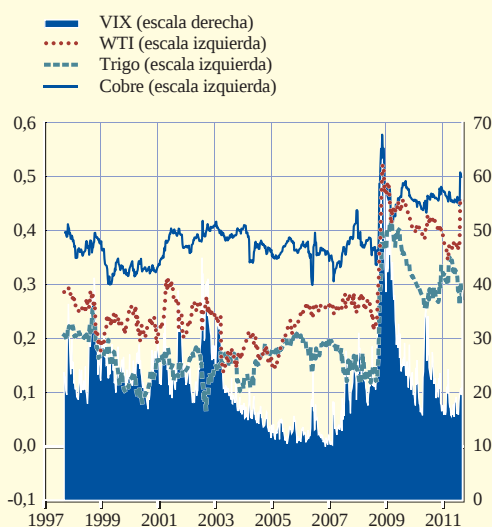
En el gráfico C se presenta información resumida procedente de la matriz de correlación de los rendimientos de 12 futuros sobre materias primas seleccionadas², es decir, la correlación mediana y sus percentiles décimo y nonagésimo. Al igual que en el caso de la relación entre los precios de las materias primas y la renta variable, las correlaciones entre los rendimientos de diversas materias primas se mantuvieron más bien estables entre 1997 y mediados de 2008, para registrar, posteriormente, un súbito aumento récord con alguna persistencia a niveles más elevados.

A ello podría haber contribuido el comportamiento de los fondos de índices que asignan simultáneamente las entradas de capital provenientes de los inversores a las materias primas que componen el índice estudiado. No obstante, los estudios recientes³ siguen siendo poco concluyentes al respecto y la mayoría de los resultados disponibles hasta la fecha sugieren la ausencia de efectos significativos.

En resumen, tanto las correlaciones entre los rendimientos de las materias primas y los de la renta variable como las correlaciones entre los rendimientos de distintas materias primas fueron más elevados tras las turbulencias financieras de septiembre de 2008. Sin embargo, no alcanzaron valores comparables a los observados a escala mundial en el caso de las correlaciones entre los mercados bursátiles⁴.

Gráfico B Correlaciones entre los rendimientos de las materias primas y los de la renta variable

(escala izquierda: correlación; escala derecha: volatilidad; datos semanales)



Fuentes: Bloomberg, Thomson Reuters y cálculos del BCE.

Notas: El índice de renta variable es el índice bursátil mundial expresado en dólares estadounidenses. VIX es la volatilidad implícita del índice del mercado bursátil de Estados Unidos. WTI es el petróleo crudo West Texas Intermediate. La observación más reciente corresponde al 13 de septiembre de 2011.

² Café, cobre, algodón, gas, oro, petróleo para calefacción, maíz, plata, soja, platino, trigo y petróleo crudo WTI.

³ S. H. Irwin y D. R. Sanders, «The impact of index and swap funds on commodity futures markets», *OECD Food, Agriculture and Fisheries Working Papers*, n.º 27, 2010.

K. J. Singleton, «Investors flows and the 2008 boom/bust in oil prices», *Working Paper*, Stanford Graduate School of Business, 2011.

H. Stoll y R. Whaley, «Commodity index investing and commodity futures prices», *Journal of Applied Finance*, 20, 2010, pp. 7-46.

K. Tang y W. Xiong, «Index investing and the financialization of commodities», *Working Paper*, Princeton University, 2011.

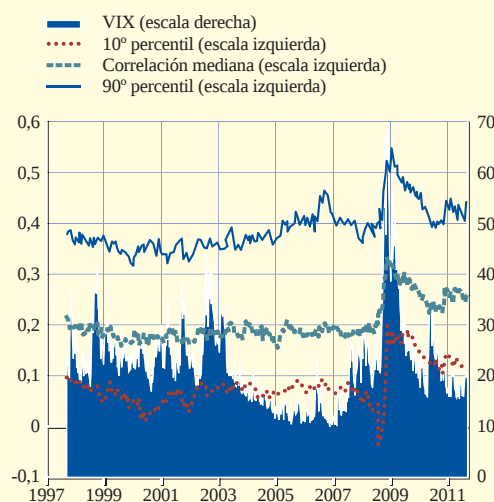
⁴ Por ejemplo, las correlaciones entre los rendimientos de los mercados bursátiles de Estados Unidos y los de la zona del euro se estiman normalmente en un intervalo de 0,8 a 0,9.

Por lo tanto, el presunto argumento de que las materias primas podrían haber dejado de ser útiles como estrategia de diversificación de las carteras internacionales no parece estar bien fundamentado.

Además, los gráficos B y C también muestran el índice VIX de volatilidad del mercado bursátil de Estados Unidos, junto con las correlaciones, e indican que el pronunciado y simultáneo aumento de estas se produce exactamente en el momento en que la percepción global del riesgo, que recoge el índice VIX, alcanzó un máximo histórico. Esta evolución es coherente con la conclusión bien establecida de que las pruebas de contagio basadas en correlaciones presentan un sesgo al alza por las oscilaciones del nivel de volatilidad. Por otra parte, como las percepciones de riesgo no parecen haber aumentado permanentemente, es de prever que las correlaciones se reduzcan respecto a los últimos máximos a medida que se atenúen dichas percepciones. De hecho, ya se han observado algunos descensos tras la disminución de la volatilidad en relación con los máximos registrados recientemente.

Gráfico C Correlaciones entre los rendimientos de diversas materias primas

(escala izquierda: correlación; escala derecha: volatilidad; datos semanales)



Fuentes: Bloomberg, Thomson Reuters y cálculos del BCE.

Notas: VIX es la volatilidad implícita del índice del mercado bursátil de Estados Unidos. La correlación mediana es la mediana de las 66 correlaciones entre los rendimientos de 12 materias primas (véase nota 2 del texto). Los percentiles se refieren también a estas 66 correlaciones bilaterales. La observación más reciente corresponde al 13 de septiembre de 2011.

Actividad de negociación y correlaciones entre los rendimientos de diversas materias primas

Analizar la relación entre la actividad de negociación y las correlaciones entre materias primas es otra forma de evaluar el impacto de los fondos de índices. Si dichos índices afectan a las correlaciones a través de sus compras conjuntas de las materias primas que componen un índice dado, los rendimientos de un par de materias primas, también dado, deberían presentar una correlación más alta precisamente cuando la evolución correspondiente de la actividad de negociación guarda también una correlación más estrecha. La medida de la actividad de negociación empleada en el análisis es la tasa de variación del interés abierto, es decir, el número de contratos de futuros pendientes correspondientes a las materias primas seleccionadas⁵.

En el gráfico D se muestran los resultados correspondientes a uno de esos pares de materias primas que normalmente presentan una alta correlación estructural, debido a la influencia común de factores relacionados con las condiciones meteorológicas: el maíz y el trigo⁶. En primer lugar, las correlaciones de la actividad de negociación parecen ser sumamente bajas y erráticas, mientras que las correlaciones entre rendimientos son mucho más altas y menos volátiles. Además, la mayor parte de los picos observados en la correlación entre las dos medidas de la actividad de negociación se producen en momentos en los que las correlaciones entre los rendimientos son bajas, lo que sugiere la

5 La actividad de negociación se mide a través del interés abierto en los contratos de futuros que se mantienen en las bolsas de valores de Estados Unidos. La *U.S. Commodity Futures Trading Commission (CFTC)* recopila estos datos con una frecuencia semanal.

6 El mismo análisis se ha realizado para los 65 pares de materias restantes de la lista que aparece en la nota 2 de este recuadro con resultados incluso menos concluyentes.

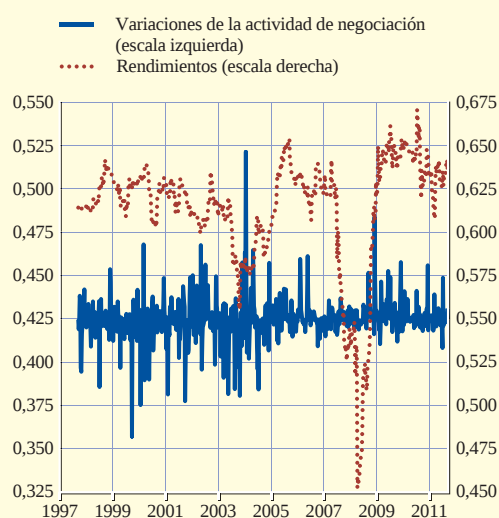
ausencia de fuerte efecto de la actividad sobre el movimiento coincidente de los rendimientos de las materias primas⁷.

En resumen, desde mediados de 2008, las correlaciones entre los rendimientos de diversas materias primas, así como entre los rendimientos de estas y los de la renta variable, se han disparado, aunque no han alcanzado niveles susceptibles de alterar el papel de diversificación de las carteras internacionales que desempeñan las materias primas. Además, el análisis que se presenta aquí no aporta ninguna justificación de peso respecto a la conclusión a menudo propuesta de que la actividad de negociación ha influido en el aumento de las correlaciones entre los rendimientos de diversas materias primas. Por el contrario, el incremento observado se debe, con mayor probabilidad, a otros factores, como los determinantes comunes del ciclo macroeconómico mundial.

7 La correlación muestral entre las dos medidas de correlación es de alrededor de 0,05.

Gráfico D Correlaciones dinámicas entre la actividad de negociación del maíz y el trigo y correlación correspondiente entre sus rendimientos

(correlaciones; datos semanales)



Fuentes: Bloomberg, CFTC y cálculos del BCE.

Nota: La observación más reciente corresponde al 13 de septiembre de 2011.

1.3 TIPOS DE CAMBIO

Desde finales de junio hasta principios de octubre, 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 depreció en un entorno de fuerte volatilidad, y el 5 de octubre se situaba un 3,7 % por debajo del nivel registrado a finales de junio de 2011 y un 1,9 % por debajo de la media de 2010 (véase gráfico 5).

En términos bilaterales, en los tres últimos meses el euro se ha depreciado frente a la mayoría de las principales monedas. Entre el 30 de junio y el 5 de octubre, el euro se depreció un 12 % frente al yen japonés, un 9 % frente al renminbi chino, un 7,7 % frente al dólar estadounidense y un 4,4 % frente a la libra esterlina. El franco suizo, tras haber experimentado una acusada apreciación hasta comienzos de septiembre, cotiza ahora por encima del tipo de cambio mínimo de 1,20 francos por euro fijado por el Banco Nacional de Suiza, y el 5 de octubre se situaba un 1,6 % por debajo del nivel de finales de junio (véase recuadro 2). La moneda única se apreció de forma notable frente a algunas otras monedas europeas, sobre todo frente al zloty polaco (un 10,1 %) y frente al forint húngaro (12,3 %) (véase cuadro 1). La volatilidad de los mercados, medida a partir de los precios de las opciones, aumentó significativamente durante el período considerado en todos los pares de monedas, y actualmente se sitúa muy por encima de las medias de largo plazo.

Entre el 30 de junio y el 5 de octubre de 2011, las monedas que participan en el MTC II se mantuvieron, en general, estables frente al euro, cotizando al tipo de cambio correspondiente a las respectivas paridades centrales o en torno a dichas paridades. El lats letón cotizó en niveles próximos a la zona débil de la banda de fluctuación de ± 1 %, establecida unilateralmente.

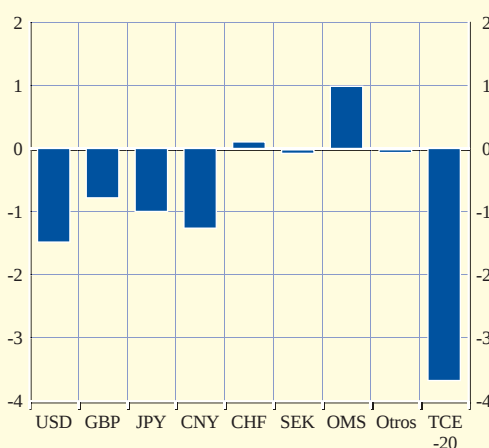
Gráfico 5 Tipo de cambio efectivo del euro (TCE-20) y sus componentes¹⁾

(datos diarios)

Índice: I 1999 = 100



Contribuciones a las variaciones del TCE-20²⁾
Del 30 de junio al 5 de octubre 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 5 de octubre de 2011	Apreciación (+)/depreciación (–) del euro a 5 de octubre de 2011		
			desde:		en comparación con: media 2010
			30 de junio de 2011	1 de enero de 2010	
Dólar estadounidense	19,4	1,334	-7,7	-7,3	0,6
Libra esterlina	17,8	0,863	-4,4	-3,2	0,6
Renminbi chino	13,6	8,504	-9,0	-13,4	-5,2
Yen japonés	8,3	102,3	-12,0	-23,5	-12,0
Franco suizo	6,4	1,227	1,6	-17,5	-11,1
Zloty polaco	4,9	4,395	10,1	7,1	10,0
Corona sueca	4,9	9,119	-0,6	-10,5	-4,4
Corona checa	4,1	24,81	1,9	-5,6	-1,9
Won coreano	3,9	1,586	2,8	-4,6	3,5
Forint húngaro	3,1	298,8	12,3	10,7	8,5
TCEN ²⁾		102,7	-3,7	-8,2	-1,9

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).

Recuadro 2

EVOLUCIÓN RECIENTE DEL TIPO DE CAMBIO
DEL FRANCO SUIZO FRENTE AL EURO

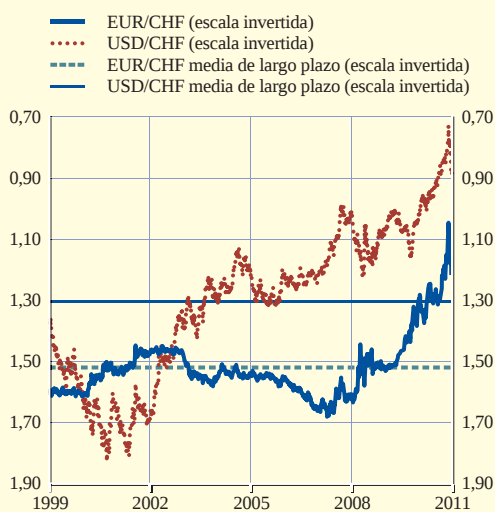
Desde comienzos de este año, la moneda suiza se ha apreciado significativamente, tanto frente al euro como frente a otras principales monedas. Tras el máximo alcanzado en agosto, el franco suizo cotiza actualmente por encima del tipo de cambio mínimo de 1,20 francos por euro fijado por el Banco Nacional de Suiza, bajo su propia responsabilidad, el 6 de septiembre de 2011. A principios de agosto, el tipo de cambio de la moneda suiza había alcanzado un máximo histórico de 1,05 francos por euro y de 0,73 francos por dólar estadounidense, lo que suponía una apreciación de alrededor del 20 % frente al euro y del 25 % frente al dólar desde el comienzo del año. Considerando la evolución en un período más largo, el tipo de cambio del franco suizo frente al euro se situó un 35 % por encima de la media registrada desde 1999.

La apreciación sostenida del franco suizo durante la crisis financiera mundial parece reflejar, en gran medida, su papel de moneda refugio, en un entorno de elevada aversión al riesgo. Además, la relativa capacidad de resistencia de la economía suiza durante la crisis, sus perspectivas de crecimiento relativamente favorables y la solidez de sus finanzas públicas constituyen factores adicionales a los que podrían atribuirse el incremento de las entradas de capital y el fortalecimiento del franco. Todo ello parece haberse intensificado aún más con el estrechamiento del diferencial de tipos de interés con respecto a otras principales economías, así como por las expectativas de una apreciación continuada de la moneda.

Desde mediados de agosto, la moneda suiza se fue depreciando ligeramente con respecto a sus máximos históricos. Tras el anuncio del Banco Nacional de Suiza, el 6 de septiembre, de que ya no toleraría un tipo de cambio inferior a 1,20 francos suizos por euro y de que la institución estaba preparada para comprar moneda extranjera en cantidades ilimitadas, el franco suizo se depreció alrededor de un 8 % ese mismo día y, desde entonces, se ha mantenido algo por encima del tipo de cambio mínimo fijado unilateralmente. Anteriormente, a principios de agosto, el Banco Nacional de Suiza había reducido el tipo de interés Libor a tres meses hasta un intervalo de 0,00 a 0,25 puntos porcentuales, con la intención de que se mantuviera lo más cercano posible a cero, dado que la institución consideraba que la evolución del tipo de cambio era una amenaza para la economía y hacía aumentar los riesgos a la baja para la estabilidad de precios. Además, el Banco Nacional de Suiza había incrementado repetidas veces la provisión de liquidez al mercado monetario del franco suizo mediante una progresiva expansión de los depósitos a la vista del sector bancario en el banco central, que pasaron de 80 mm de francos a 200 mm de francos a mediados de agosto. A tal efecto, no se renovaron las operaciones de cesión temporal ni las letras del banco central que vencían. Asimismo, se recompraron las letras del banco central pendientes y se realizaron operaciones de swaps de divisas y operaciones de cesión temporal con tipos de interés negativos. Como resultado de estas medidas, los tipos de interés a corto plazo se adentraron transitoriamente en territorio negativo.

Gráfico A Tipo de cambio del franco suizo frente al euro y frente al dólar estadounidense

(francos suizos por unidad de moneda)



Fuente: BCE.

Nota: La observación más reciente corresponde al 5 de octubre.

I.4 PERSPECTIVAS DEL ENTORNO EXTERIOR

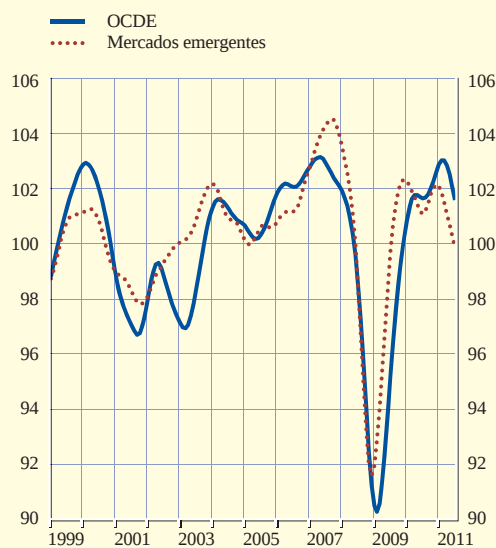
De cara al futuro, si bien la gradual desaparición de algunos factores transitorios adversos debería respaldar la actividad económica mundial en el segundo semestre del año, persisten las dificultades estructurales que afectan a las principales economías avanzadas, lo que limita su dinámica de crecimiento. La reaparición de las tensiones en los mercados financieros está amplificando aún más estos efectos adversos sobre la confianza, la riqueza y el crecimiento. La evolución reciente de los mercados bursátiles también se ha caracterizado por un aumento de la incertidumbre y ello podría retrasar aún más las decisiones de consumo y los planes de inversión. Los bajos niveles de confianza empresarial y de los consumidores parecen corroborar esta situación. Por consiguiente, a medio plazo, el ritmo de la recuperación podría seguir siendo especialmente lento en algunas de las principales economías avanzadas. Ello es coherente con la evolución del indicador sintético adelantado de la OCDE —diseñado para anticipar puntos de giro de la actividad económica en relación con la tendencia—

correspondiente a julio, que sigue apuntando a una desaceleración de la actividad en la mayoría de los países de la OCDE y en las principales economías que no forman parte de esta organización.

En un entorno de incertidumbre particularmente elevada, se mantienen los riesgos a la baja para la actividad. Estos riesgos guardan relación, principalmente, con las tensiones que aún se observan en algunos segmentos de los mercados financieros, así como con la persistencia de los altos precios de la energía, las presiones proteccionistas y la posibilidad de que se produzca una corrección desordenada de los desequilibrios mundiales.

Gráfico 6 Indicadores sintéticos adelantados de la OCDE

(datos mensuales; ajustados a la amplitud del ciclo)



Fuente: OCDE.

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

2 EVOLUCIÓN MONETARIA Y FINANCIERA

2.1 DINERO Y CRÉDITO DE LAS IFM

La tasa de crecimiento interanual de M3 se incrementó significativamente en agosto de 2011, mientras que la de los préstamos concedidos al sector privado experimentó un ligero aumento. En gran medida, esta evolución estuvo determinada por las operaciones realizadas a través de las entidades de contrapartida central, lo que respalda la valoración de que la intensificación de la crisis financiera y de la deuda soberana en agosto ha tenido un impacto evidente en la evolución del dinero y del crédito. Este impacto también fue visible en el incremento de los depósitos a un día y de las participaciones en fondos del mercado monetario. Si se analiza más allá de los flujos resultantes de la reestructuración de carteras provocada por el aumento de la incertidumbre en los mercados financieros, parece que la evolución del dinero y del crédito en la zona del euro se ha mantenido estacionaria, lo que sugiere que la tasa subyacente de expansión monetaria se ha estabilizado en un nivel moderado, en general.

EL AGREGADO MONETARIO AMPLIO M3

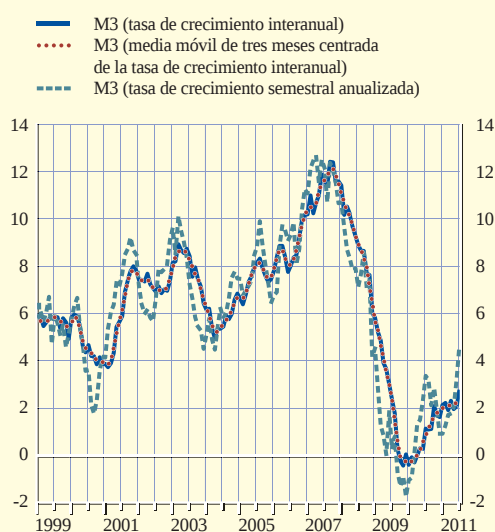
La tasa de crecimiento interanual de M3 aumentó hasta el 2,8% en agosto, desde el 2,1% de julio (véase gráfico 7). Esta evolución reflejó una tasa de crecimiento intermensual del 1,2%, lo que supone un incremento excepcionalmente elevado, que fue consecuencia de haber registrado las terceras entradas de fondos mensuales más voluminosas desde el comienzo de la tercera fase de la UEM. Es probable que los niveles particularmente altos de incertidumbre observados en los mercados financieros en agosto hayan contribuido de dos formas a estos considerables flujos de entrada: en primer lugar, la creciente intranquilidad de las entidades de crédito en relación con la solidez financiera percibida de sus contrapartidas puede haber disminuido debido a las significativas operaciones de préstamo entre IFM, realizadas mediante cesiones temporales negociadas a través de entidades de contrapartida central clasificadas dentro del sector tenedor de dinero; y, en segundo lugar, la evolución de los componentes de M3 apunta a algunos ajustes de cartera por parte del sector tenedor de dinero, que desplaza sus fondos hacia activos incluidos en M3, en detrimento de activos de mayor riesgo.

Por lo que respecta a los componentes, la tasa de crecimiento interanual de M1 se incrementó en agosto como consecuencia de las significativas entradas de fondos en depósitos a la vista del sector hogares, mientras que la de los otros depósitos a corto plazo (es decir, M2 menos M1) se redujo levemente. La tasa de crecimiento interanual de los instrumentos negociables (es decir, M3 menos M2) registró un aumento considerable, con unos flujos de entrada excepcionalmente cuantiosos en cesiones temporales y, en menor medida, en participaciones en fondos del mercado monetario.

En cuanto a las contrapartidas, la tasa de crecimiento interanual de los préstamos concedidos por las IFM al sector privado (ajustados por el impacto de las ventas y titulizaciones de préstamos) aumentó ligeramente, hasta situarse en el 2,8% en agosto,

Gráfico 7 Crecimiento de M3

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



Fuente: BCE.

frente al 2,6% del mes anterior. Las tasas de crecimiento interanual de los préstamos a los hogares y de los préstamos a las sociedades no financieras se mantuvieron sin variación, mientras que la de los préstamos a las empresas de seguros y fondos de pensiones se incrementó de forma notable.

Los principales activos mantenidos por las IFM de la zona del euro (excluido el Eurosistema) aumentaron en agosto por segundo mes consecutivo. Este incremento fue bastante generalizado, siendo particularmente significativa la contribución de los préstamos a IFM (excluido el Eurosistema), de los préstamos al sector privado y de las tenencias de activos exteriores. Si se considera el período de tres meses comprendido entre junio y agosto, los principales activos de las IFM (excluido el Eurosistema) registraron un ascenso más considerable que en el período de tres meses transcurido hasta julio.

PRINCIPALES COMPONENTES DE M3

La tasa de crecimiento interanual del agregado monetario estrecho M1 se incrementó notablemente en agosto, mientras que la de los otros depósitos a corto plazo se redujo levemente y la de los instrumentos negociables aumentó de manera considerable. Los depósitos a corto plazo distintos de los depósitos a la vista continuaron siendo los que más contribuyeron a la tasa de crecimiento interanual de M3.

La tasa de crecimiento interanual de M1 se incrementó hasta el 1,7% en agosto, frente al 1% de julio, siendo reflejo de los significativos flujos de entrada registrados en los depósitos a la vista, principalmente procedentes de los hogares. El efectivo en circulación también aumentó considerablemente en agosto.

La tasa de crecimiento interanual de los depósitos a corto plazo distintos de los depósitos a la vista se redujo ligeramente, hasta situarse en el 3,3% en agosto, desde el 3,7% registrado el mes anterior. Esta evolución fue consecuencia de los descensos registrados por las tasas de crecimiento interanual de los dos subcomponentes, pero ocultó flujos mensuales positivos. Las entradas en estos depósitos procedieron principalmente de los hogares, las empresas de seguros y los fondos de pensiones. La evolución de los depósitos en agosto está en consonancia con la disminución de las expectativas en torno a los tipos de interés del mercado monetario, que dio origen a un estrechamiento del diferencial entre la remuneración de los depósitos a la vista y la de otros depósitos a corto plazo (particularmente, los depósitos a plazo hasta dos años).

La tasa de crecimiento interanual de los instrumentos negociables aumentó significativamente, hasta situarse en el 5,4% en agosto, frente al 1,2% de julio. Los flujos de entrada excepcionalmente cuantiosos observados en agosto estuvieron impulsados por las cesiones temporales y las participaciones en fondos del mercado monetario. En gran medida, las cesiones temporales se negociaron a través de plataformas electrónicas clasificadas como intermediarios financieros no monetarios distintos de las empresas de seguros y fondos de pensiones (OIF). Es probable que estas operaciones respondan, en parte, a una preferencia por las operaciones de préstamos interbancarios con garantías realizadas a través de entidades de contrapartida central, debido a la intensificación de la incertidumbre sobre la solidez financiera percibida de las contrapartidas. Además, las participaciones en fondos del mercado monetario registraron sus primeras entradas significativas en ocho meses. En el contexto actual, resulta probable que estos flujos reflejen ajustes de cartera temporales. La utilización transitoria de estos instrumentos se observó durante el período en el que se produjeron desplazamientos de cartera extraordinario, entre 2001 y mediados de 2003.

La tasa de crecimiento interanual de los depósitos de M3, que incluyen los depósitos a corto plazo y las cesiones temporales, y que constituyen el agregado monetario más amplio para el que se dispone de un detalle puntual por sectores, aumentó hasta el 3,6% en agosto, desde el 2,8% observado el mes anterior.

Las tenencias de depósitos de M3 por parte de los intermediarios financieros no monetarios y de los hogares registraron incrementos intermensuales significativos, mientras que los depósitos de M3 en poder de las sociedades no financieras se mantuvieron prácticamente sin variación.

PRINCIPALES CONTRAPARTIDAS DE M3

En cuanto a las contrapartidas de M3, la tasa de crecimiento interanual del crédito concedido por las IFM a residentes en la zona del euro se situó en el 2,5% en agosto, sin cambios con respecto al mes anterior (véase cuadro 2). Esta evolución enmascara una intensificación del crecimiento del crédito concedido a las Administraciones Públicas y una moderación del crecimiento del crédito otorgado al sector privado.

La intensificación del crecimiento del crédito concedido a las Administraciones Públicas obedeció a las adquisiciones de valores de deuda pública, que se vieron contrarrestadas parcialmente por un descenso de la tasa de crecimiento interanual de los préstamos otorgados a este sector. La tasa de crecimiento interanual del crédito concedido a las Administraciones Públicas continuó siendo elevada, reflejando, en gran medida, el impacto de la financiación de anteriores transferencias de activos a estructuras de «bancos malos» clasificadas dentro del sector público.

La tasa de crecimiento interanual del crédito otorgado al sector privado disminuyó hasta el 1,8% en agosto, desde el 2% registrado el mes anterior. Esta evolución es consecuencia de la significativa contracción de las tenencias de acciones y valores distintos de acciones por parte de las IFM, y enmascara el fuerte aumento de los préstamos concedidos por este sector. El flujo mensual de préstamos concedidos por las IFM al sector privado (ajustados por ventas y titulizaciones) fue similar al de los préstamos mantenidos en los balances de estas instituciones, lo que sugiere que las ventas y titulizaciones de préstamos fueron moderadas en agosto. El flujo mensual de préstamos concedidos al sector

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 Jul	2011 Ago
M1	48,8	7,9	4,9	3,2	1,7	1,0	1,7
Efectivo en circulación	8,4	6,5	5,6	4,9	4,2	4,3	4,5
Depósitos a la vista	40,3	8,2	4,8	2,9	1,2	0,3	1,1
M2 - M1 (= otros depósitos a corto plazo)	38,8	-5,1	-1,1	1,3	3,4	3,7	3,3
Depósitos a plazo hasta dos años	18,9	-16,2	-8,7	-2,7	2,3	3,5	3,0
Depósitos disponibles con preaviso hasta tres meses	19,9	8,4	7,2	5,4	4,5	3,9	3,5
M2	87,6	1,8	2,2	2,4	2,4	2,2	2,4
M3 - M2 (= instrumentos negociables)	12,4	-6,5	-3,0	-1,7	-0,4	1,2	5,4
M3	100,0	0,7	1,5	1,9	2,1	2,1	2,8
Crédito a residentes en la zona del euro		2,1	3,4	3,7	3,1	2,5	2,5
Crédito a las Administraciones Públicas		7,8	11,8	10,9	6,5	4,9	5,3
Préstamos a las Administraciones Públicas		6,5	15,5	17,7	10,7	8,3	6,3
Crédito al sector privado		0,8	1,5	2,1	2,4	2,0	1,8
Préstamos al sector privado		1,0	1,7	2,4	2,6	2,4	2,6
Préstamos al sector privado ajustados de ventas y titulizaciones ²⁾		1,2	2,2	2,8	2,9	2,6	2,8
Pasivos financieros a más largo plazo (excluidos capital y reservas)		2,6	2,7	2,8	3,4	3,6	3,7

Fuente: BCE.

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

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

privado fue positivo de forma generalizada, destacando especialmente la contribución del sector de OIF, en la que se reflejan las operaciones de préstamos interbancarios realizadas a través de entidades de contrapartida central.

La tasa de crecimiento interanual de los préstamos concedidos por las IFM a las sociedades no financieras (ajustados por ventas y titulizaciones) se mantuvo sin variación en el 2,2 % en agosto. Las ventas y titulizaciones de préstamos fueron insignificantes, como en el mes anterior. Al mismo tiempo, la brecha entre la tasa de crecimiento interanual de los préstamos otorgados y la de los préstamos retenidos en los balances de las IFM siguió siendo considerable y obedeció a las considerables transferencias de préstamos a «bancos malos» en el segundo semestre de 2010. El detalle por plazos de vencimiento indica que se observaron flujos de entrada para todos los plazos, habiéndose registrado las entradas más cuantiosas en préstamos a más de un año. Una parte importante de la evolución mensual de los préstamos a las sociedades no financieras correspondió a los préstamos renovables y los descubiertos. La tasa de crecimiento interanual de los préstamos a corto plazo (es decir, préstamos hasta un año) se elevó en los últimos meses y se situó en el 4 % en agosto, mientras que los préstamos de uno a cinco años continuaron contrayéndose. La heterogeneidad entre los distintos países en la evolución de los préstamos siguió siendo significativa, en consonancia con la desigual recuperación de la actividad económica, con las diferencias en las necesidades de financiación externa de los diversos sectores industriales y con los variados niveles de endeudamiento de las sociedades no financieras en los diferentes países de la zona del euro.

Las tasas de crecimiento interanual de i) los préstamos concedidos por las IFM a los hogares ajustados por ventas y titulizaciones y ii) los préstamos otorgados a dicho sector retenidos en los balances de las IFM permanecieron sin variación con respecto al mes anterior, en el 2,7 % y el 3 %, respectivamente. En cuanto a los principales componentes del endeudamiento de los hogares, la tasa de crecimiento interanual de los préstamos para adquisición de vivienda no cambió, mientras que la del crédito al consumo aumentó ligeramente (pese a mantenerse negativa). La debilidad del crédito al consumo refleja, en

Cuadro 3 Préstamos de las IFM al sector privado

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

	Saldo vivo en porcentaje del total ¹⁾	Tasas de crecimiento interanual					
		2010 III	2010 IV	2011 I	2011 II	2011 Jul	2011 Ago
Sociedades no financieras	42,1	-1,2	-0,3	0,6	1,1	1,6	1,6
<i>Ajustados de ventas y titulizaciones²⁾</i>	-	-0,7	0,6	1,5	1,9	2,2	2,2
Hasta un año	24,7	-7,9	-4,6	-1,2	1,6	4,1	4,0
De uno a cinco años	18,3	-3,9	-2,6	-2,4	-2,9	-3,5	-3,1
Más de cinco años	57,0	3,1	2,6	2,4	2,2	2,2	2,2
Hogares³⁾	46,7	2,8	2,8	3,1	3,4	3,0	3,0
<i>Ajustados de ventas y titulizaciones²⁾</i>	-	2,9	3,0	3,1	3,0	2,7	2,7
Crédito al consumo ⁴⁾	12,0	-0,7	-0,9	-0,9	-0,9	-2,0	-1,6
Préstamos para adquisición de vivienda ⁴⁾	72,1	3,4	3,6	4,0	4,4	3,9	3,9
Otras finalidades	15,9	2,9	2,6	2,4	2,1	2,6	2,6
Empresas de seguros y fondos de pensiones	0,9	-1,0	7,7	7,6	3,2	3,8	9,8
Otros intermediarios financieros no monetarios	10,3	2,5	4,7	7,0	6,0	3,6	4,6

Fuente: BCE.

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

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

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

3) Según la definición del SEC 95.

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

cierta medida, una falta de disposición para realizar compras «importantes», debido a la continua atonía del crecimiento de la renta disponible y a los elevados niveles de endeudamiento de los hogares. En general, los datos de agosto confirman la valoración de que la recuperación de los préstamos a los hogares se ha estabilizado.

Para más detalles de la evolución de la demanda de préstamos por parte de las sociedades no financieras y los hogares de la zona del euro, véase el recuadro titulado «Resultados de la encuesta sobre préstamos bancarios en la zona del euro correspondiente al tercer trimestre de 2011».

Recuadro 3

RESULTADOS DE LA ENCUESTA SOBRE PRÉSTAMOS BANCARIOS EN LA ZONA DEL EURO CORRESPONDIENTE AL TERCER TRIMESTRE DE 2011

En este recuadro se presentan los principales resultados de la encuesta sobre préstamos bancarios en la zona del euro correspondiente al tercer trimestre de 2011, que realiza el Eurosistema y que se llevó a cabo entre el 15 y el 27 de septiembre de 2011¹. En conjunto, las entidades de crédito de la zona del euro señalaron que el endurecimiento neto de los criterios de concesión de los préstamos había aumentado considerablemente en comparación con el segundo trimestre de 2011, así como que este incremento había sido mayor de lo esperado por las entidades participantes en la encuesta tres meses antes. Esto es válido tanto para los préstamos a sociedades no financieras como para los préstamos a hogares para adquisición de vivienda, mientras que el endurecimiento de los criterios de aprobación del crédito al consumo y otros préstamos a hogares se incrementó solo moderadamente. En cuanto a la demanda de préstamos, las entidades encuestadas manifestaron que la demanda neta de préstamos por parte de las empresas había disminuido de manera significativa, así como que la de préstamos a hogares para adquisición de vivienda había registrado un descenso aún más acusado. El deterioro de los criterios de concesión y de la demanda de préstamos es reflejo, en gran medida, de la percepción de las entidades encuestadas de que los riesgos en torno a las perspectivas económicas habían aumentado, así como de las renovadas tensiones observadas en el acceso a la financiación por parte de las entidades de crédito. Aunque las expectativas de las entidades participantes en la encuesta apuntan a que los citados criterios y la demanda neta de préstamos a empresas seguirán deteriorándose en el cuarto trimestre de 2011, en el caso de los préstamos a hogares no esperan ningún deterioro adicional.

Préstamos y líneas de crédito a empresas

Criterios de aprobación del crédito: En el tercer trimestre de 2011, el porcentaje neto² de entidades que señalaron que los criterios de concesión de préstamos y líneas de crédito a empresas habían registrado un endurecimiento repuntó considerablemente, hasta el 16 % (en comparación con el 2 % del trimestre anterior; véase gráfico A). El endurecimiento neto observado fue mayor de lo esperado por las entidades encuestadas tres meses antes (6 %). Al mismo tiempo, al comparar la variación del grado de endurecimiento neto con el tercer trimestre de 2008, cuando se produjo la quiebra de

1 La fecha límite para la recepción de los datos de las entidades participantes fue el 27 de septiembre de 2011. El 6 de octubre de 2011 se publicó una valoración exhaustiva de los resultados en la dirección del BCE en Internet.

2 El porcentaje neto se refiere a la diferencia entre el porcentaje de entidades que ha indicado que los criterios de concesión de los préstamos se han endurecido y el de las que han señalado que se han relajado. Un porcentaje neto positivo indica que las entidades participantes han tendido a endurecer los criterios de aprobación («se han endurecido en términos netos»), mientras que un porcentaje neto negativo es indicativo de que las entidades han tendido a relajar los citados criterios («se han relajado en términos netos»).

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

(porcentaje neto)



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

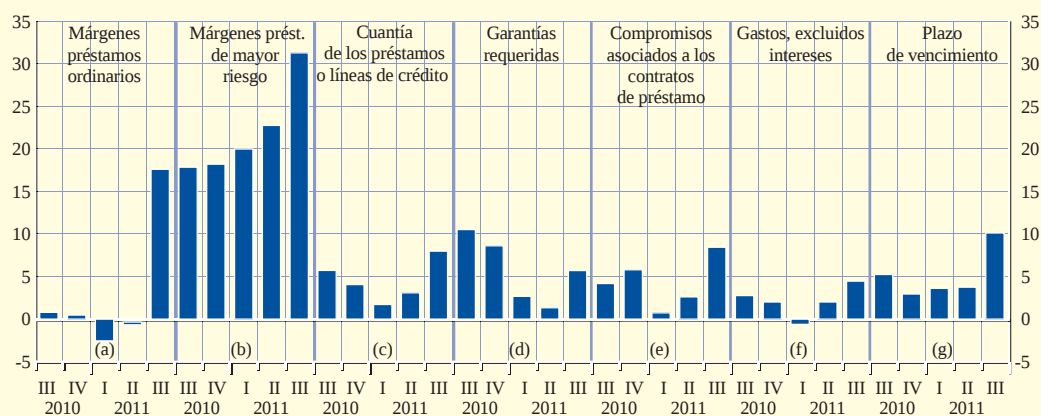
Lehman Brothers (64 %, frente al 43 % del segundo trimestre de 2008), se observa que el citado grado de endurecimiento neto parece ser más moderado, tanto en términos de nivel como de variación. En cuanto a los plazos de vencimiento, los criterios aplicados para la aprobación tanto de préstamos a corto plazo (11 %, desde el -3 % del trimestre anterior) como de préstamos a largo plazo (20 %, desde el 8 %) se endurecieron en términos netos. Además, el endurecimiento neto de los criterios de concesión aumentó tanto en el caso de los préstamos a pequeñas y medianas empresas (pymes; 14 %, desde el 3 %) como en el de los préstamos a grandes empresas (19 %, desde el 3 %).

Si se consideran los factores determinantes del endurecimiento neto general de los criterios de aprobación del crédito, los relacionados con la percepción de riesgos, en particular, las expectativas sobre la actividad económica general y las perspectivas relativas al sector o a sociedades concretas, contribuyeron considerablemente al endurecimiento (16 % y 22 %, respectivamente, frente al 11 % y el 10 % del segundo trimestre). Esto se debe principalmente a la moderación del ritmo de crecimiento económico y de la confianza empresarial observada en el tercer trimestre de 2011. Además, como consecuencia de las renovadas tensiones en el acceso a la financiación por parte de las entidades de crédito, los costes de financiación y disponibilidad de fondos de las entidades contribuyeron en mayor medida al endurecimiento neto de los criterios de aprobación del crédito que en el segundo trimestre. Este fue el caso de los tres componentes de este factor; a saber, los costes relacionados con el nivel de capital de las entidades (12 %, frente al 6 %), su capacidad para acceder a la financiación en los mercados (20 %, frente al 9 %) y su situación de liquidez (14 %, frente al 9 %). En cambio, como factores compensatorios, la presión de la competencia de otras entidades y de instituciones no bancarias había tenido un efecto moderador y un impacto prácticamente invariable, respectivamente (-3 % y 1 %, respectivamente, frente al -9 % y el -1 %), según los encuestados.

Según señalaron las entidades de crédito de la zona del euro encuestadas, la evolución de las condiciones de los nuevos préstamos y créditos refleja, en líneas generales, el endurecimiento neto de los criterios de concesión registrado en el tercer trimestre de 2011 (véase gráfico B). La ampliación de los

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

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



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

márgenes afectó de forma visible a los préstamos ordinarios (18%, frente al 0%), pero también a los préstamos de mayor riesgo (31%, frente al 23%), mientras que, en el segundo trimestre, solo se ampliaron los márgenes de estos últimos. Otras condiciones (por ejemplo, los gastos excluidos intereses, la cuantía y el plazo de vencimiento, así como las garantías requeridas) también se endurecieron en el tercer trimestre de 2011, pero en menor medida que los márgenes.

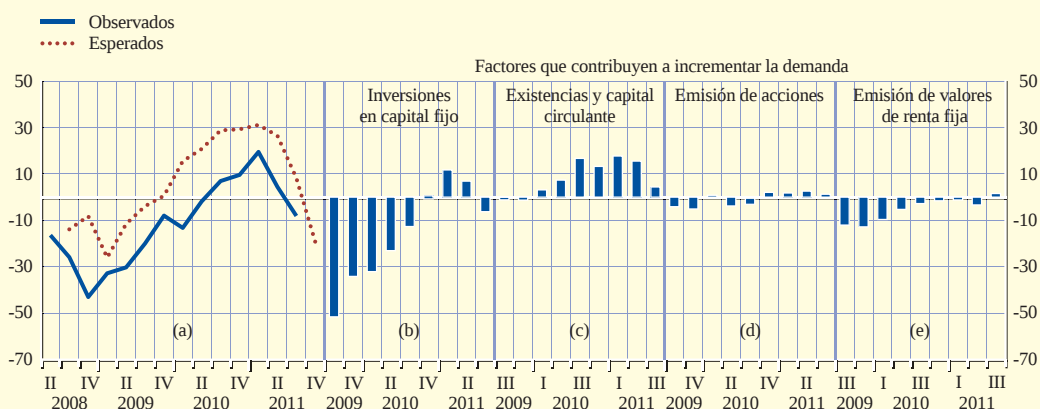
De cara al futuro, las entidades de crédito de la zona del euro esperan, en general, un nuevo aumento del endurecimiento neto de los criterios aplicados para la aprobación de préstamos a empresas en el cuarto trimestre de 2011 (hasta el 22%), y que este afecte principalmente a las grandes empresas, así como a los préstamos a largo plazo.

Demanda de préstamos: En el tercer trimestre de 2011, la demanda neta de préstamos por parte de las empresas disminuyó por primera vez desde el segundo trimestre de 2010. Este descenso fue significativo (-8%, frente al 4% del trimestre precedente; véase gráfico C) y fue reflejo, en gran parte, de la moderación del ritmo de crecimiento económico en la zona del euro y de la percepción de aumento de los riesgos relacionados con las expectativas económicas generales y con las relativas a sectores o sociedades concretas. Además, la demanda neta pareció evolucionar de forma homogénea en los distintos tamaños de empresas (-3% tanto en el caso de las pymes como en el de las grandes empresas), aunque la de las pymes había crecido más que la de las grandes empresas en el segundo trimestre (6% y 0%, respectivamente). Según las entidades participantes en la encuesta, la caída de la demanda neta de préstamos fue generalizada en todos los plazos de vencimiento (-4% para los préstamos a corto y a largo plazo).

Según las entidades encuestadas, la disminución de la demanda neta pareció estar principalmente impulsada por las menores necesidades de financiación de inversiones en capital fijo (-6%, frente al 7% del trimestre anterior), así como de operaciones de fusión y adquisición (-4%, frente al 5%) y, por tanto, fue acorde con las perspectivas generales de moderación del crecimiento económico. Las necesidades de financiación de existencias y capital circulante también fueron más reducidas (4%, frente al 16%), aunque siguieron contribuyendo al aumento de la demanda de préstamos.

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

(porcentaje neto)



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

De cara al futuro, las entidades de crédito esperan que la demanda de préstamos por parte de empresas continúe disminuyendo en el cuarto trimestre de 2011 (-19%, en términos netos). Esto sería aplicable tanto a las pymes como a las grandes empresas. En cuanto a los plazos de vencimiento, se espera que este descenso afecte en mayor medida a los préstamos a largo plazo (-22%) que a los de corto plazo (-11%).

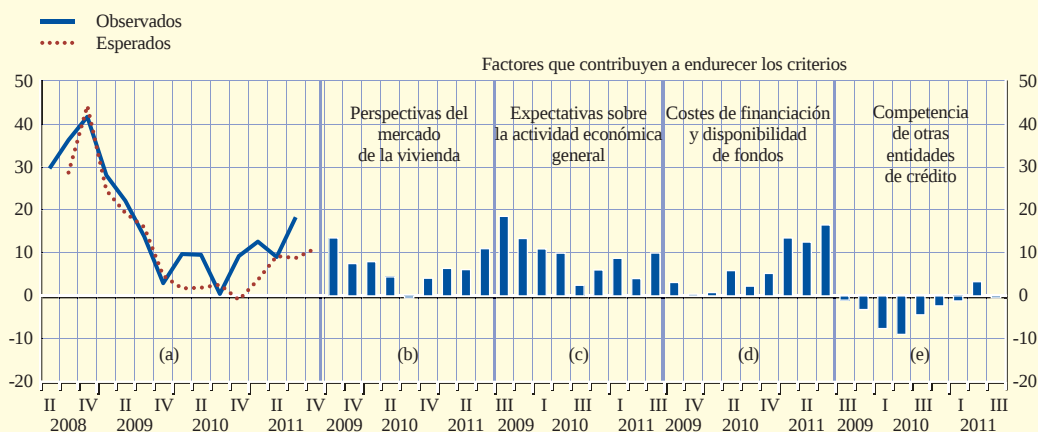
Préstamos a hogares para adquisición de vivienda

Criterios de aprobación del crédito: En el tercer trimestre de 2011, el porcentaje neto de entidades que señaló que se había producido un endurecimiento de los criterios de concesión de los préstamos a hogares para adquisición de vivienda aumentó de manera significativa, hasta el 18%, desde el 9% del segundo trimestre (véase gráfico D), y más de lo esperado en ese trimestre (9%). Según las entidades encuestadas, el mayor grado de endurecimiento neto observado en el tercer trimestre estuvo de nuevo impulsado, en gran medida, por los costes de financiación y disponibilidad de fondos de las entidades (en términos netos, el 17% indicó que este factor había contribuido al endurecimiento de los criterios, lo que representa un incremento con respecto al 13% del trimestre anterior). Además, los riesgos percibidos por las entidades con respecto a la actividad económica general (10%, desde el 4%) y al mercado de la vivienda (11%, desde el 6%) contribuyeron considerablemente al endurecimiento neto de los criterios de aprobación de los préstamos para adquisición de vivienda.

El sustancial aumento del grado de endurecimiento neto de los criterios de aprobación de los préstamos para adquisición de vivienda solo quedó reflejado, en cierta medida, en las condiciones aplicadas a los nuevos préstamos. El porcentaje neto de entidades que indicó que los márgenes de los préstamos ordinarios se habían incrementado se redujo hasta el 10% (desde el 13% del segundo trimestre), al igual que el porcentaje neto de entidades de la zona del euro que manifestó que los márgenes de los préstamos de mayor riesgo se habían ampliado, que descendió hasta el 14% (desde el 18%). Al mismo tiempo, las condiciones no relacionadas con el precio, principalmente el plazo de

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

(porcentaje neto)



Nota: Véanse las notas del gráfico A.

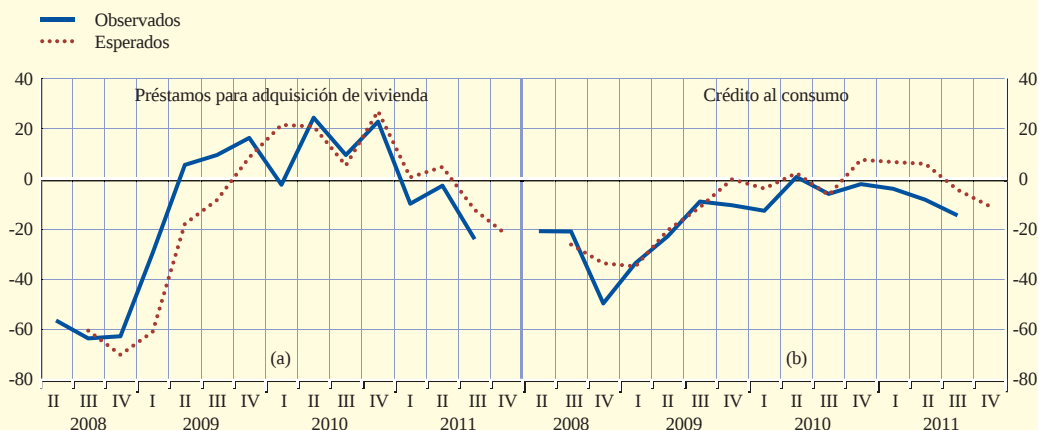
vencimiento de los préstamos (7 %, frente al 1 % del segundo trimestre), parecen haber contribuido al endurecimiento adicional de los criterios de aprobación.

De cara al futuro, las entidades esperan que el grado de endurecimiento neto de los criterios de concesión de préstamos para adquisición de vivienda disminuya ligeramente en el cuarto trimestre de 2011 (11 %).

Demanda de préstamos: De modo paralelo a la disminución de la demanda neta de préstamos por parte de las empresas y como consecuencia de la moderación del crecimiento económico, las entidades participantes en la encuesta señalaron que la demanda neta de préstamos para adquisición de vivienda se había reducido sustancialmente (-24 %, frente al -3 %; véase gráfico E). Este descenso

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

(porcentaje neto)



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

pareció estar impulsado, fundamentalmente, por el deterioro de las perspectivas relativas al mercado de la vivienda (–23 %, frente al –5 %) y de la confianza de los consumidores (–24 %, frente al –4 %).

De cara al futuro, las entidades esperan que la demanda de préstamos para adquisición de vivienda siga disminuyendo en una medida similar en el cuarto trimestre (–22 %, en términos netos).

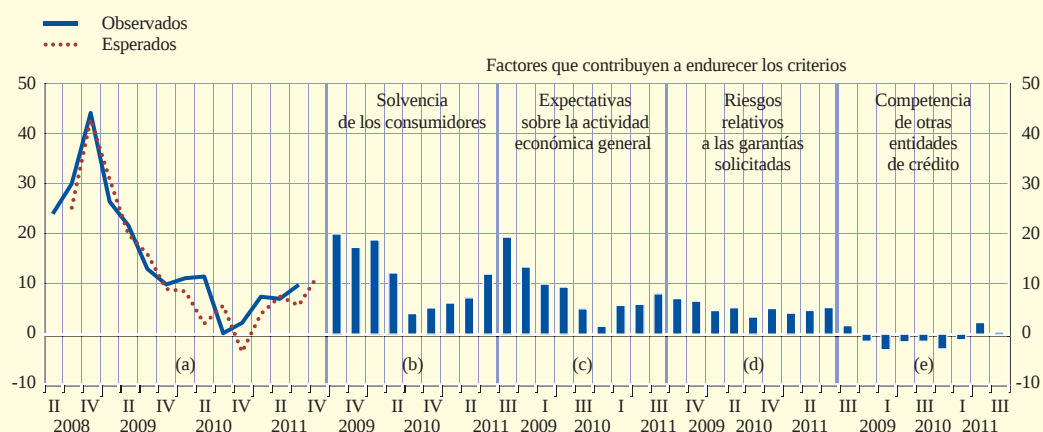
Crédito al consumo y otros préstamos a hogares

Criterios de aprobación del crédito: Para el tercer trimestre de 2011, las entidades de crédito de la zona del euro indicaron que el grado de endurecimiento neto de los criterios de aprobación del crédito al consumo y otros préstamos a hogares había aumentado moderadamente (10 %, frente al 7 %; véase gráfico F), mencionando como factores determinantes una combinación de factores relacionados con la oferta (es decir, los costes de financiación y disponibilidad de fondos) y con la percepción de riesgos (relacionados con las perspectivas económicas y la solvencia de los consumidores). Al igual que en el caso de los préstamos para adquisición de vivienda, el mayor endurecimiento neto de los criterios de aprobación no se tradujo en un aumento del endurecimiento de las condiciones relacionadas con el precio. El porcentaje neto de entidades que señaló una ampliación de sus márgenes disminuyó ligeramente en el tercer trimestre, mientras que la contribución de las condiciones no relacionadas con el precio apenas se modificó en comparación con la encuesta anterior.

De cara al futuro, en términos netos, el 12 % de las entidades espera que los criterios de aprobación del crédito al consumo y otros préstamos a hogares vuelvan a endurecerse ligeramente en el cuarto trimestre de 2011.

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

(porcentaje neto)



Nota: Véanse las notas del gráfico A.

Demanda de préstamos: En el tercer trimestre de 2011, las entidades encuestadas manifestaron que la demanda neta de crédito al consumo había vuelto a disminuir (–15 %, en términos netos, –8 % del trimestre anterior; véase gráfico E), principalmente como consecuencia de la menor confianza de los consumidores y de la reducción del gasto en bienes de consumo duradero.

De cara al futuro, las entidades esperan que la demanda de crédito al consumo continúe descendiendo en el cuarto trimestre de 2011 (-11 %, en términos netos).

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

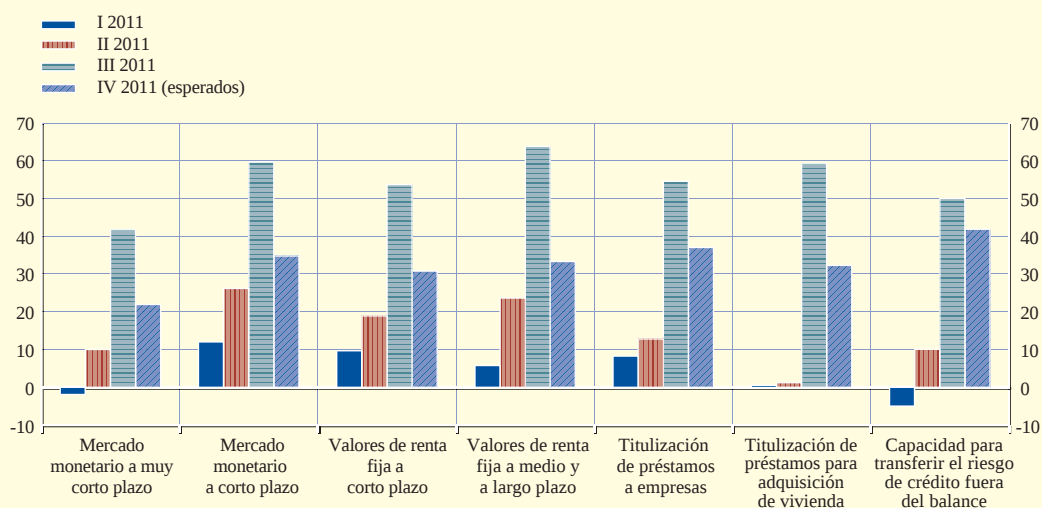
Al igual que en encuestas anteriores, en la de octubre de 2011 también se planteó una pregunta ad hoc con el objeto de valorar la medida en que las tensiones registradas en los mercados financieros habían afectado al acceso de las entidades de crédito a la financiación en los mercados mayoristas en el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

En términos netos, las entidades de la zona del euro participantes en la encuesta señalaron un deterioro sustancial del acceso a los mercados monetarios, tanto a los de muy corto plazo³ como a aquellos con plazos de vencimiento superiores a una semana, así como de la emisión de valores de renta fija para todos los plazos de vencimiento (véase gráfico G). Además, las condiciones de acceso a la titulización parecieron haberse deteriorado considerablemente en el tercer trimestre de 2011, tanto en el caso de la titulización fuera de balance o real como en el de la capacidad de las entidades para transferir riesgos fuera del balance (titulización sintética). Al mismo tiempo, de cara al futuro, las entidades de crédito de la zona del euro esperan que su acceso a la financiación mayorista se deteriore de manera menos pronunciada en el cuarto trimestre del año.

3 Menos de una semana.

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

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



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

Entre las demás contrapartidas de M3, la tasa de crecimiento interanual de los pasivos financieros a más largo plazo de las IFM (excluidos capital y reservas) se mantuvo prácticamente sin variación, situándose en el 3,7% en agosto, frente al 3,6% de julio. Esta evolución ocultó un nuevo fortalecimiento de la

tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones a más largo plazo de las IFM, que fue contrarrestado por un ligero descenso de la tasa de crecimiento interanual de los depósitos a más largo plazo. Los flujos mensuales positivos registrados en los valores distintos de acciones a más largo plazo de las IFM fueron consecuencia de la venta por parte de estas instituciones de sus tenencias de valores distintos de acciones al sector tenedor de dinero. En agosto se registraron, por undécimo mes consecutivo, flujos mensuales de entrada en capital y reservas, con lo que esta posición aumentó un total de 151 mm de euros en los doce últimos meses.

Los flujos interanuales de entrada registrados en la posición acreedora neta frente al exterior de las IFM aumentaron hasta situarse en 190 mm de euros en agosto, frente a los 166 mm de euros de julio (véase gráfico 8), como resultado de una entrada mensual de 17 mm de euros, que sería coherente con la adquisición de activos de la zona del euro al sector tenedor de dinero de la zona por parte de no residentes. Desde una perspectiva general del balance, estos resultados mensuales fueron consecuencia de una evolución expansiva, más que restrictiva, ya que las entidades de crédito principalmente concedieron más préstamos a no residentes e incurrieron en más pasivos por depósitos frente a ellos.

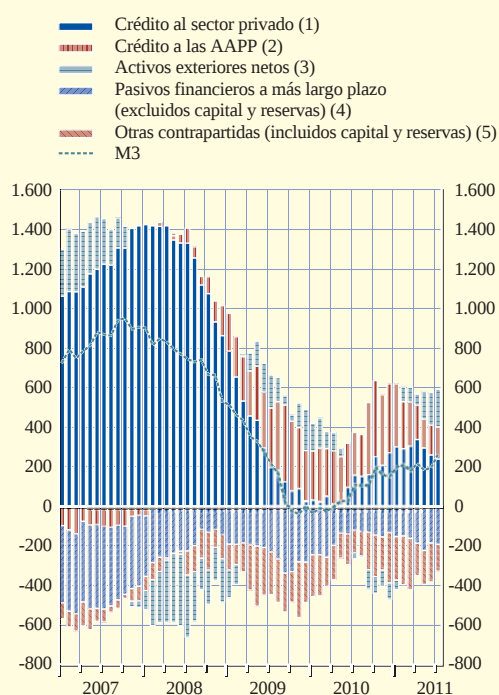
En general, si se considera más allá de los flujos resultantes de la reestructuración de carteras provocada por la intensificación de la incertidumbre en los mercados financieros, los datos más recientes apuntan a que la tasa subyacente de crecimiento monetario y del crédito se ha estabilizado en niveles moderados en los últimos meses. Al mismo tiempo, debería reconocerse que la agudización de la crisis financiera y de la deuda soberana en agosto ha tenido un impacto identificable en la evolución del dinero y del crédito. Sin embargo, los datos monetarios correspondientes a agosto también son acordes con nuevos aumentos del crédito concedido al sector privado no financiero por parte de las IFM de la zona del euro.

2.2 EMISIONES DE VALORES

La tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones emitidos por residentes en la zona del euro disminuyó ligeramente en julio de 2011, hasta situarse en el 3,8%, en un contexto de esfuerzos generalizados por mejorar la situación presupuestaria de los distintos países y de consolidación continua de los balances de las IFM, que contrarrestaron el repunte de la emisión de valores distintos de acciones por parte de las sociedades no financieras. Al mismo tiempo, la tasa de crecimiento interanual

Gráfico 8 Contrapartidas de M3

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



Fuente: BCE.

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

de la emisión de acciones cotizadas aumentó levemente, hasta el 1,8%. En lo que respecta a la actividad emisora, el período analizado no recoge las tensiones financieras más recientes producidas desde agosto, que probablemente hayan afectado de manera significativa a la financiación de algunos sectores en los mercados.

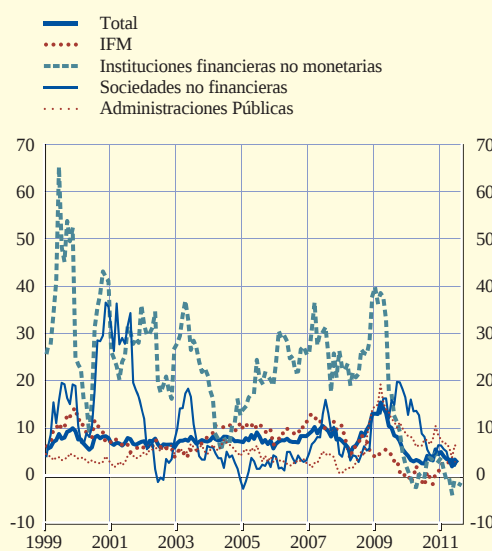
VALORES DISTINTOS DE ACCIONES

En julio de 2011, la tasa de crecimiento anualizada de los valores distintos de acciones emitidos por residentes en la zona del euro se redujo ligeramente, hasta el 3,8%, desde el 3,9% registrado el mes anterior (véase cuadro 4). Esta evolución general estuvo impulsada, principalmente, por la emisión de valores distintos de acciones a largo plazo a tipo de interés fijo, mientras que la emisión de valores a corto plazo continuó descendiendo, al igual que la emisión de valores a largo plazo a tipo de interés variable. Si se analizan las tendencias a corto plazo, la tasa de crecimiento semestral anualizada y desestacionalizada de los valores distintos de acciones emitidos cayó hasta el 2,6% en julio de 2011, desde el 3,3% de junio (véase gráfico 9). Esta disminución obedeció, básicamente, a una desaceleración de la tasa de crecimiento de la emisión de este tipo de valores por parte de las IFM y del sector público.

Desde principios de 2010, el retroceso de las emisiones de valores a corto plazo se ha visto compensado con creces por el crecimiento de las emisiones de valores distintos de acciones a largo plazo a tipo de interés fijo. Esta tendencia continuó en julio de 2011. Aunque las emisiones de valores distintos de

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

(tasas de crecimiento semestrales anualizadas desestacionalizadas)



Fuente: BCE.

Cuadro 4 Valores emitidos por residentes en la zona del euro

Sector emisor	Saldo vivo (mm de euros) Julio 2011	Tasas de crecimiento interanual ¹⁾					
		2010 III	2010 IV	2011 I	2011 II	2011 Jun	2011 Jul
Valores distintos de acciones	16.240	3,4	3,6	3,7	3,5	3,9	3,8
IFM	5.371	-0,6	-0,1	0,6	1,1	1,7	1,8
Instituciones financieras no monetarias	3.270	0,9	1,3	1,8	0,8	0,7	0,9
Sociedades no financieras	850	10,6	8,5	6,3	3,9	4,1	4,7
Administraciones Públicas	6.749	7,6	7,5	7,3	6,9	7,3	6,8
De las cuales:							
Administración Central	6.161	7,3	7,1	6,7	6,1	6,5	6,2
Otras Administraciones Públicas	588	11,0	12,4	13,0	15,8	16,1	13,3
Acciones cotizadas	4.523	1,8	1,7	1,3	1,4	1,6	1,8
IFM	459	5,2	6,6	6,4	7,5	10,2	12,2
Instituciones financieras no monetarias	326	4,3	3,3	1,8	2,6	3,0	3,3
Sociedades no financieras	3.739	0,9	0,8	0,6	0,5	0,4	0,4

Fuente: BCE.

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

acciones a largo plazo a tipo de interés variable mostraron señales de moderada recuperación a finales de 2010 y comienzos de 2011, su evolución no fue sostenida, ya que en julio de 2011 disminuyeron levemente, continuando una tendencia muy débil que se inició en marzo del año en curso.

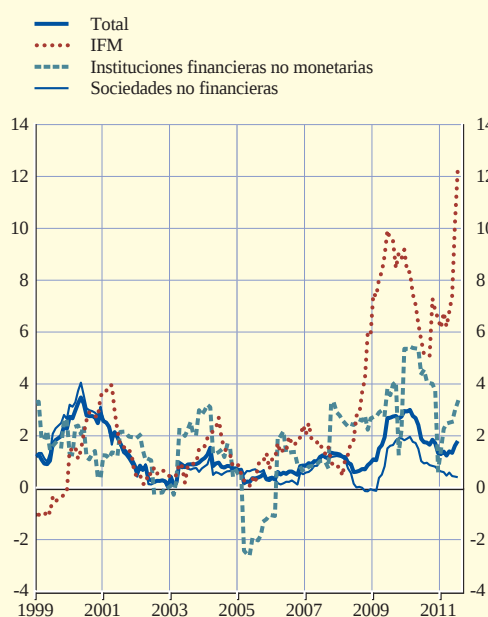
La tasa de crecimiento total de las emisiones de valores distintos de acciones registrada en julio oculta una evolución dispar en los distintos sectores. La tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones emitidos por el sector de Administraciones Públicas se redujo hasta el 6,8% en julio de 2011, desde el 7,3% de junio. En cambio, la tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones emitidos por las sociedades no financieras aumentó hasta el 4,7% en julio, desde el 4% de junio. Este mayor crecimiento de los valores distintos de acciones emitidos por el sector empresas puede explicarse, en parte, por unos criterios de concesión de crédito bancario relativamente estrictos en un momento en el que las condiciones financieras en los mercados de deuda todavía eran favorables. Sin embargo, la actividad emisora del sector empresas sigue estando muy por debajo de las cotas máximas alcanzadas en 2009 y 2010, y es posible que se hayan visto afectadas por la reciente intensificación de las tensiones en los mercados financieros. La tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones emitidos por las IFM se mantuvo prácticamente sin variación en el 1,8% en julio. Esta cifra resulta elevada en comparación con las tasas extremadamente débiles observadas durante la mayor parte de 2010 y a principios de 2011. Es probable que, más recientemente, esta recuperación paulatina se haya detenido como consecuencia del acceso restringido a la financiación por parte de las entidades de crédito, a raíz del recrudecimiento de las tensiones en los mercados de deuda soberana. Las emisiones de las instituciones financieras distintas de las IFM registraron un ligero ascenso en julio de 2011, hasta situarse en el 0,9%, en comparación con el 0,7% de junio.

ACCIONES COTIZADAS

La tasa de crecimiento interanual de la emisión de acciones cotizadas por parte de residentes en la zona del euro aumentó levemente, hasta situarse en el 1,8% en julio de 2011, debido principalmente a la mayor actividad emisora de las IFM y de las instituciones financieras distintas de las IFM. La tasa de crecimiento interanual de la emisión de acciones por parte de las IFM se elevó hasta el 12,2% en julio de 2011, desde el 10,2% de junio (véase gráfico 10). Las emisiones de acciones por parte de las IFM de la zona del euro respaldaron sus continuos esfuerzos por sanear sus balances y reponer sus bases de capital. Al mismo tiempo, la tasa de crecimiento interanual de las acciones cotizadas emitidas por las instituciones financieras distintas de las IFM siguió incrementándose en julio, hasta situarse en el 3,3%. La tasa de crecimiento interanual de las acciones cotizadas emitidas por las sociedades no financieras permaneció prácticamente sin cambios, en el 0,4%, en julio de 2011.

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

(tasas de crecimiento interanual)



Fuente: BCE.

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

2.3 TIPOS DE INTERÉS DEL MERCADO MONETARIO

Los tipos de interés del mercado monetario se mantuvieron prácticamente sin variación entre principios de septiembre y comienzos de octubre de 2011. En el noveno período de mantenimiento de 2011, que comenzó el 14 de septiembre, el EONIA permaneció en un nivel relativamente reducido durante los dos primeros días, antes de aumentar y situarse algo más próximo al tipo de interés de las operaciones principales de financiación que en el período de mantenimiento anterior.

Los tipos de interés del mercado monetario sin garantías se mantuvieron prácticamente sin variación entre principios de septiembre y comienzos de octubre de 2011. El 5 de octubre, los tipos EURIBOR a un mes, a tres meses, a seis meses y a doce meses se situaron en el 1,35 %, el 1,56 %, el 1,76 % y el 2,08 %, respectivamente, es decir, 1, 3, 3 y 2 puntos básicos, respectivamente, por encima de los niveles observados el 7 de septiembre. En consecuencia, el diferencial entre el EURIBOR a doce meses y a un mes, un indicador de la pendiente de la curva de rendimientos del mercado monetario, tampoco experimentó apenas cambios y se situó en 73 puntos básicos el 5 de octubre (véase gráfico 11).

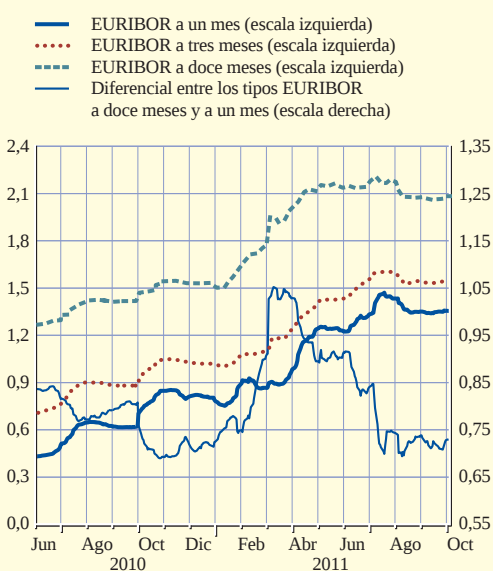
El tipo *swap* del EONIA a tres meses se situó en el 0,73 % el 5 de octubre, 3 puntos básicos por debajo del nivel observado el 7 de septiembre. El tipo sin garantías aumentó 3 puntos básicos hasta el 1,56 % el 5 de octubre. En consecuencia, el diferencial entre el EURIBOR a tres meses sin garantías y el tipo *swap* del EONIA al mismo plazo se incrementó 5 puntos básicos y se situó en 82 puntos básicos el 5 de octubre.

El 5 de octubre, los tipos de interés implícitos en los precios de los futuros del EURIBOR a tres meses con vencimiento en diciembre de 2011 y marzo, junio y septiembre de 2012 se situaron en el 1,24 %, el 1,11 %, el 1,06 % y el 1,05 %, respectivamente, lo que representa aumentos de 2 y 1 puntos básicos y descensos de 1 y 3 puntos básicos, respectivamente, en comparación con los niveles observados el 7 de septiembre.

Entre el 7 de septiembre y el 13 de septiembre, el final del octavo período de mantenimiento del año, el EONIA permaneció estable en torno al 0,85 %, en un contexto de continuos excesos de liquidez, antes de repuntar y situarse en el 1,21 % el último día del período de mantenimiento. Durante el resto de septiembre, el EONIA registró una ligera volatilidad, continuando el patrón observado desde principios del año. El 14 de septiembre, este índice experimentó una pronunciada caída, hasta el 0,93 %, pero desde el 16 de septiembre fluctuó entre el 1,05 % y el 1,10 %, ocupando una posición más cercana al tipo de interés de las operaciones principales de financiación que en el período de mantenimiento anterior. En conjunto, el EONIA fue reflejo de la combinación del deseo de las entidades de crédito de

Gráfico 11 Tipos de interés del mercado monetario

(porcentajes; diferencial en puntos porcentuales; datos diarios)



Fuentes: BCE y Thomson Reuters.

cumplir las exigencias de reservas al comienzo del período de mantenimiento y del volumen total de exceso de liquidez. El 5 de octubre, el EONIA se situó en el 0,97 %.

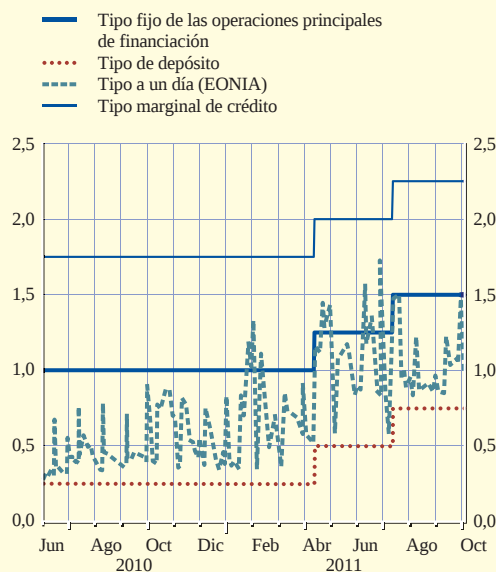
El Eurosistema llevó a cabo varias operaciones de financiación entre el 7 de septiembre y el 5 de octubre. El 13 de septiembre efectuó una operación de ajuste en la que se absorbieron 167,7 mm de euros, con el fin de contrarrestar el superávit de liquidez que se originó al final del octavo período de mantenimiento del año. En las operaciones principales de financiación del noveno período de mantenimiento, realizadas los días 13, 20 y 27 de septiembre y 4 de octubre, el Eurosistema adjudicó 163,8 mm de euros, 201,2 mm de euros, 208,3 mm de euros y 198,8 mm de euros, respectivamente. El Eurosistema también llevó a cabo dos operaciones de financiación a plazo más largo en septiembre, en las que aplicó un procedimiento de subasta a tipo de interés fijo con adjudicación plena: una operación de financiación a plazo especial efectuada el 13 de septiembre con plazo de vencimiento de un período de mantenimiento (en la que se adjudicaron 54,2 mm de euros) y una operación de financiación a plazo más largo a tres meses el 28 de septiembre (en la que se adjudicaron 140,6 mm de euros). El Eurosistema también ejecutó cuatro operaciones de absorción de liquidez a una semana los días 13, 20 y 27 de septiembre y 4 de octubre, aplicando un procedimiento de subasta a tipo de interés variable con un tipo máximo de puja del 1,5 %. Además, con estas operaciones, el Eurosistema también absorbió totalmente la liquidez proporcionada mediante las adquisiciones efectuadas en el marco del Programa para los Mercados de Valores.

El noveno período de mantenimiento del año, que comenzó el 14 de septiembre, se caracterizó por unos elevados niveles de exceso de liquidez, situándose el recurso medio diario a la facilidad de depósito en 154 mm de euros el 5 de octubre.

La distribución descentralizada de la liquidez del banco central dentro del Eurosistema en el contexto de las tensiones en el mercado monetario interbancario se reflejó en los saldos de los BCN de la zona del euro frente al BCE en el sistema de pagos TARGET2. En el recuadro 4 se analiza de forma más detallada esta cuestión.

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

(porcentajes; datos diarios)



Fuentes: BCE y Thomson Reuters.

Recuadro 4

SALDOS EN TARGET2 DE LOS BANCOS CENTRALES NACIONALES DE LA ZONA DEL EURO

Los flujos de grandes pagos transfronterizos entre entidades de crédito de la zona del euro son una característica normal de la Unión Monetaria, y un sistema como TARGET2¹ es fundamental para procesar esos pagos con fluidez. La liquidación de los pagos transfronterizos en dinero de banco central genera saldos en cada banco central nacional (BCN) que esté conectado al sistema de pagos TARGET2². En la mayor parte de los casos, estos pagos están asociados a operaciones iniciadas por entidades privadas (es decir, entidades de crédito, empresas o particulares). Los saldos en TARGET2 de los BCN de la zona del euro frente al BCE resultantes de estos flujos de pagos interbancarios transfronterizos reflejan también la distribución descentralizada de la liquidez del banco central en el Eurosistema³. Ciertamente, los sectores bancarios de algunos países que registran salidas de pagos netas necesitan más liquidez del banco central que los de otros países en los que hay flujos de entrada de dinero de banco comercial. La distribución desigual de la liquidez del banco central proporciona estabilidad, ya que permite que las entidades de crédito financieramente solventes, incluso las ubicadas en países sujetos a tensiones financieras, cubran sus necesidades de liquidez, contribuyendo con ello a que las decisiones relativas a los tipos de interés del BCE se transmitan de manera eficaz a la economía de la zona del euro, con el fin de mantener la estabilidad de precios a medio plazo⁴.

En este recuadro se analizan brevemente los saldos en TARGET2 de los BCN de la zona del euro, se explican los motivos por los que algunos saldos aumentaron durante la crisis financiera y se considera la manera en que estos incrementos están relacionados con el patrón de provisión de liquidez que realiza el banco central en los países de la zona.

Los saldos en TARGET2 aumentaron durante la crisis financiera

La liquidación de los flujos de pagos transfronterizos entre entidades de crédito de la zona del euro genera posiciones intra-Eurosistema, que se agregan y se compensan al final de cada día hábil. Esto hace que cada BCN registre un activo (es decir, un saldo positivo en TARGET2) o un pasivo (esto es, un saldo negativo en TARGET2) frente al BCE, que es la entidad de contrapartida central (véase gráfico A).

Normalmente, los BCN registran saldos distintos de cero frente al BCE en TARGET2. Esto puede apreciarse en los balances de los BCN, que se publican periódicamente. La suma de todos los saldos

1 TARGET2 (al igual que su predecesor, TARGET, con anterioridad a noviembre de 2007, cuya desconexión gradual finalizó en mayo de 2008) es el sistema de liquidación bruta en tiempo real del Eurosistema, y significa «sistema transeuropeo de transferencia urgente para la liquidación bruta en tiempo real». A través de TARGET2, los BCN proporcionan servicios de pago y de liquidación a los participantes en el Espacio Económico Europeo (generalmente, entidades de crédito y otras infraestructuras de mercado). Este recuadro se refiere a la zona del euro.

2 Todos los BCN de la zona de euro están conectados a TARGET2. No existen restricciones en cuanto al importe de los saldos en TARGET2 frente al BCE, y dichos saldos pueden ser positivos o negativos. Los BCN de los países de la UE no pertenecientes a la zona del euro también pueden optar por conectarse a TARGET2. Como no forman parte de la unión monetaria, estos BCN tienen que mantener un saldo positivo frente al BCE. La suma de todos los saldos (es decir, los de los BCN de la zona del euro, los de los BCN de los países no pertenecientes a la zona y los del BCE) es igual a cero. Para más información sobre TARGET2, véanse el anexo trimestral en el Boletín Mensual (publicado por última vez en septiembre de 2011) y los Informes Anuales del BCE.

3 Véanse también la nota de prensa titulada «Bundesbank TARGET2 balances», publicada por el Deutsche Bundesbank el 22 de febrero de 2011; el recuadro titulado «The dynamics of the Bundesbank's TARGET2 balance», *Informe Mensual*, Deutsche Bundesbank, marzo de 2011; U. Bindseil y P. J. König, «The economics of TARGET2 balances», SFB 649 *Discussion Papers*, n.º 2011-35, Humboldt University Berlin, 2011; y U. Bindseil, P. Cour-Thimann, y P. J. König, «Target2 and cross-border interbank payments during the financial crisis», *CESifo Forum*, edición especial, Ifo Institute for Economic Research, Múnich, de próxima publicación.

4 Véase también el recuadro titulado «El balance del Eurosistema en momentos de tensión en los mercados financieros», *Boletín Mensual*, BCE, septiembre de 2011.

positivos de los BCN de la zona del euro (o, alternativamente, la suma de todos los saldos negativos) se situó en unos 100 mm de euros en el período anterior a mediados de 2007⁵. En general, los saldos en TARGET2 aumentaron durante la crisis financiera (véase gráfico A).

El aumento de los pasivos en TARGET2 de los BCN de algunos países frente al BCE durante la crisis financiera es una consecuencia de las tensiones de financiación que se produjeron en los sectores bancarios de esos países y del hecho de que el BCE satisfizo las consiguientes necesidades de liquidez.

Con anterioridad a la crisis financiera, las entidades de crédito de esos países accedían con relativa facilidad a la financiación privada. En particular, recibían financiación del exterior (por ejemplo, en forma de préstamos interbancarios transfronterizos, inversiones directas o depósitos)

que, en general, compensaban los flujos de salida de pagos asociados a las importaciones netas de bienes y servicios o a la adquisición de activos en el extranjero. El hecho de que esos países hubieran saldado prácticamente los flujos de pagos transfronterizos liquidados en dinero de banco central implicaba que sus respectivos BCN mantuvieran saldos distintos de cero en TARGET2, pero, en general, neutrales.

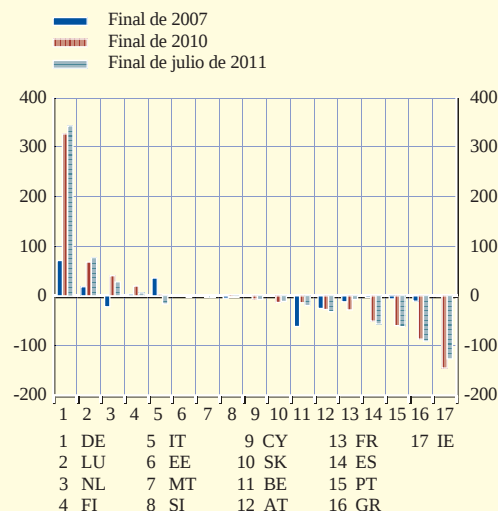
Como consecuencia de la crisis financiera, los sectores bancarios de esos países ya no obtienen financiación privada en cantidades suficientes para compensar sus salidas de pagos. El acceso al mercado monetario interbancario se ha visto dificultado y los préstamos transfronterizos a esos países se han congelado, mientras que los préstamos recibidos anteriormente deben reembolsarse. Además, las tensiones de financiación de las entidades de crédito se están viendo acentuadas por retiradas de capital del sector privado. Los consiguientes flujos netos de salida de pagos liquidados en dinero de banco central hacen que, en términos acumulados, los respectivos BCN registren pasivos en TARGET2. Al mismo tiempo, los BCN de los países que son receptores netos de estos flujos de pagos contabilizan activos en TARGET2.

La relación entre los saldos en TARGET2 y la provisión de liquidez realizada por el banco central

La crisis financiera ha provocado cambios en el patrón de flujos de pagos privados en la zona del euro⁶ y, simultáneamente, en el patrón de provisión de liquidez realizada por los BCN.

Gráfico A Saldos en TARGET2 de los BCN de la zona del euro

(mm de euros)



Fuente: BCN.

5 Véanse los informes anuales y las estadísticas de los balances de los BCN. Por ejemplo, el saldo del Deutsche Bundesbank en TARGET2 se publica en la serie mensual «EU8148». No existe una base de datos única que agrupe los saldos de todos los BCN en TARGET2, pero se puede calcular una aproximación a partir de las Estadísticas Financieras Internacionales del FMI como la suma de las series mensuales sobre «activos netos frente al Eurosistema» menos la diferencia entre el «efectivo emitido» (que representa la participación de un BCN en la emisión de billetes basada en su participación en el capital del BCE) y el «efectivo puesto en circulación» (que es la cantidad real de billetes emitidos por un BCN). Por ejemplo, esta diferencia es estructuralmente negativa para Alemania y positiva para Francia.

6 Este cambio se produjo fundamentalmente en la zona del euro; los saldos de las cuentas corriente y financiera de la zona se han mantenido prácticamente sin variación. Véanse también el recuadro 6, titulado «Evolución de la balanza de pagos de la zona del euro hasta marzo de 2011», Boletín Mensual, BCE, junio de 2011, y la sección 7 de las «Estadísticas de la zona del euro» del Boletín Mensual.

Las comunidades bancarias que registran flujos netos de salida de pagos liquidados en dinero de banco central necesitan más liquidez de la habitual de este tipo de dinero. Sus BCN proporcionan liquidez (ya sea en forma de operaciones de crédito, como se muestra en el gráfico B, o en forma de adquisiciones de activos) a las entidades de crédito por importes superiores a los que normalmente necesitan para cubrir sus necesidades. Los balances de esos BCN muestran un incremento de la liquidez proporcionada a través de las operaciones de crédito del Eurosistema en TARGET2 frente al BCE, tanto en el lado del activo como en el del pasivo (véase el panel izquierdo del gráfico C). El volumen total de las operaciones de crédito del Eurosistema se ha incrementado durante la crisis financiera (véase gráfico B), y las entidades de crédito con mayores

necesidades de liquidez han aumentado su participación en estas operaciones. La distribución de liquidez en el Eurosistema aporta estabilidad, ya que permite que entidades financieramente solventes, incluso las de países sometidos a tensiones financieras, cubran sus necesidades de liquidez, contribuyendo con ello a que las decisiones relativas a los tipos de interés del BCE se transmitan de manera eficaz a la economía de la zona del euro, con el fin de mantener la estabilidad de precios a medio plazo.

Un saldo positivo en TARGET2 no significa que haya restricciones en la oferta de crédito a la economía respectiva, sino que es una señal de disponibilidad de abundante liquidez para el sector bancario

Aunque existe un vínculo entre los saldos en TARGET2 y la distribución de liquidez en dinero de banco central en los distintos BCN de la zona del euro, este vínculo no tiene consecuencias adversas para la concesión de crédito a los hogares y a las empresas en determinados países. Sería erróneo creer que los pasivos en TARGET2 resultantes de la provisión de volúmenes de liquidez relativamente abundantes a las entidades de crédito de algunos países tienen un impacto negativo sobre el crédito bancario en otros países. Más bien, las entidades de crédito de los países en los que el BCN registra un saldo positivo en TARGET2 (véase el panel central del gráfico C) tienden a ser receptoras de flujos de pagos transfronterizos de otros países. Las entidades de crédito de esos países necesitan menos liquidez proporcionada por el banco central de la que sería necesaria en otras circunstancias para seguir otorgando préstamos a los hogares y a las empresas de sus economías⁷. Otra evidencia de que, por sí misma, la reducción de la provisión de liquidez por parte de algunos BCN no provoca una contracción del crédito bancario se desprende del hecho de que, actualmente, las entidades de crédito de la zona del euro disponen de acceso ilimitado a la liquidez del banco central, previa aportación de activos de garantía adecuados, en condiciones favorables. Y, ciertamente, las entidades de crédito registran un superávit de liquidez, como puede apreciarse en su recurso a la facilidad de depósito del BCE.

Gráfico B Provisión de liquidez en las operaciones de política monetaria del Eurosistema a entidades de contrapartida de la zona del euro

(mm de euros; datos a fin de mes)



Fuente: BCE.

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

⁷ De hecho, las entidades de crédito de esos países necesitaron relativamente más liquidez en dinero de banco central que la que les correspondería por la participación del respectivo BCN en el capital del BCE antes de la crisis financiera, porque esos países tenían una necesidad de billetes superior a la que se consideraba adecuada en esos momentos, de los que una parte fue a parar a otros países de la zona del euro o de fuera de la zona posteriormente. Esto generó pasivos intra-Eurosistema (que realmente no quedaron compensados con los saldos en TARGET2).

Gráfico C Balances simplificados de los BCN con saldos negativos, positivos y neutrales en TARGET2

BCN con saldo negativo en TARGET2		BCN con saldo positivo en TARGET2		BCN con saldo neutral en TARGET2	
Activos	Pasivos	Activos	Pasivos	Activos	Pasivos
Operaciones de crédito	Billetes	Operaciones de crédito	Billetes	Operaciones de crédito	Billetes
	CC y depósitos		CC y depósitos		CC y depósitos
Otros (incluidos activos financieros)	Pasivo en TARGET2	Activo en TARGET2	Otros	Otros (incluidos activos financieros)	Otros
	Otros	Otros (incluidos activos financieros)			

Fuente: BCE.

Notas: Se trata de representaciones simplificadas de los balances de los BCN y no reflejan los datos reales.

En el activo, la categoría «Otros» incluye, en particular, activos financieros, reservas de oro y posibles activos intra-Eurosistema asociados a un volumen de emisión proporcionalmente inferior de billetes en relación con la participación de los BCN en el capital del BCE.

En el pasivo, «billetes» incluye billetes en circulación (en proporción a la participación de los BCN en el capital del BCE). La categoría «CC y depósitos» corresponde a las tenencias de liquidez de las entidades de crédito en su BCN respectivo, básicamente con el fin de cumplir con las exigencias de reservas mínimas, así como los depósitos de las entidades en la facilidad de depósito y la liquidez que mantienen en forma de depósitos a plazo fijo. La categoría «Otros» incluye: capital y reservas, provisiones y cuentas de revalorización, otros pasivos (incluidos los de residentes en la zona del euro como depósitos de las Administraciones Públicas, y pasivos intra-Eurosistema relacionados con una emisión de billetes proporcionalmente superior a lo que correspondería por la participación de los BCN en el capital de BCE, que solo es considerable en el panel central).

La relación entre los saldos en TARGET2 y las necesidades de financiación de las entidades de crédito en los distintos países es imperfecta

Al igual que sucede con la distribución de liquidez de banco central y la emisión de billetes en los BCN de la zona del euro, los saldos en TARGET2 de los BCN no necesariamente reflejan la realidad económica de las necesidades de financiación de las entidades de crédito de los distintos países. La distribución de liquidez por los BCN en los países de la zona está relacionada, solo en cierta medida, con las necesidades internas de liquidez de sus sectores bancarios. Esto es una consecuencia de la innovación financiera y de la UEM, que hacen que esté desapareciendo la distinción entre operaciones nacionales y transfronterizas. De igual modo, el hecho de que los saldos de los BCN en TARGET2 no necesariamente reflejen la realidad económica asociada a los pagos netos transfronterizos en la zona del euro se debe a tres razones principales.

En primer lugar, en ocasiones, la ubicación geográfica de una entidad de crédito emisora/beneficiaria de los pagos está más relacionada con su organización interna que con realidades económicas. Concretamente, los grupos bancarios con presencia en varios países pueden obtener financiación de manera descentralizada, y al mismo tiempo han centralizado de modo creciente su gestión de la liquidez. Por ejemplo, un grupo bancario puede financiarse en un BCN de otro país de la zona del euro a través de una filial. Esto genera un activo en TARGET2 en el BCN del país en el que la matriz es residente y un pasivo en TARGET2 en el BCN del país en el que la filial es residente. Al mismo tiempo, un pago efectuado, por ejemplo, por una entidad de crédito francesa (que tenga una cuenta en TARGET2 en la Banque de France) a su filial alemana (que tenga una cuenta en TARGET2 en el Bundesbank) que necesite realizar una operación nacional en Alemania se registrará en los saldos en TARGET2 de los BCN de los dos países como un flujo de pago de Francia a Alemania. En segundo lugar, algunos pagos transfronterizos no se liquidan en dinero de banco central y, por tanto, no se contabilizan en los saldos en TARGET2⁸, como es el caso de: i) los flujos relacionados con los acuerdos de corresponsalía (en los que el pago se registra en la cuenta que un banco comercial mantiene en otro banco comercial), o ii) los sistemas que

8 Se puede suponer que el importe de los pagos liquidados en dinero de banco comercial (en lugar de dinero de banco central) haya disminuido durante la crisis financiera, habida cuenta de la disminución de la confianza en los agentes financieros. La liquidación en dinero de banco comercial se basa en la creencia de que, en última instancia, el agente podrá reembolsar su deuda en dinero de banco central.

pueden liquidar parte o la totalidad de sus operaciones en dinero de banco comercial, como los sistemas de liquidación de valores o de pagos al por menor (por ejemplo, para pagos al por menor efectuados a través de algunas redes de tarjetas de crédito). En tercer lugar, las operaciones en euros en las que participan entidades de países no pertenecientes a la zona del euro (como el Reino Unido) cuyos BCN no están conectados a TARGET2 pueden liquidarse utilizando este sistema de pago a través de cuentas abiertas en entidades que participan en TARGET2 en BCN de la zona (por ejemplo, el Bundesbank y el Nederlandsche Bank), lo que afecta a los saldos en TARGET2 de estos BCN de la zona del euro.

Pese a esto, sigue existiendo una relación general, aunque imperfecta, entre la pérdida de acceso al mercado, la mayor necesidad de financiación en dinero de banco central y el aumento de los pasivos en TARGET2 en países sometidos a tensiones financieras.

Los saldos en TARGET2 son una característica normal de la Unión Monetaria

Los saldos en TARGET2 de los BCN de la zona del euro reflejan la distribución desigual de la liquidez proporcionada por el banco central en el Eurosistema. Como no puede haber un límite máximo en cuanto al importe de los flujos de pagos en un área monetaria única, tampoco puede haberlo en los saldos de los BCN en TARGET2. Limitar el importe de los saldos en TARGET2 sería incompatible con el concepto de unión monetaria. De igual modo, en Estados Unidos no existen límites a los flujos de pagos en el área monetaria formada por los doce distritos de la Reserva Federal. Los saldos entre distritos tienen su origen en estos flujos de pagos, que tienen las mismas limitaciones que los saldos del Eurosistema en TARGET2. El mecanismo utilizado en Estados Unidos para reajustar los saldos entre distritos una vez al año no influye en los flujos de pagos transfronterizos, y fundamentalmente conduce al ajuste de la clave utilizada en la asignación de beneficios y pérdidas del Sistema de la Reserva Federal a los doce bancos que integran la Reserva⁹.

En la UEM, un activo en TARGET2 no refleja, por sí mismo, la exposición del BCN en cuestión al riesgo financiero. La exposición al riesgo de los bancos centrales que integran el Eurosistema (es decir, los BCN y el BCE) está relacionada con las propias operaciones de política monetaria, no con los saldos en TARGET2. Como siempre, un banco central afronta un riesgo de contraparte al aplicar la política monetaria. El riesgo asociado a la provisión de liquidez por parte del banco central como parte de la ejecución de la política monetaria queda mitigado mediante un sistema de gestión de riesgos¹⁰. El sistema de activos de garantía del Eurosistema se basa en una lista pública de valores que cumplen los criterios de admisión pertinentes, junto con medidas de control de riesgos. En particular, los valores pignoralos como garantía se valoran diariamente a precios de mercado (si están disponibles) o utilizando métodos de valoración conservadores, aplicándose también recortes en la valoración. El riesgo residual vinculado a la provisión de liquidez por parte del banco central que puede generarse pese a la aplicación de medidas de control de riesgos se distribuye, por norma general, entre los BCN del Eurosistema en función de sus respectivas participaciones en el capital del BCE, y no está relacionado con las posiciones de los bancos centrales individuales en TARGET2.

9 Como consecuencia de los flujos de pagos entre los distritos de la Reserva Federal, de forma natural se generan superávits o déficits en los saldos entre distritos. Estos saldos se depositan en las cuentas utilizadas para la liquidación entre distritos (*Interdistrict Settlement Accounts*), que se liquidan una vez al año, en abril (las series de datos están disponibles en: <http://alfred.stlouis.org>). La liquidación anual se basa en la media de los saldos entre distritos de cada banco de la Reserva Federal durante los doce meses anteriores (de abril a marzo), de modo que, generalmente, los saldos no vuelven a ser iguales a cero. La liquidación consiste principalmente en ajustar las participaciones relativas de los doce bancos de la Reserva Federal en las tenencias de valores en la Cuenta del Sistema de Mercado Abierto de la Reserva Federal. Véase también el informe del Comité de Gobernadores de la Reserva Federal, *Financial Accounting Manual for Federal Reserve Banks*, Section 40.40 SOMA Participation, Revision Set 50, diciembre de 2010.

10 Véase el capítulo 6 de la publicación titulada *Documentación general sobre los instrumentos y los procedimientos de la política monetaria del Eurosistema*, BCE, febrero de 2011. Las modificaciones de este documento están publicadas en el sitio web del BCE.

2.4 MERCADOS DE RENTA FIJA

En septiembre y a principios de octubre, los rendimientos de la deuda pública a largo plazo con calificación AAA de la zona del euro experimentaron un descenso, al igual que los de la deuda pública de Estados Unidos. Las tensiones en los mercados de deuda soberana de la zona del euro y la persistencia de sorpresas negativas provocadas por el empeoramiento de los indicadores económicos en muchos países siguieron afectando al clima de los mercados. En Estados Unidos, el anuncio de que el Comité de Operaciones de Mercado Abierto de la Reserva Federal ampliaría el vencimiento medio de sus carteras de valores del Tesoro redujo la presión sobre los rendimientos a largo plazo. La incertidumbre acerca de la evolución futura de los mercados de renta fija, medida por la volatilidad implícita de estos mercados, aumentó ligeramente. Los diferenciales de rendimiento de la deuda soberana de la zona del euro continuaron ampliándose en la mayoría de los países. Al mismo tiempo, las tasas de inflación implícitas a largo plazo disminuyeron considerablemente en un entorno de desplazamientos de cartera hacia activos más seguros en los mercados de bonos nominales. A su vez, el descenso de los tipos swap indicados a la inflación es consecuencia fundamental de la reducción de las primas de riesgo de inflación. En general, los indicadores basados en los mercados sugieren que las expectativas de inflación de los participantes en los mercados permanecen firmemente ancladas.

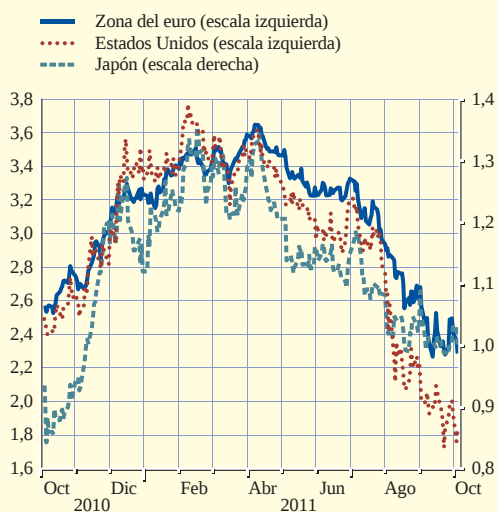
Entre finales de agosto y el 5 de octubre, el rendimiento de la deuda pública a largo plazo con calificación AAA de la zona del euro se redujo 27 puntos básicos, hasta situarse en el 2,4 % al final del período de referencia. En Estados Unidos, el rendimiento de los bonos a largo plazo disminuyó algo más (34 puntos básicos) y el 5 de octubre se situó en el 1,9 % (véase gráfico 13). Por consiguiente, el diferencial de tipos de interés nominales entre el rendimiento de la deuda pública a diez años de Estados Unidos y el de la zona del euro aumentó ligeramente durante el período analizado. En Japón, el rendimiento de la deuda pública a diez años experimentó un descenso de 6 puntos básicos durante el período considerado, situándose en el 1 % el 5 de octubre.

La incertidumbre de los inversores acerca de la evolución a corto plazo de los mercados de renta fija de la zona del euro y de Estados Unidos, medida por la volatilidad implícita obtenida de las opciones, se incrementó ligeramente durante el período analizado, como consecuencia de las continuas tensiones en varios mercados de deuda soberana de la zona. La volatilidad implícita de los mercados de renta fija de la zona del euro se situó en un nivel superior al observado en mayo de 2010, aunque la incertidumbre en estos mercados se ha reducido levemente desde el máximo registrado a mediados de agosto de 2011. El nivel de volatilidad implícita de los mercados de renta fija de Estados Unidos fue muy inferior al de la zona del euro.

La evolución del rendimiento de la deuda pública a largo plazo con calificación AAA de la zona del euro y de Estados Unidos fue resultado tanto de la

Gráfico 13 Rendimiento de la deuda pública a largo plazo

(porcentajes; datos diarios)



Fuentes: Bloomberg y Thomson Reuters.

Nota: El rendimiento de la deuda pública a largo plazo se refiere a los bonos a diez años o con vencimiento más próximo a este plazo.

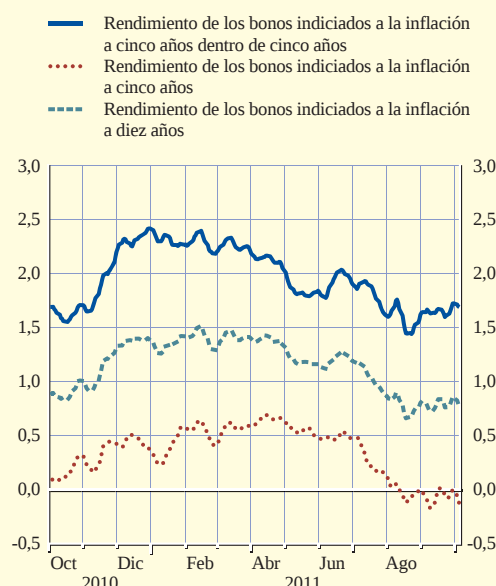
preocupación acerca de la crisis de la deuda soberana como de la persistencia de sorpresas negativas provocadas por el empeoramiento de los indicadores económicos en muchos países, que tuvieron como consecuencia revisiones a la baja de las perspectivas económicas. Además, las expectativas y, posteriormente, el anuncio de que el Comité de Operaciones de Mercado Abierto de la Reserva Federal ampliaría el vencimiento medio de sus carteras de valores del Tesoro redujo la presión sobre los rendimientos a largo plazo en Estados Unidos. Tras este anuncio, los rendimientos de la deuda pública a largo plazo de este país cayeron temporalmente, situándose en torno al 1,7%. Durante este período, las tensiones relativas a la crisis de la deuda soberana de la zona del euro continuaron siendo agudas y la aversión de los inversores al riesgo se mantuvo en niveles elevados (véase también el recuadro 5, titulado «Participación del sector privado e implicaciones para la estabilidad financiera»). Por otra parte, la demanda de deuda pública de alta calificación y liquidez, motivada por los desplazamientos de fondos hacia activos más seguros, siguió siendo intensa y las primas de liquidez pagadas por los inversores por la deuda pública líquida se mantuvieron altas. En conjunto, la crisis de la deuda soberana y las sorpresas negativas procedentes de los indicadores económicos afectaron significativamente al clima de los mercados de deuda soberana y, en cierta medida, tuvieron también 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 de la zona del euro frente a Alemania se ampliaron en la mayoría de los países de la zona. Al mismo tiempo, la demanda de deuda pública de alta calificación y liquidez continuó reduciendo los rendimientos de los bonos soberanos alemanes. Esta evolución estuvo determinada, principalmente, por la complejidad del programa de negociaciones con Grecia y por la incertidumbre acerca de la manera y el momento oportuno para prestar apoyo adicional a este país. Además, dos agencias de calificación crediticia rebajaron la calificación de la deuda italiana, y los temores de que la crisis se propagara a otros países de la zona del euro siguieron afectando al clima de los mercados. De hecho, en algunos días del período de referencia, los diferenciales de la deuda soberana de Italia volvieron a aproximarse a los niveles observados en agosto, antes de que el BCE decidiera reactivar el Programa para los Mercados de Valores.

El rendimiento de los bonos a cinco y a diez años indicados a la inflación de la zona del euro se redujo ligeramente durante el período analizado (véase gráfico 14). El 5 de octubre, el rendimiento real a cinco y a diez años era del -0,1% y del 0,8%, respectivamente. En el mismo período, las tasas de inflación implícitas a cinco años dentro de cinco años de la zona del euro disminuyeron 41 puntos básicos, hasta situarse en el 1,7% el 5 de octubre (véase gráfico 15). Los correspondientes tipos *swap* indicados a la inflación también se redujeron —25 puntos básicos— situándose en el 1,9% en la misma fecha. Las tasas de inflación implícitas fueron volátiles durante el último mes, como consecuencia de la elevada volatilidad de

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

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



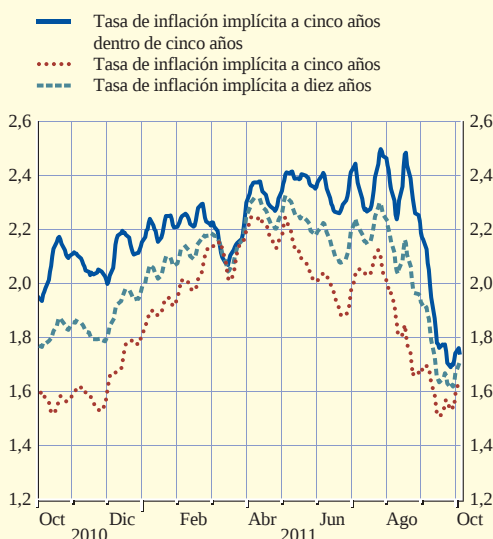
Fuentes: Thomson Reuters y cálculos del BCE.

los rendimientos nominales y reales de los bonos, en un entorno de tensiones en los mercados y de desplazamientos de fondos hacia activos más seguros. Por tanto, las expectativas de inflación obtenidas de los mercados de renta fija han sido más volátiles que las basadas en las señales recibidas de los mercados de *swaps* indicados a la inflación. El reciente descenso de las tasas de inflación implícitas a plazo puede atribuirse, principalmente, al hecho de que la elevada demanda por parte de los inversores redujo los rendimientos de los bonos nominales y a la disminución de las primas de riesgo de inflación. A su vez, la caída de los tipos *swap* indicados a la inflación es reflejo, sobre todo, de la reducción de las primas de riesgo de 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.

El patrón general de rendimiento de la deuda pública a largo plazo con calificación AAA de la zona del euro puede descomponerse en variaciones de las expectativas de tipos de interés (y de las primas de riesgo asociadas) en distintos horizontes (véase gráfico 16). En comparación con finales de agosto, la estructura temporal de los tipos de interés a corto plazo se desplazó a la baja para todos los plazos. En horizontes superiores a seis años, los tipos de interés a corto plazo se redujeron en torno a 40 puntos básicos. Esta evolución fue atribuible a los ajustes de las expectativas de rendimientos y de las primas de riesgo, en un contexto de deterioro e incertidumbre acerca de las perspectivas para la actividad económica mundial, así como al efecto de la revisión a la baja de la trayectoria esperada de los tipos de interés a corto plazo.

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

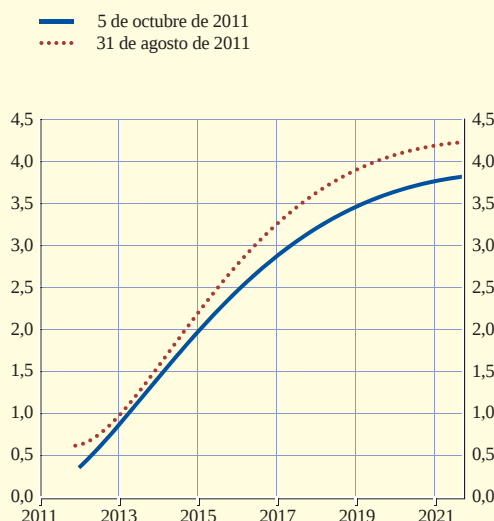
(porcentajes; medias móviles de cinco días de datos diarios; datos desestacionalizados)



Fuentes: Thomson Reuters y cálculos del BCE.

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

(porcentajes; datos diarios)



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

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.

Durante el período considerado, los diferenciales de los valores de renta fija privada con grado de inversión emitidos por las sociedades no financieras se mantuvieron prácticamente sin variación, salvo en el caso de las categorías de calificación crediticia más baja, donde los diferenciales volvieron a aumentar. Los diferenciales de los valores de renta fija privada con grado de inversión y calificación más baja emitidos por las instituciones financieras se incrementaron considerablemente, mientras que los correspondientes a las calificaciones más elevadas apenas se modificaron. Esta evolución fue consecuencia de la mayor sensibilidad de algunos segmentos del sector bancario a las actuales turbulencias, así como de la aversión de los inversores al riesgo. No obstante, en todas las categorías de calificación, el rendimiento de la renta fija privada emitida por las instituciones financieras siguió siendo significativamente inferior al registrado durante el período posterior a la quiebra de Lehman Brothers.

Recuadro 5

PARTICIPACIÓN DEL SECTOR PRIVADO Y SUS IMPLICACIONES PARA LA ESTABILIDAD FINANCIERA

La participación del sector privado¹, que se ha utilizado ocasionalmente en el pasado para resolver las crisis de deuda soberana, tenía por objeto ayudar a que los prestatarios soberanos recuperaran la sostenibilidad fiscal con más rapidez de lo que habría sido posible de otro modo, y se consideraba, en general, una medida para que se compartiera la carga entre los sectores público y privado. Los inversores que han financiado a países que carecen de responsabilidad fiscal deben asumir las consecuencias de sus decisiones. Además, podría reducirse la necesidad de ayuda financiera oficial

No obstante, en este recuadro se argumenta que las experiencias anteriores con la participación del sector privado en países que no formaban parte de una unión monetaria no son comparables y que, por tanto, no suponen una guía fiable. En una unión monetaria, los mercados financieros están muy integrados, y el impacto económico negativo de dicha participación es, por consiguiente, mucho más significativo. La participación del sector privado en un país miembro puede poner en peligro la estabilidad financiera del área monetaria en su conjunto.

En primer lugar, es previsible que la participación del sector privado tenga efectos negativos directos en el sector bancario de la zona del euro. Si bien es cierto que dicha participación impondrá tensiones significativas en la solvencia de las entidades de crédito y de otras instituciones financieras privadas del país en cuestión, también afectará al balance de los bancos en otros países de la zona del euro, debido a las tenencias de deuda soberana a escala transfronteriza, las participaciones cruzadas, la financiación o las filiales. Este hecho podría requerir la recapitalización de las entidades de crédito a gran escala.

En segundo lugar, el contagio entre países de la zona del euro puede ocurrir a través de los efectos sobre la confianza. Si la participación del sector privado en un país miembro provoca un aumento inmediato de la aversión al riesgo de los participantes en los mercados financieros, el acceso a los mercados por parte de los demás países miembros puede verse obstaculizado, lo que puede suceder incluso sin que se produzcan cambios en las variables económicas fundamentales de los demás Estados miembros con respecto a la situación existente antes de que se recurriera a la participación del sector privado.

1 Se entiende habitualmente que el concepto «participación del sector privado» se refiere a las medidas orientadas a la asunción de pérdidas por parte de los inversores privados en el contexto de la resolución de una crisis de deuda soberana. Las medidas pueden incluir el reesalonamiento/cambio de características de los contratos y la reestructuración. En general, es de carácter voluntario y resultado de la colaboración entre los prestatarios y los prestamistas. Para más detalles, véase *The IMF and the Private Sector*, Factsheet, FMI, Washington, D.C., agosto de 2001.

Es probable que estos dos canales de contagio se refuercen mutuamente. La recapitalización bancaria puede que tenga que ser asumida, en parte, por el sector público, lo que afectaría a la sostenibilidad de las finanzas públicas. Ejercer una presión adicional sobre las finanzas públicas de los países de la zona del euro que ya se encuentran en una situación vulnerable podría provocar la rebaja de la calificación crediticia de esos países, lo que, a su vez, agudizaría los problemas de las entidades de crédito para financiarse. Ello debilitaría más aún las perspectivas del sistema bancario e incrementaría las necesidades de recapitalización de las instituciones financieras.

La participación del sector privado también podría dañar la reputación de la moneda única a escala internacional, aumentando, posiblemente, la volatilidad en los mercados de divisas. Concretamente, los inversores internacionales públicos y privados pueden mostrar cierta cautela a la hora de invertir una gran proporción de su riqueza en activos denominados en la moneda de países que no respetan plenamente sus obligaciones y que pueden estar dispuestos «ex ante» a depender de esta participación en algunas circunstancias.

Además, las implicaciones a largo plazo de la participación del sector privado, especialmente para la prevención de las crisis de deuda soberana en una unión monetaria, no están claras. Por una parte, esta participación pretende tener un efecto beneficioso a largo plazo mediante el fortalecimiento de la disciplina de mercado². Los acreedores tendrían incentivos para hacer un seguimiento estrecho de la sostenibilidad de las finanzas públicas de un país y aplicar primas de riesgo acordes, lo que constituye un importante mecanismo para ejercer un efecto disciplinario sobre un país. Por otra parte, la participación del sector privado podría agravar el riesgo moral del prestatario. Si un país sabe que no tiene que respetar plenamente sus obligaciones contractuales y que puede, en su lugar, reestructurar su deuda, podría verse tentado a acumular niveles de deuda excesivos. Es probable que el fortalecimiento de la disciplina de mercado a través de mayores primas de riesgo no sea suficiente para contrarrestar el debilitamiento de los incentivos de los países.

En este contexto, el BCE se ha pronunciado fuertemente en contra de todos los conceptos que no sean puramente voluntarios o que contengan elementos de imposición, y ha pedido que se evite cualquier evento de crédito, impago selectivo o impago³. Todos los Gobiernos de la zona del euro tienen que demostrar su firme determinación de respetar plenamente sus obligaciones soberanas, lo que constituye un elemento fundamental para lograr la estabilidad financiera en la zona del euro en su conjunto. Los riesgos que implica la participación del sector privado subrayan la importancia de establecer una estricta gobernanza en una unión monetaria para garantizar en todo momento una situación presupuestaria sólida en todos los países miembros. También ponen de manifiesto la necesidad de contar con un mecanismo de resolución de crisis eficaz a escala europea —la Facilidad Europea de Estabilización Financiera y, desde mediados de 2013, el Mecanismo de Estabilidad Europea— para que pueda proporcionarse eficazmente asistencia financiera, supeditada a condiciones estrictas, en caso de que, en el futuro, un país de la zona del euro tenga problemas para obtener financiación en los mercados.

2 Este efecto beneficioso prevalece a menos que la participación del sector privado requiera de los acreedores incentivos financieros que superen el coste de la ayuda financiera en ausencia de dicha participación.

3 Véase, por ejemplo, el comunicado preliminar de Jean-Claude Trichet, presidente del BCE, en una comparecencia celebrada el 30 de junio de 2011 ante la Comisión de Asuntos Económicos y Monetarios del Parlamento Europeo.

2.5 TIPOS DE INTERÉS DE LOS PRÉSTAMOS Y DE LOS DEPÓSITOS

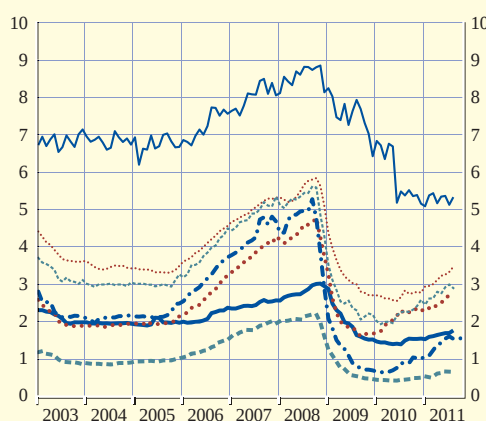
En agosto de 2011, los tipos de interés aplicados por las IFM a las distintas categorías de depósitos y préstamos registraron una evolución dispar. No obstante, en términos históricos, los tipos de interés de los préstamos concedidos a los hogares y a las sociedades no financieras siguen siendo reducidos a todos los plazos.

En agosto de 2011, los tipos de interés a corto plazo aplicados por las IFM a las distintas categorías de depósitos y préstamos registraron una evolución dispar. Los tipos de interés de los depósitos a corto plazo de los hogares se incrementaron ligeramente unos 3 puntos básicos, en promedio, en comparación con el mes anterior, mientras que los correspondientes a los depósitos de las sociedades no financieras se mantuvieron prácticamente invariables (véase gráfico 17). En cambio, los tipos de interés aplicados por las IFM a los préstamos a corto plazo concedidos a los hogares aumentaron de manera más acusada que en el mes precedente: 14 puntos básicos en el caso de los préstamos para adquisición de vivienda y 20 puntos básicos en el del crédito al consumo. Los tipos de interés de los descubiertos de las sociedades no financieras y de los hogares experimentaron un ascenso de 7 y 4 puntos básicos, respectivamente. Los tipos de interés aplicados por las IFM a los préstamos de hasta un millón de euros concebidos a las empresas no se modificaron en agosto de 2011, mientras que los de los préstamos de más de un millón de euros y hasta un año de fijación del tipo inicial se redujeron 10 puntos básicos. Como el EURIBOR disminuyó 7 puntos básicos en agosto, el diferencial frente a los tipos de interés aplicados por las IFM a los préstamos a corto plazo concedidos a los hogares se elevó, mientras que el diferencial con respecto a los de los préstamos por importes elevados otorgados a las sociedades no financieras se contrajo ligeramente (véase gráfico 18).

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

(porcentajes; tipos de interés de las nuevas operaciones)

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



Fuente: BCE.

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

Desde una perspectiva de más largo plazo, durante el último ciclo de relajación de la política monetaria (entre octubre de 2008 y marzo de 2010) se produjo una transmisión significativa de las variaciones observadas en los tipos de interés de mercado a los aplicados por las entidades de crédito a los préstamos y créditos. El aumento posterior que experimentó el EURIBOR a tres meses en el período comprendido entre abril de 2010 y julio de 2011 quedó reflejado, en cierta medida, en los tipos de interés de los préstamos a corto plazo concedidos por las entidades de crédito a las sociedades no financieras, así como los otorgados a los hogares para adquisición de vivienda, mientras que el tipo de interés del crédito a hogares para consumo se mantuvo, en general, estable (si no se tiene en cuenta la reclasificación estadística de junio de 2010).

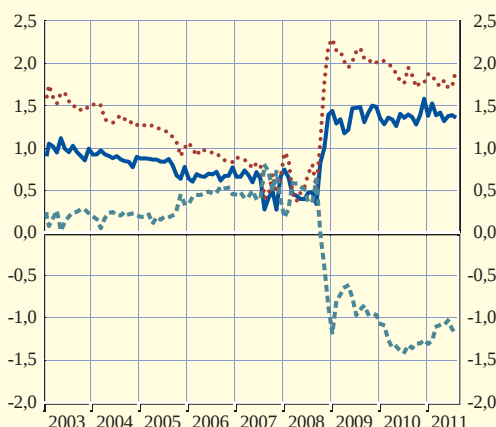
En cuanto a los vencimientos a más largo plazo, los tipos de interés aplicados por las IFM a los préstamos a los hogares evolucionaron de manera diferente a los concedidos a las sociedades no financieras (véase gráfico 19). Más concretamente, los tipos de los préstamos a hogares para adquisición de vivienda a más de cinco años y hasta diez años de fijación del tipo inicial experimentaron un descenso de 7 puntos básicos en agosto, mientras que los del crédito al consumo a más de cinco años de fijación del tipo inicial prácticamente no registraron variaciones. Los tipos de interés de los préstamos a empresas de hasta un millón de euros y hasta un año de fijación del tipo inicial se redujeron 14 puntos básicos, hasta situarse en el 4,3%. No obstante, al mismo tiempo, los tipos de interés de los préstamos de más de un millón de euros y con un plazo de vencimiento similar se incrementaron 25 puntos básicos, hasta situarse ligeramente por debajo del 4%.

En agosto de 2011, los diferenciales entre los tipos de interés de todas las categorías de préstamos y el rendimiento de la deuda pública a siete años con calificación AAA aumentaron. En particular, el diferencial entre los tipos de interés de los préstamos a largo plazo para adquisición de vivienda concedidos a los hogares y el rendimiento de la deuda pública mencionada se incrementó 42 puntos básicos, hasta situarse ligeramente por debajo de 200 puntos básicos, debido principalmente a la acusada caída de los rendimientos de la deuda pública, mientras que los tipos de interés de los préstamos solo experimentaron un descenso

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

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

- Préstamos a las sociedades no financieras de más de un millón de euros a tipo flexible y hasta un año de fijación del tipo inicial
- Préstamos a hogares para adquisición de vivienda a tipo flexible y hasta un año de fijación del tipo inicial
- - - Depósitos hasta un año de los hogares



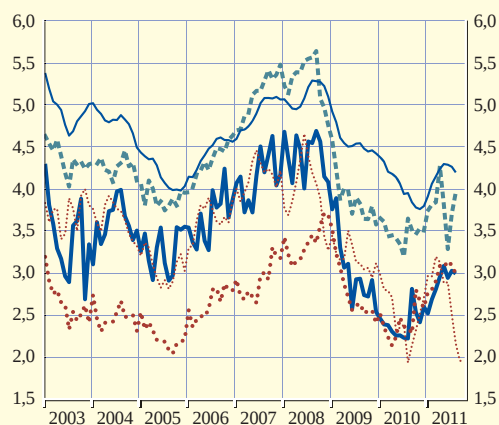
Fuente: BCE.

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

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

(porcentajes; tipos de interés de las nuevas operaciones)

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



Fuente: BCE.

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

moderado. En el caso de las sociedades no financieras, el diferencial con respecto a los préstamos de más de un millón de euros se amplió considerablemente, situándose en 170 puntos básicos, mientras que el diferencial con respecto a los préstamos de hasta un millón de euros registró un ascenso más contenido, de 35 puntos básicos, hasta situarse en 156 puntos básicos.

Desde una perspectiva de más largo plazo, los tipos de interés de los préstamos concedidos a los hogares y de los préstamos a largo plazo de hasta un millón de euros otorgados a las empresas han mostrado, en general, una transmisión algo incompleta y lenta, mientras que los tipos de interés de los préstamos a largo plazo de más de un millón de euros a este último sector han evolucionado, en general, de manera acorde con los rendimientos de la deuda pública a largo plazo con calificación AAA. Sin embargo, en un contexto de agudas tensiones financieras y de fragmentación de los mercados de deuda soberana, es posible que las regularidades históricas observadas entre los tipos de interés aplicados por las entidades de crédito a los préstamos y créditos y los rendimientos de la deuda pública a largo plazo con calificación AAA se hayan debilitado ligeramente. Ciertamente, los tipos de interés de los préstamos a largo plazo de más de un millón de euros concedidos a las sociedades no financieras se incrementaron en julio y agosto, al mismo tiempo que los rendimientos de la deuda pública a largo plazo con calificación AAA descendieron de manera acusada.

2.6 MERCADOS DE RENTA VARIABLE

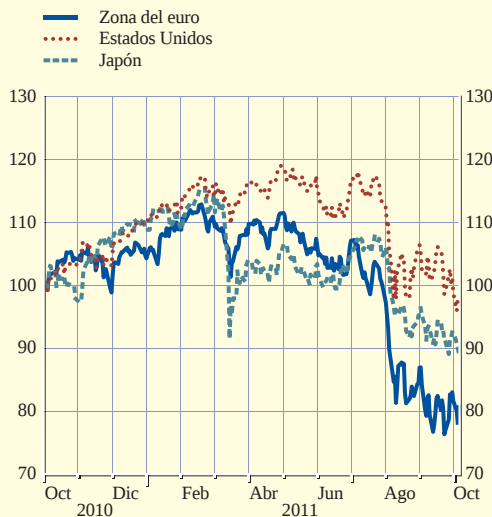
Durante el mes de septiembre y principios de octubre, las cotizaciones bursátiles retrocedieron tanto en la zona del euro como en Estados Unidos, como consecuencia de las tensiones relacionadas con la crisis de la deuda soberana de la zona del euro, un importante factor de incertidumbre sobre todo en lo que respecta al sector financiero. Además, la continua debilidad de los indicadores económicos en muchos países, que dieron lugar a revisiones a la baja en las perspectivas económicas, siguieron influyendo en el clima de los mercados y ejercieron también presiones al alza sobre las primas de riesgo. La incertidumbre reinante en el mercado bursátil, medida por la volatilidad implícita, se acentuó a ambos lados del Atlántico y se sitúa ahora en niveles comparables con los observados en mayo de 2010, o ligeramente más altos.

Los precios de las acciones de la zona del euro y de Estados Unidos retrocedieron durante el período considerado. En general, las cotizaciones bursátiles de la zona, medidas por el índice Dow Jones EURO STOXX amplio, registraron un descenso del 6,9% entre finales de agosto y el 5 de octubre. En Estados Unidos, se produjeron bajadas del 6,1% en el índice Standard and Poor's 500 (véase gráfico 20), y en Japón las cotizaciones, medidas por el índice Nikkei 225, cayeron un 6,4% en el mismo período.

La caída de las cotizaciones obedeció, principalmente, a las tensiones relacionadas con la crisis de la deuda soberana, que constituyeron un importante factor de incertidumbre, sobre todo en lo que respecta al sector financiero. Además, la continua debilidad de los indicadores económicos en muchos países, que dieron lugar a revisiones a la baja en las perspectivas económicas, siguieron influyendo en el clima de los mercados y ejercieron también presiones al alza sobre las primas de riesgo. En concreto, la mayoría de los datos publicados, especialmente en la zona del euro, siguieron siendo desalentadores para los mercados. Las cifras de beneficios empresariales mostraban que el crecimiento de los beneficios anuales por acción de las empresas de la zona del euro incluidas en el índice Dow Jones EURO STOXX se redujo hasta el 11% en septiembre, frente al 19% registrado en agosto, mientras que el crecimiento de los beneficios por acción dentro de doce meses esperado por los participantes en el mercado se mantuvo prácticamente sin cambios en el 10%.

Gráfico 20 Índices bursátiles

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

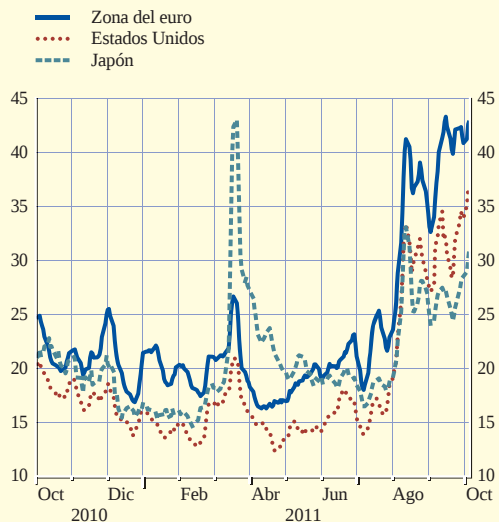


Fuentes: Thomson Reuters.

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

Gráfico 21 Volatilidad implícita de los mercados de renta variable

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



Fuente: Bloomberg.

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

Tanto en la zona del euro como en Estados Unidos, la incertidumbre existente en el mercado bursátil, medida por la volatilidad implícita, se agudizó durante el período considerado (véase gráfico 21), como consecuencia del aumento de la aversión al riesgo, las sustanciales tensiones en distintos segmentos del mercado y la elevada incertidumbre acerca de las perspectivas económicas mundiales. El nivel de la volatilidad implícita de los mercados de renta variable en el índice bursátil amplio de la zona del euro es actualmente parecido al observado en mayo de 2010, pero sigue por debajo del máximo histórico que se registró en octubre de 2008.

En general, los índices bursátiles de la zona del euro retrocedieron en la mayoría de los sectores durante septiembre y principios de octubre. Las cotizaciones del sector financiero registraron una fuerte caída por la evolución de los mercados de deuda soberana de la zona del euro y las tensiones en los mercados de financiación. Después de que el BCE anunciara que había decidido, en coordinación con la Reserva Federal, el Bank of England, el Banco de Japón y el Banco Nacional de Suiza, ofrecer liquidez a tres meses en dólares estadounidenses hasta final de año, las cotizaciones del sector financiero se recuperaron significativamente de manera temporal. Sin embargo, el 5 de octubre dichas cotizaciones se situaron un 8,5% por debajo del nivel observado a finales de agosto. Las cotizaciones de los sectores industrial, de materias primas y de bienes de consumo tuvieron un comportamiento peor que las de otros sectores. En Estados Unidos, las cotizaciones de las materias primas, del petróleo y el gas, del sector financiero y de la industria tampoco tuvieron un buen comportamiento.

3 PRECIOS Y COSTES

Según el avance de Eurostat, la inflación interanual de la zona del euro medida por el IAPC fue del 3 % en septiembre de 2011, frente al 2,5 % de agosto. Las tasas de inflación han permanecido en niveles elevados desde finales del año pasado, debido principalmente a las subidas de los precios de la energía y de otras materias primas. De cara al futuro, es probable que estas tasas se mantengan claramente por encima del 2 % en los próximos meses, pero que disminuyan posteriormente. Este patrón es reflejo de las expectativas de crecimiento relativamente estable de los salarios, en un contexto de crecimiento económico moderado. Se considera que los riesgos para las perspectivas de evolución de los precios a medio plazo continúan estando, 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 3 % en septiembre de 2011, frente al 2,5 % de julio y agosto (véase cuadro 5). La tasa de variación interanual fue mucho más elevada de lo esperado. Aunque todavía no se dispone de una desagregación detallada de los principales componentes de la inflación medida por el IAPC, los datos del Boletín Petrolífero semanal de la Comisión Europea, que proporcionan una indicación de la evolución de aproximadamente la mitad del componente energético del IAPC, muestran que los precios de consumo de los combustibles para transporte y del gasóleo para calefacción aumentaron ligeramente en septiembre, en comparación con el mes precedente. En el recuadro 6 se ofrecen más detalles sobre las implicaciones de las presiones inflacionistas externas para la inflación de la zona del euro.

En agosto, el último mes para el que se dispone de una desagregación oficial, la tasa de crecimiento interanual del componente energético del IAPC permaneció en el 11,8 %, sin cambios con respecto al mes precedente, y las tasas de variación interanual de los principales subcomponentes también se mantuvieron, en general, estables. Esta evolución se debió a la eliminación de un efecto de base al alza de la comparación interanual y a un ligero descenso intermensual de los precios de la energía resultante de la disminución de los precios del petróleo (expresados en euros) entre julio y agosto.

La tasa de variación interanual de los precios de los alimentos no elaborados se redujo por tercer mes consecutivo, hasta situarse en el 1,1 % en agosto, impulsada por la disminución registrada, en términos interanuales, en los precios de las legumbres y hortalizas y de la fruta. Al mismo tiempo, los precios de

Cuadro 5 Evolución de los precios

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

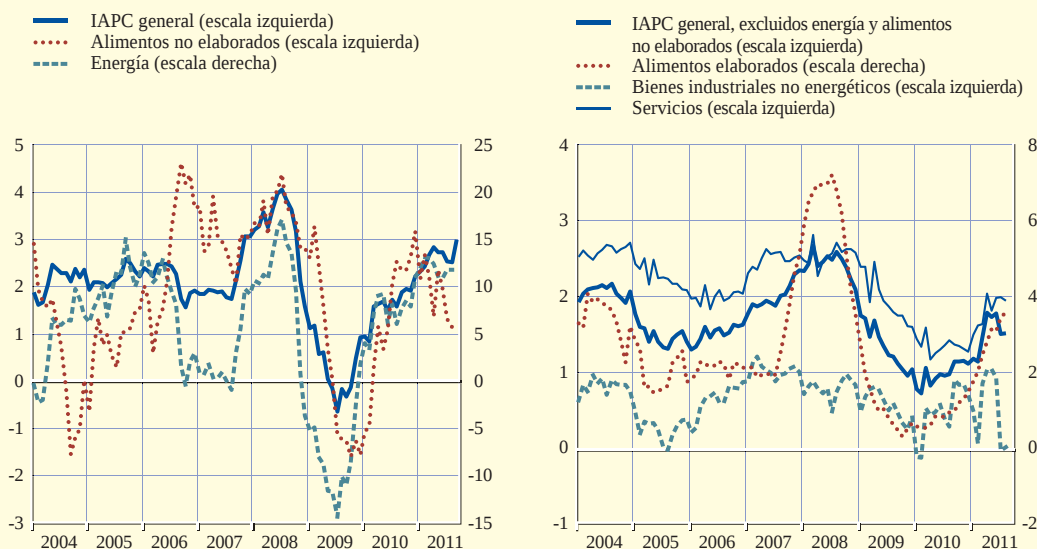
	2009	2010	2011 Abr	2011 May	2011 Jun	2011 Jul	2011 Ago	2011 Sep
IAPC y sus componentes								
Índice general ¹⁾	0,3	1,6	2,8	2,7	2,7	2,5	2,5	3,0
Energía	-8,1	7,4	12,5	11,1	10,9	11,8	11,8	.
Alimentos no elaborados	0,2	1,3	1,4	2,4	2,0	1,3	1,1	.
Alimentos elaborados	1,1	0,9	2,8	3,2	3,1	3,4	3,6	.
Bienes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

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

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

Gráfico 22 Desagregación del IAPC por principales componentes

(tasas de variación interanual; datos mensuales)



Fuente: Eurostat.

la carne subieron en comparación con los de julio. No obstante, la tasa de variación interanual de los precios de los alimentos elaborados aumentó de nuevo, hasta el 3,6%. Esta tasa ha sido la más elevada desde noviembre de 2008 y fue consecuencia del incremento de las tasas de variación interanual de los precios de varios subcomponentes, como el pan y los cereales, así como de los aceites y las grasas. La tasa de variación interanual de los precios del tabaco se elevó por segundo mes consecutivo, tras haber seguido una tendencia a la baja en el primer semestre del año.

Recuadro 6

IMPLICACIONES DE LAS PRESIONES INFLACIONISTAS EXTERNAS PARA LA INFLACIÓN DE LA ZONA DEL EURO MEDIDA POR EL IAPC

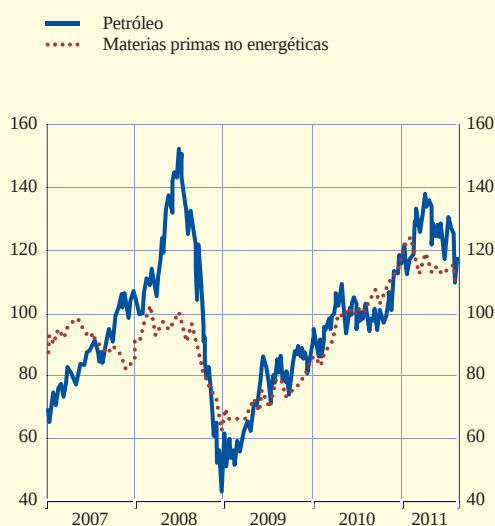
Hasta principios de 2011, las subidas de los precios del petróleo y de las materias primas no energéticas provocaron un aumento de las presiones inflacionistas tanto en las economías avanzadas como en las emergentes. En determinadas economías emergentes, estas presiones se sumaron a las presiones inflacionistas internas generadas en un entorno de intenso crecimiento económico. En este contexto, en este recuadro se analiza de qué forma la intensificación de las presiones inflacionistas externas afectó a la inflación de la zona del euro.

Evolución de la inflación mundial

Entre principios de 2009 y comienzos de 2011 se produjo un repunte generalizado de los precios del petróleo y de otras materias primas, como los alimentos. Medidos en euros, los precios de las materias primas volvieron a situarse en los elevados niveles observados durante el pico de inflación de 2008,

Gráfico A Precios del petróleo y de las materias primas no energéticas

(datos diarios en euros; índice 2010 = 100)

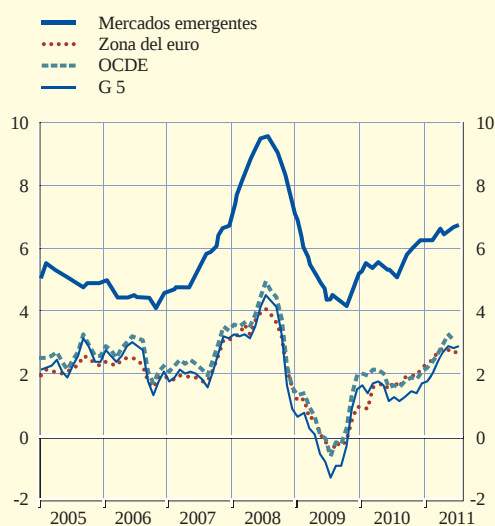


Fuente: HWWI.

Nota: La última observación corresponde al 19 de agosto de 2011.

Gráfico B Tasas de inflación general

(datos mensuales; tasas de variación interanual)



Fuentes: OCDE, Haver Analytics y cálculos de expertos del BCE.
 Nota: El agregado del G 5 es una media ponderada de las tasas de inflación de la zona del euro, Estados Unidos, Reino Unido, Japón y Canadá, utilizando el PIB ponderado por la PPA. El agregado de las economías emergentes incluye a Argentina, Brasil, Bolivia, Chile, Colombia, Ecuador, México, Paraguay, Perú, Uruguay, Venezuela, China, Hong Kong, India, Indonesia, Corea del Sur, Malasia, Pakistán, Filipinas, Singapur, Taiwán, Tailandia, Vietnam, Ucrania, Rusia, Egipto, Israel, Nigeria, Sudáfrica, Turquía y Arabia Saudí. Las ponderaciones se basan en ponderaciones del PIB nominal (obtenidas de las bases de datos de Perspectivas de la Economía Mundial del FMI).

superándolos incluso en algunos casos (véase gráfico A), lo cual impulsó al alza la inflación general de las economías avanzadas y emergentes (véase gráfico B). Sin embargo, esta subida fue más pronunciada en las economías emergentes, debido a que las materias primas, en particular los alimentos, representan una proporción mayor del gasto en consumo. A su vez, dado que estas economías son importantes consumidoras de materias primas, el fuerte crecimiento de su actividad en los tres últimos años provocó un ascenso de los precios de estas materias.

Transmisión a la inflación de la zona del euro medida por el IAPC

Las crecientes presiones inflacionistas externas pueden propagarse a la inflación de la zona del euro por diferentes canales. En primer lugar, estas presiones pueden canalizarse a través de los precios mundiales de las materias primas, que influyen directamente en determinados componentes de los precios de consumo, como la energía y los alimentos. Los precios mundiales de las materias primas tienden a subir cuando se incrementa la demanda de materias primas en un entorno de intensa actividad mundial y de abundancia de liquidez.

En segundo lugar, pueden transmitirse a través de los precios de importación, ya que, cuando los bienes manufacturados son más caros en un país exportador, provocan una subida de los precios de importación en el país receptor. A este respecto, los precios de importación de bienes manufacturados en la

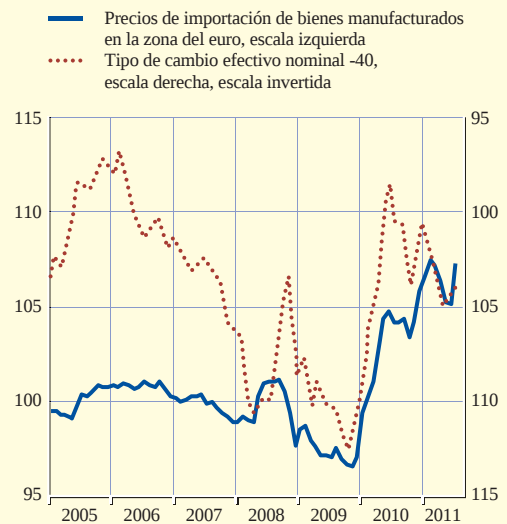
zona del euro (medidos en euros) se elevaron de forma acusada a partir de principios de 2010 (véase gráfico C). El hecho de que se incrementaran en mayor medida que durante el pico de inflación de 2008 es reflejo, en parte, del impacto amortiguador de la apreciación del euro en ese momento. Las subidas de los precios en los países exportadores suelen responder a aumentos de los precios mundiales de las materias primas o a presiones inflacionistas internas derivadas, por ejemplo, de los salarios. En teoría, los tipos de cambio flotantes deberían impedir que las perturbaciones inflacionistas se propagaran entre países, pero, en la práctica, es posible que este mecanismo de ajuste no funcione correctamente. En tercer lugar, pueden producirse contagios más indirectos si, en los mercados integrados a escala internacional, la inflación del resto del mundo influye en el proceso interno de fijación de precios y salarios a través de efectos de segunda vuelta.

Descomposición de los efectos de contagio basada en modelos

La medida en la que la inflación de la zona del euro puede verse afectada por la evolución de la inflación mundial a través de los canales citados anteriormente es una cuestión empírica¹. En este recuadro se utiliza un modelo de vectores autorregresivos (VAR) para analizar las series temporales y calibrar la importancia relativa de las perturbaciones responsables de los efectos de contagio a través de diversos canales. En particular, el modelo contempla la posibilidad de que la inflación de la zona del euro se vea afectada por los precios del petróleo y de las materias primas no energéticas, por los precios de importación y, con carácter más general, por los precios de consumo mundiales. Se incluyen algunas variables de control, como el producto, los tipos de interés y los tipos de cambio, para recoger factores internos y globales que, como la actividad de la zona del euro y los tipos de interés, pueden tener una influencia directa en la inflación de la zona del euro o, como los tipos de cambio y la actividad mundial, influyen a través de la evolución de los precios mundiales. En el modelo VAR cada variable se considera endógena².

Gráfico C Precios de importación de bienes manufacturados en la zona del euro y tipo de cambio efectivo nominal

(datos mensuales; nivel del índice, 2005 = 100)



Fuente: Eurostat.

Nota: La última observación corresponde a julio de 2011 en el caso de los precios de importación, y a agosto de 2011 en el caso del tipo de cambio efectivo. Un aumento del tipo de cambio efectivo nominal equivale a una apreciación del euro en términos efectivos nominales.

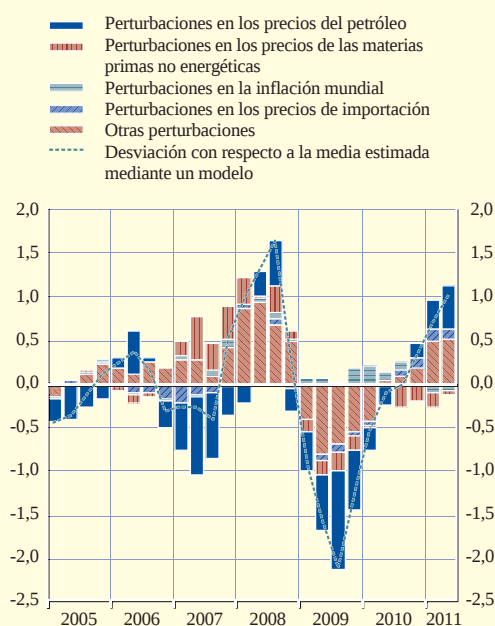
- 1 Véanse, por ejemplo, M. Ciccarelli y B. Mojon, «Global Inflation», *Review of Economics and Statistics*, vol. 92, n.º 3, 2010, pp. 524-535; L. Ball, «Has Globalization Changed Inflation?», *NBER Working Paper*, n.º 12687, noviembre de 2006; y A. Calza, «Globalisation, domestic inflation and global output gaps: Evidence from the euro area», *International Finance*, vol. 12, n.º 3, 2008, pp. 301-320. Ciccarelli y Mojon consideran que existe evidencia concluyente de que la inflación es un fenómeno global, mientras que Ball y Calza consideran que dominan los factores internos.
- 2 Formalmente, el modelo es una extensión del utilizado por Ciccarelli y Mojon, es decir, un modelo VAR con una constante, cuatro retardos y las variables siguientes: una medida de los precios mundiales, los precios del petróleo en dólares estadounidenses, los precios de las materias primas no energéticas en dólares estadounidenses, un índice de precios de importación de bienes manufacturados en la zona del euro en euros, una medida de la actividad mundial, el PIB real de la zona del euro, el IAPC de la zona del euro, el diferencial entre el rendimiento de la deuda pública a diez años y el de los bonos a tres meses, y el tipo de cambio bilateral entre la zona del euro y Estados Unidos. En el modelo, los precios mundiales se miden según el índice de la OCDE que figura en el gráfico B. La actividad mundial se mide según el indicador de la OCDE del comercio mundial de bienes y servicios. El modelo VAR se estima utilizando datos trimestrales para el período comprendido entre el primer trimestre de 1989 y el segundo trimestre de 2011. Las variables de actividad y precios se incorporan en el modelo en forma de tasas de crecimiento anual.

El gráfico D muestra la contribución de las distintas perturbaciones a la desviación de la inflación medida por el IAPC con respecto a la media estimada del modelo, que es del 2 %, aproximadamente³. Los resultados indican que las perturbaciones en los precios del petróleo y de las materias primas no energéticas influyeron de forma relativamente destacada en la desviación de la inflación con respecto a su media. En cambio, las perturbaciones en los precios de importación y en la inflación mundial, que reflejan los contagios más indirectos procedentes de presiones inflacionistas externas, contribuyeron solo de forma ligera a la evolución de la inflación medida por el IAPC durante el período. Si se analiza el reciente repunte de la inflación, el impacto al alza de las perturbaciones en los precios del petróleo fue comparable al de 2008. Dado que la dimensión de las perturbaciones que afectaron a los precios del petróleo fue similar en los dos episodios, este resultado no sorprende. Por el contrario, el impacto de las perturbaciones en los precios de las materias primas no energéticas fue muy reducido, aunque, como en el caso de los precios del petróleo, el tamaño de las perturbaciones también fue equivalente al del pico de inflación anterior. Un motivo por el que el reciente aumento de la inflación fue menos pronunciado que durante el pico de 2008 es que el crecimiento relativamente contenido de los costes de otros factores, como los salarios, y las presiones competitivas para absorber los incrementos de los precios de las materias primas con una disminución de los márgenes ayudaron a frenar la transmisión. Además, el reciente ascenso de los precios de las materias primas estuvo impulsado por aumentos de los precios en una serie más limitada de materias primas, a diferencia de las subidas generalizadas de precios que se observaron hace tres años. En particular, dentro de los precios de las materias primas alimenticias, los precios de los lácteos se incrementaron significativamente menos que hace tres años, y estos precios suelen transmitirse a los precios de consumo de los alimentos con mayor facilidad que los precios de otras materias primas alimenticias.

Las perturbaciones en los precios de importación del sector manufacturero y en los precios de consumo mundiales explican únicamente una pequeña parte de la desviación de la inflación de la zona del euro con respecto a su media. En parte, ello es consecuencia del hecho de que la transmisión de los

Gráfico D Descomposición de las perturbaciones que influyeron en la desviación de la inflación anual de la zona del euro medida por el IAPC con respecto a la media estimada mediante un modelo

(datos trimestrales; contribución en puntos porcentuales)



Fuente: Cálculos del BCE.

3 La identificación de las perturbaciones se basa en una descomposición estándar de Cholesky y la ordenación asume que las variables externas son exógenas en relación con los factores internos. Dentro de los factores internos, se presupone que las variables reales no resultan afectadas contemporáneamente por ningún otro factor, que los factores nominales se ven afectados contemporáneamente solo por factores reales, y que los factores financieros se ven afectados contemporáneamente por factores reales y nominales. Los resultados se mantienen ante un cambio en la ordenación de los diversos factores. La descomposición de las perturbaciones en cada trimestre se realiza técnicamente utilizando el modelo VAR estimado para proyectar la tasa de inflación durante el período comprendido entre el primer trimestre de 2005 y el segundo trimestre de 2011, y descomponiendo la diferencia entre el valor realizado y la proyección en la suma de las perturbaciones en todas las variables. Por construcción, todas las perturbaciones son ortogonales, de forma que cada componente mide cuál hubiera sido la tasa de inflación si las demás perturbaciones hubieran sido nulas, en vez de las registradas realmente.

precios de importación a los precios de venta finales se ve debilitada por factores internos, como los costes de comercialización y distribución, o el uso de bienes producidos internamente para refinar o complementar los bienes importados. Además, las presiones al alza sobre los precios de importación deben considerarse en el contexto de las continuas presiones a la baja sobre los precios de importación del sector manufacturero, como consecuencia del aumento a lo largo del tiempo de la proporción de importaciones a la zona del euro de bienes manufacturados procedentes de países de bajos costes, como China y los nuevos Estados miembros de la UE⁴. El impacto al alza de los precios de importación y de los precios de consumo mundiales durante el reciente repunte de la inflación resultó algo más intenso que en el pico de 2008, aunque en conjunto fue reducido.

En resumen, los resultados de la simulación confirman que las perturbaciones en los precios del petróleo influyen de forma esencial en la inflación de la zona del euro, mientras que el impacto de la evolución de otros precios mundiales ha sido, por lo general, escaso. La gran influencia de las perturbaciones en los precios del petróleo también subraya la importancia de determinar con exactitud la naturaleza de las variaciones de los precios de esta materia prima, en particular si obedecen a escaseces temporales de la oferta, como las motivadas por tensiones geopolíticas o desastres naturales, o a cambios en la demanda, especialmente en las economías emergentes, que se producen con mayor lentitud, pero son más persistentes. Las medidas de política monetaria adecuadas para hacer frente a las consecuencias inflacionistas de un aumento temporal del precio del petróleo que no genera un incremento de las expectativas de inflación a largo plazo podrían ser distintas de las medidas que se aplicarían en el caso de una subida más duradera que favorezca la inflación a largo plazo e incluso amenace con generar efectos de segunda vuelta.

4 Véanse el recuadro titulado «Evolución reciente de los precios del comercio con países no pertenecientes a la zona del euro y competitividad en términos de precios», *Boletín Mensual*, BCE, mayo de 2009; y el recuadro titulado «¿Están los recientes incrementos salariales en China ejerciendo presiones al alza sobre los precios de importación de la zona del euro?», *Boletín Mensual*, BCE, julio de 2011. Véase asimismo el artículo titulado «Globalización, comercio y macroeconomía de la zona del euro», *Boletín Mensual*, BCE, enero de 2008. Las conclusiones también están en consonancia con la literatura empírica. Véase, por ejemplo, *Perspectivas de la Economía Mundial*, FMI, abril de 2006, capítulo 3 y las referencias contenidas en el mismo.

Si se excluyen los alimentos y la energía, que representan en torno al 30 % de la cesta del IAPC, la inflación interanual medida por el IAPC se situó en el 1,2 % en agosto de 2011, sin variaciones con respecto a julio. 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 consta de dos componentes principales, los bienes industriales no energéticos y los servicios.

La tasa de variación interanual del componente de bienes industriales no energéticos no se modificó en agosto, tras haber descendido hasta el 0 % en julio, desde el 0,9 % de junio. La caída experimentada entre junio y julio fue atribuible, casi en su totalidad, a la nueva normativa sobre el tratamiento de los productos de temporada¹, que también influyó en la tasa de variación interanual de este componente en agosto. Los productos más afectados fueron las prendas de vestir y el calzado, cuyas tasas de variación interanual se situaron en el -3,1 %, tras haber registrado tasas negativas similares en julio. Se espera que el impacto de esta normativa desaparezca en septiembre y dé lugar a un repunte de la inflación de los bienes industriales no energéticos.

La inflación de los precios de los servicios descendió ligeramente en agosto, hasta el 1,9 %, desde el 2 % de julio, reflejando la disminución de las tasas de variación interanual del transporte y las comunicaciones.

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.

3.2 PRECIOS INDUSTRIALES

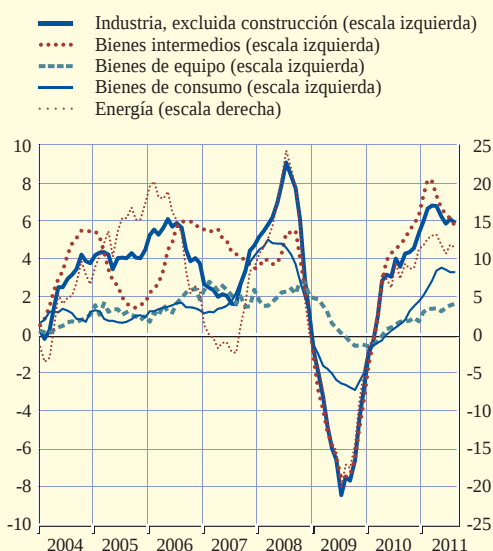
La inflación de los precios industriales (excluida la construcción) se redujo hasta el 5,9% en agosto de 2011, desde el 6,1% de julio, debido principalmente a la disminución de las tasas de variación interanual de los componentes de energía y de bienes intermedios, reflejo de la moderación observada en los precios de las materias primas (véanse cuadro 5 y gráfico 23). La inflación de los precios industriales, excluidas la construcción y la energía, cayó desde el 4,1% hasta el 3,9%.

En fases posteriores de la cadena de producción, la tasa de inflación de los precios industriales en la rama de bienes de consumo se mantuvo invariable, en el 3,3%, en agosto. Ese mes, la tasa de variación interanual de los precios de consumo de los alimentos se situó en el 5%, continuando con la tendencia gradual a la baja desde el máximo del 5,4% observado en mayo. Esta evolución refleja una relajación de las presiones inflacionistas procedentes de los precios de las materias primas alimenticias en la UE, y apunta a nuevos descensos en los próximos meses. En cambio, la tasa de variación interanual del componente de bienes de consumo no alimenticio aumentó desde el 1,4% de julio hasta el 1,6% en agosto, el valor más elevado registrado desde 2001. Esta subida constante de los precios industriales de los bienes de consumo no alimenticio, especialmente desde principios de 2011, señala la existencia de continuas presiones latentes sobre la inflación subyacente de los precios de consumo.

La información procedente de encuestas sobre la evolución de los precios industriales en septiembre indica que las presiones sobre estos precios han seguido disminuyendo y que actualmente se sitúan por debajo de sus medias históricas. En comparación con agosto, casi todos los indicadores volvieron a descender, al parecer como consecuencia de la moderación observada recientemente en los costes de los bienes intermedios, así como del hecho de que las empresas están recurriendo de manera creciente a los descuentos para hacer frente a la atonía de la demanda. En el sector de manufacturas, el índice de precios de bienes intermedios experimentó un acusado descenso, del 54,6 en agosto al 51,8, el nivel más bajo desde noviembre

Gráfico 23 Desagregación de los precios industriales

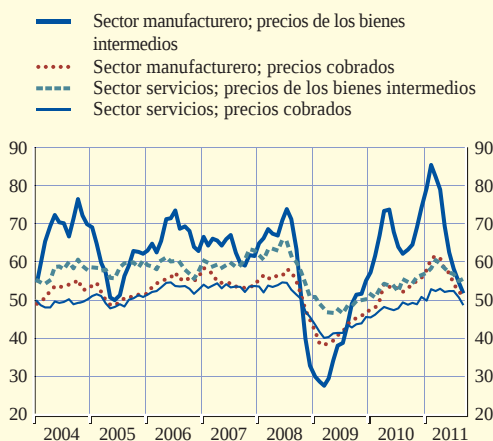
(tasas de variación interanual; datos mensuales)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

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

(índices de difusión; datos mensuales)



Fuente: Markit.

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

de 2009, y el índice de precios de venta disminuyó del 52,1 al 51,3. En los servicios, el índice de precios de bienes intermedios aumentó ligeramente, tras reducirse en agosto, mientras que el índice de precios de venta cayó hasta el 48,7 en septiembre de 2011.

En conjunto, la tendencia a la baja de la tasa de variación interanual de los precios industriales observada en los últimos meses refleja una moderación general de la evolución de los precios de las materias primas. Los altos niveles de inflación de los precios industriales siguen siendo acordes con las expectativas de continuación de las presiones latentes.

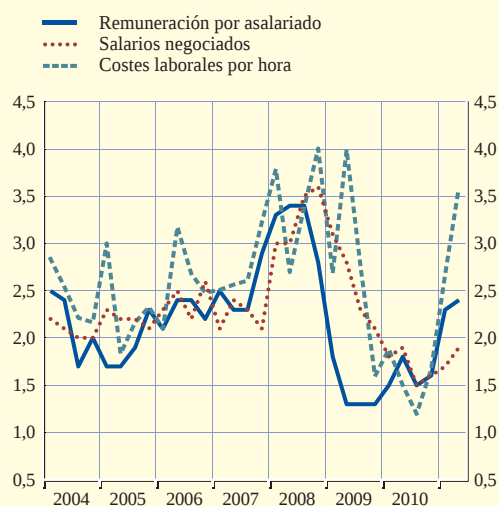
3.3 INDICADORES DE COSTES LABORALES

Según los últimos datos publicados, los indicadores de costes laborales de la zona del euro han aumentado de manera acusada, mientras que los mercados de trabajo han tendido a estabilizarse, si bien con un grado considerable de heterogeneidad entre países. La información preliminar sobre los salarios negociados correspondiente a julio muestra cierta aceleración de las tasas de crecimiento interanual en comparación con el primer semestre del año, lo que apunta a la existencia de algunos riesgos al alza derivados de presiones internas sobre los costes.

Los salarios negociados de la zona del euro crecieron un 1,9%, en tasa interanual, en el segundo trimestre de 2011, desde el 1,7% del trimestre anterior (véanse cuadro 6 y gráfico 25). La tasa de crecimiento interanual de los costes laborales por hora aumentó de manera pronunciada, hasta el 3,6%, en el segundo trimestre. Al mismo tiempo, la tasa de crecimiento del primer trimestre se revió al alza, hasta el 2,7%, volviendo a situarse próxima a la tasa media de crecimiento observada en 2009. Esta aceleración en el segundo trimestre fue generalizada en todos los sectores (véase gráfico 26), pero fue especialmente acusada en la industria. A escala de países, el crecimiento de los costes laborales por hora se incrementó en aproximadamente la mitad de los países de la zona del euro, aunque se moderó

Gráfico 25 Indicadores de costes laborales

(tasas de variación interanual; datos trimestrales)



Fuentes: Eurostat, datos nacionales y cálculos del BCE.

Cuadro 6 Indicadores de costes laborales

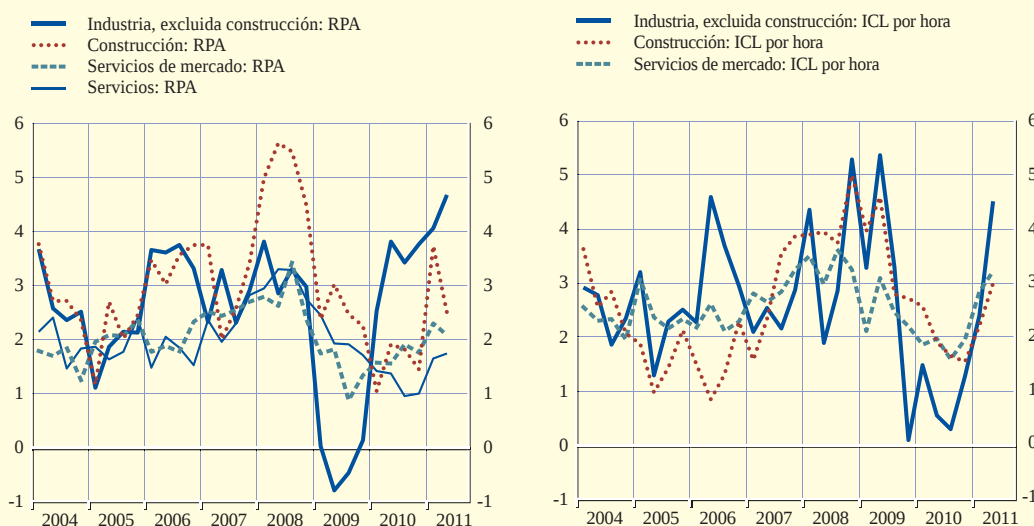
(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

	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	1,6	1,5	1,2	1,7	2,7	3,6
Remuneración por asalariado	1,4	1,6	1,8	1,5	1,6	2,3	2,4
<i>Pro memoria:</i>							
Productividad del trabajo	-2,4	2,3	2,7	2,2	1,7	2,1	1,1
Costes laborales unitarios	3,9	-0,7	-0,8	-0,7	-0,1	0,2	1,3

Fuentes: Eurostat, datos nacionales y cálculos del BCE.

Gráfico 26 Evolución de los costes laborales por sectores

(tasas de variación interanual; datos trimestrales)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

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

en algunos, mientras que Grecia, Irlanda y Portugal informaron de que estos costes habían vuelto a reducirse, en términos interanuales, en el segundo trimestre. Alemania, en particular, parece ser el principal impulsor de la aceleración de los costes laborales por hora, debido tanto al aumento de las primas salariales como a la continuación de la retirada de los planes de reducción de las horas de trabajo. En conjunto, los costes no salariales siguieron creciendo con mayor rapidez que el componente de sueldos y salarios de los costes laborales por hora de la zona del euro.

En un contexto de ralentización del crecimiento del PIB real en el segundo trimestre de 2011, el crecimiento interanual de la productividad del trabajo registró un marcado descenso, hasta el 1,1 %, desde el 2,1 % del primer trimestre, mientras que la tasa de variación de la remuneración por asalariado se elevó ligeramente, hasta el 2,4 %, tras una fuerte revisión al alza de los datos correspondientes al primer trimestre. En consecuencia, el crecimiento interanual de los costes laborales unitarios aumentó hasta el 1,3 % en el segundo trimestre de 2011, frente al 0,2 % del trimestre precedente. El crecimiento de los costes laborales unitarios de la zona del euro pasó a ser positivo en el primer trimestre de 2011, tras permanecer en niveles negativos durante 2010. De cara al futuro, las encuestas más recientes apuntan a una nueva moderación del crecimiento de la productividad en los próximos trimestres, sugiriendo que el crecimiento de los costes laborales unitarios se incrementará, lo que también acentuaría las presiones inflacionistas internas de la zona del euro.

3.4 PERSPECTIVAS DE INFLACIÓN

De cara al futuro, es probable que las tasas de inflación se mantengan claramente por encima del 2 % en los próximos meses, pero que disminuyan posteriormente. Este patrón refleja las expectativas de una evolución relativamente estable del crecimiento de los salarios, en un contexto de crecimiento económico moderado.

Se considera que los riesgos para las perspectivas de evolución de los precios a medio plazo siguen estando, en general, equilibrados. Los principales riesgos al alza están relacionados con la posibilidad de que se produzcan subidas de los impuestos indirectos y de los precios administrados, debido a la necesidad de consolidación fiscal en los próximos años. Los principales riesgos a la baja están asociados con el impacto de un crecimiento más débil de lo esperado en la zona del euro y a escala mundial.

4 PRODUCTO, DEMANDA Y MERCADO DE TRABAJO

Se prevé que el crecimiento del PIB real de la zona del euro sea muy moderado en el segundo semestre del año, después de la desaceleración registrada en el segundo trimestre de 2011, que lo situó en el 0,2% en tasa intertrimestral. Una serie de factores parecen estar frenando, concretamente, el dinamismo subyacente de la actividad en la zona del euro, y entre ellos se incluye la moderación del ritmo de la demanda mundial, el deterioro de la confianza de los consumidores y las empresas, y los efectos desfavorables sobre las condiciones de financiación que se derivan de las actuales tensiones observadas en algunos mercados de deuda soberana de la zona. Al mismo tiempo, se prevé que la actividad económica de la zona del euro se beneficie del crecimiento positivo y constante de las economías emergentes, así como de los reducidos tipos de interés a corto plazo y de las distintas medidas adoptadas para apoyar el funcionamiento del sector financiero. En un entorno de incertidumbre especialmente elevada, los riesgos para las perspectivas económicas de la zona del euro continúan siendo a la baja.

4.1 PIB REAL Y COMPONENTES DE LA DEMANDA

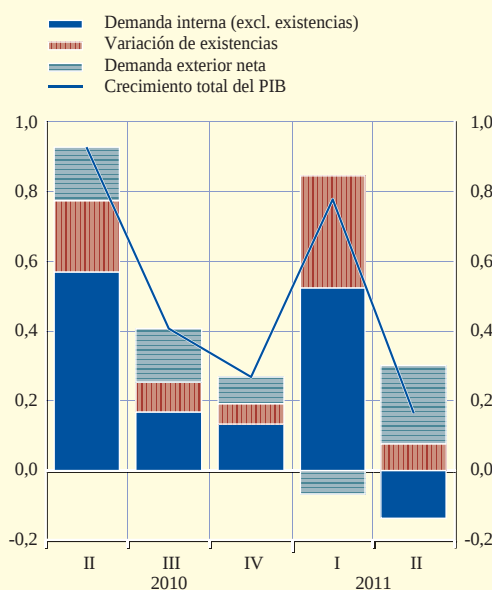
El PIB real de la zona del euro creció un 0,2%, en tasa intertrimestral, en el segundo trimestre de 2011, tras un aumento del 0,8% en el trimestre anterior (véase gráfico 27). Esta desaceleración esperada se debió, principalmente, a la débil evolución de la demanda interna, atribuible, en parte, a factores especiales. Aunque en la fase de recuperación el PIB ha crecido, en términos intertrimestrales, durante ocho trimestres consecutivos, el nivel del producto en el segundo trimestre se mantenía casi un 2% por debajo del nivel máximo alcanzado en el primer trimestre de 2008.

Después de seis trimestres de tímido pero positivo crecimiento, el consumo privado se redujo un 0,2%, en tasa intertrimestral, en el segundo trimestre de 2011. La evolución del comercio al por menor y de las compras de automóviles contribuyó a este resultado negativo, pues el primero se contrajo un 0,3%, en tasa intertrimestral, y las matriculaciones de automóviles cayeron un 4%.

Por lo que se refiere al tercer trimestre de 2011, la información sobre el consumo privado apunta al mantenimiento de la débil evolución del gasto en consumo. Las ventas del comercio al por menor disminuyeron un 0,3% en agosto y, en promedio, se situaron durante los dos primeros meses del tercer trimestre en el mismo nivel que en el segundo. Al mismo tiempo, y en los mismos meses, las matriculaciones de automóviles se situaron un 1,2% por debajo de su nivel medio en el segundo trimestre de 2011. Los datos de las encuestas relativas al comercio minorista, disponibles para todo el tercer trimestre, señalan la continua debilidad del consumo de bienes al por menor (véase gráfico 28). El índice de directores de compras (PMI) del comercio al por menor ha registrado niveles inferiores a 50 durante el tercer trimestre, indicando con ello una caída de las ventas. Además, según la encuesta de opinión de la Comisión Europea, el indicador de confianza de los consumidores siguió deteriorándose en septiembre, tras el acusado descenso observado en el mes anterior. Mientras tanto, el indicador de grandes compras esperadas

Gráfico 27 Crecimiento del PIB real y contribuciones

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



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

continuó registrando niveles históricamente bajos, lo que sugiere que los consumidores siguen actuando con cautela a la hora de decidir la compra de bienes de consumo duradero.

La formación bruta de capital fijo aumentó un 0,1%, en tasa intertrimestral, en el segundo trimestre de 2011, tras crecer un 1,8% en el trimestre precedente. La recuperación de la inversión ha sido más lenta que la recuperación de la actividad general. Su crecimiento intertrimestral también ha sido más volátil, ya que se ha visto afectado por diversos factores especiales, como, por ejemplo, las adversas condiciones meteorológicas que han obstaculizado la inversión en construcción. Por lo que respecta a la desagregación de la inversión en el segundo trimestre, la inversión, excluida la construcción, creció un 0,9%, en tasa intertrimestral, mientras que la inversión en construcción se contrajo un 0,5%. El descenso de la inversión en construcción se esperaba, en cierta medida, tras la elevada volatilidad observada en los trimestres anteriores, relacionada con las inusuales condiciones meteorológicas en algunos países.

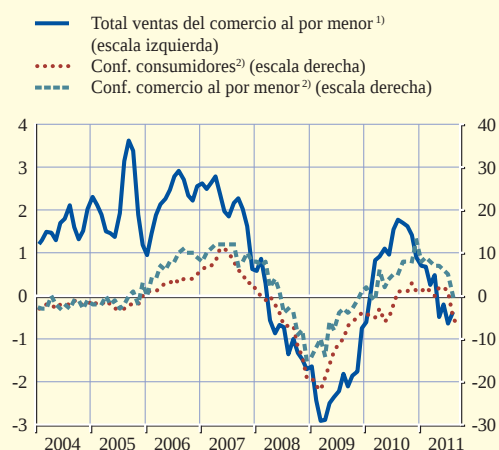
Si se observan los meses siguientes, la producción industrial de bienes de equipo (un indicador de la inversión futura), excluida la construcción, registró un fuerte aumento del 3,3% en julio, lo que supone un buen inicio para el tercer trimestre. Sin embargo, los resultados de las encuestas relativos a la industria, excluida la construcción —tanto el índice de directores de compras (PMI) como el indicador de confianza industrial de la Comisión Europea—, apuntan a una desaceleración de la actividad en el tercer trimestre. El indicador de confianza industrial se encuentra en niveles próximos a su media histórica, mientras que el PMI se sitúa por debajo del umbral teórico de expansión de 50.

En julio de 2011, la producción de la construcción se incrementó un 1,6%, en tasa intermensual, tras un descenso del 1,1% en el mes anterior. Mientras tanto, el indicador de confianza de la construcción publicado por la Comisión Europea se mantuvo en niveles inferiores a su media histórica durante el tercer trimestre. Al mismo tiempo, el PMI de la construcción de la zona del euro se situó, en promedio, por debajo de 50 en los dos primeros meses del tercer trimestre, indicando un crecimiento negativo continuado en ese trimestre, tras la debilidad observada en el segundo trimestre.

Por lo que respecta a los flujos comerciales, la tasa de crecimiento tanto de las importaciones como de las exportaciones se desaceleró en el segundo trimestre de 2011, en línea con la ralentización general del comercio mundial. En julio, las tasas de crecimiento de las importaciones y las exportaciones de bienes, en términos nominales, a países no pertenecientes a la zona del euro continuaron disminuyendo (en términos intertrimestrales), comparadas con las registradas en el segundo trimestre de 2011, y se tornaron ligeramente negativas. El comercio de servicios también se contrajo marginalmente en julio, en términos intertrimestrales. De cara al futuro, el índice PMI de nuevos pedidos exteriores del sector manufacturero de la zona del euro, disponible hasta septiembre de 2011, señala un débil crecimiento de las exportaciones de la zona del euro en el corto plazo.

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

(datos mensuales)



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

1) Tasas de variación interanual; medias móviles de tres meses; datos ajustados por días laborables. Excluido el combustible.

2) Saldos netos; datos desestacionalizados ajustados a la media.

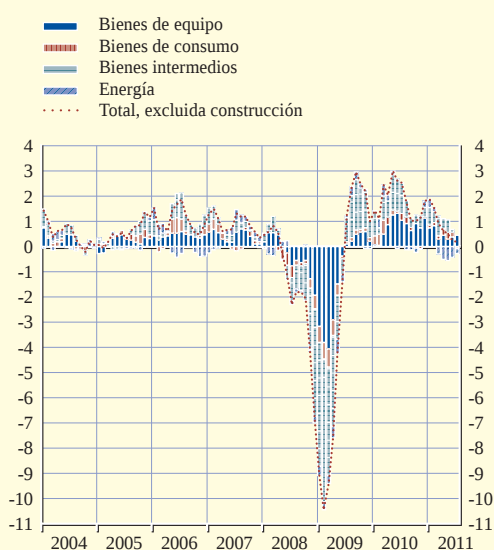
4.2 PRODUCTO, OFERTA Y MERCADO DE TRABAJO

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

En lo que se refiere a la evolución observada en el tercer trimestre de 2011, la producción industrial (excluida la construcción) creció un 0,9 %, en tasa intermensual, en julio, tras el descenso del 0,7 % registrado en el mes anterior. Sin embargo, la tasa de crecimiento intertrimestral siguió moderándose, y pasó del 0,3 % de junio al 0,2 % de julio (véase gráfico 29). Mientras tanto, los nuevos pedidos industriales (excluido el material de transporte pesado) registró un aumento intermensual del 1,3 % en julio, tras la fuerte reducción del 3,3 % observada en junio. La tasa de crecimiento intertrimestral de los nuevos pedidos industriales se elevó del 0,4 % de junio al 0,6 % de julio, situándose en un nivel ligeramente inferior a su media de largo plazo. A pesar del fuerte inicio del tercer trimestre observado en la industria, los datos de las encuestas, que están más actualizados, apuntan a un panorama de mayor debilidad para el trimestre en su conjunto (véase gráfico 30). Por ejemplo, el índice PMI de producción del sector manufacturero se ha deteriorado a lo largo del trimestre y se situó, en promedio, en el tercer trimestre en 49,6, frente a 56,0 del segundo trimestre, lo que apunta a un crecimiento negativo, al estar por debajo del umbral de 50. El indicador de actividad del sector servicios también ha retrocedido de 55,5 en el segundo trimestre a 50,6 en el tercero. Otras encuestas de opinión, como la de la Comisión Europea, están prácticamente en línea con la evolución del PMI.

Gráfico 29 Crecimiento de la producción industrial y contribuciones

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

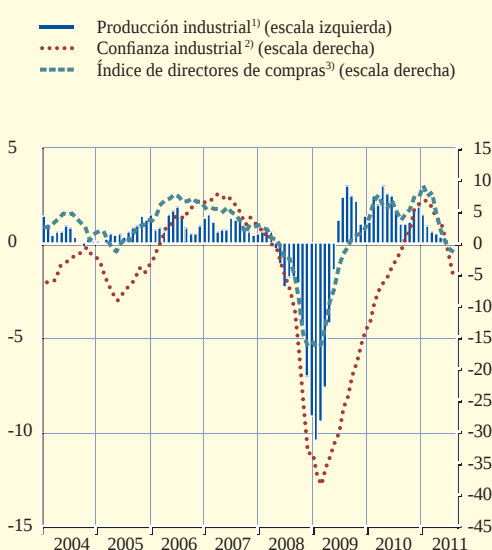


Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

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

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

(datos mensuales desestacionalizados)



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

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

1) Tasas de variación intertrimestral.

2) Saldos netos.

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

Cuadro 7 Crecimiento del empleo

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

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

Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

1) Incluye también educación, salud y otros servicios.

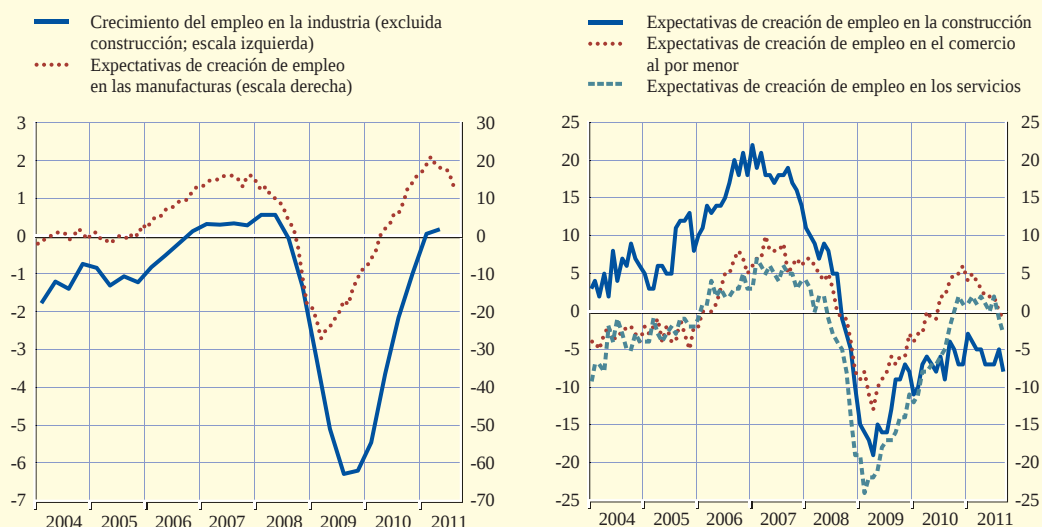
MERCADO DE TRABAJO

La situación de los mercados de trabajo de la zona del euro se está estabilizando. El empleo creció en el primer semestre del año, mientras que la tasa de paro se mantuvo estable, lo que sugiere que la población activa ha aumentado.

El empleo registró un avance del 0,3%, en tasa intertrimestral, en el segundo trimestre de 2011, tras una subida del 0,1% en los dos trimestre anteriores (véase cuadro 7). Sin embargo, las horas trabajadas se redujeron un 0,2% en el segundo trimestre, lo que contrasta con la evolución más reciente, ya que, durante la recuperación, las horas trabajadas han crecido con más rapidez que el empleo.

Gráfico 31 Crecimiento del empleo y expectativas de creación de empleo

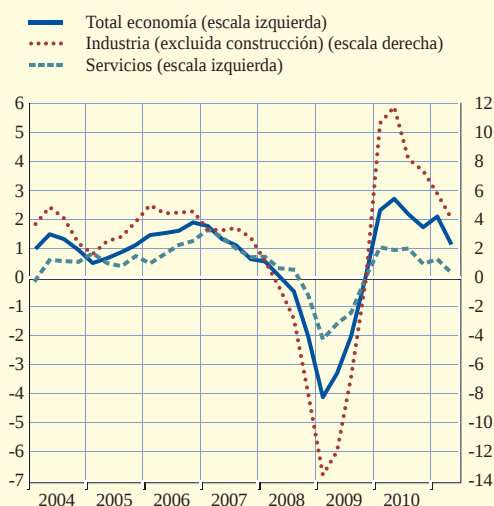
(tasas de variación interanual; saldos netos; datos desestacionalizados)



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

Gráfico 32 Productividad del trabajo

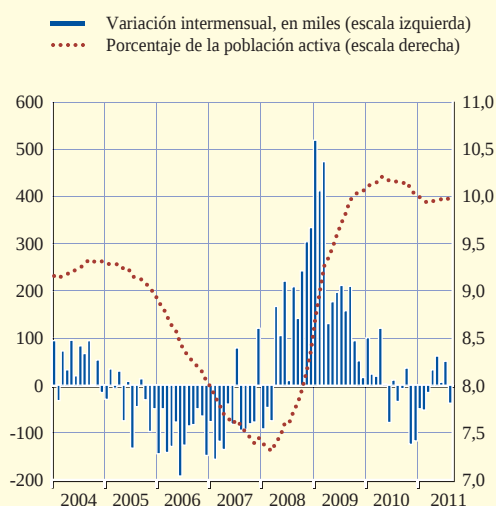
(tasas de variación interanual)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Gráfico 33 Desempleo

(datos mensuales desestacionalizados)



Fuente: Eurostat.

A nivel sectorial, la última cifra de empleo refleja el crecimiento intertrimestral del 0,1 % registrado en la industria (excluida la construcción) y del 0,4 % en la rama de servicios. El crecimiento del empleo en la construcción fue del 0,1 % en el segundo trimestre.

Como el crecimiento del empleo superó el crecimiento del PIB en el segundo trimestre, la productividad se ralentizó a causa de la evolución en la industria y en la construcción, y en menor medida en el comercio y el transporte. Las tasas de crecimiento interanual de la productividad del trabajo por persona ocupada y por hora trabajada se redujeron un punto porcentual completo y 0,1 puntos porcentuales en el segundo trimestre de 2011, en comparación con el trimestre anterior, alcanzando el 1,1 % y el 1,5 %, respectivamente (véase gráfico 32). De cara al futuro, las últimas cifras del índice PMI de productividad sugieren nuevos retrocesos en el crecimiento de la productividad en el tercer trimestre.

La tasa de desempleo se mantuvo en el 10 % en agosto, por cuarto mes consecutivo (véase gráfico 33), y su heterogeneidad entre las distintas economías de la zona del euro fue grande. Sin embargo, esta tasa enmascara un ligero aumento del número de personas desempleadas en los últimos meses. Los indicadores de opinión muestran un crecimiento del empleo continuo, pero en desaceleración, tanto en la industria como en los servicios en el tercer trimestre de 2011 (véase gráfico 31).

4.3 PERSPECTIVAS DE LA ACTIVIDAD ECONÓMICA

En estos momentos se prevé que el crecimiento del PIB real de la zona del euro sea muy moderado en el segundo semestre del año, después de la desaceleración registrada en el segundo trimestre de 2011. Una serie de factores parecen estar frenando, concretamente, el dinamismo subyacente de la actividad en la zona del euro, y entre ellos se incluyen la moderación del ritmo de la demanda mundial, el deterioro de la confianza de los consumidores y las empresas, y los efectos desfavorables sobre las condiciones de

financiación que se derivan de las actuales tensiones observadas en algunos mercados de deuda soberana de la zona. Al mismo tiempo, se prevé que la actividad económica de la zona del euro se beneficie del crecimiento positivo y constante de las economías emergentes, así como de los reducidos tipos de interés a corto plazo y de las distintas medidas adoptadas para apoyar el funcionamiento del sector financiero.

En un entorno de incertidumbre especialmente elevada, los riesgos para las perspectivas económicas de la zona del euro continúan siendo a la baja, y están relacionados, sobre todo, con las tensiones actuales en algunos segmentos de los mercados financieros mundiales y de la zona del euro, así como con su potencial para trasladarse a la economía real de la zona. Asimismo, guardan relación con los aún elevados precios de la energía y con la posibilidad de que se produzca una corrección desordenada de los desequilibrios mundiales.