

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. Aunque la progresiva desaparición de estos factores debería proporcionar cierto impulso al crecimiento económico en el segundo semestre del año, la reaparición de las tensiones en los mercados financieros, así como las persistentes dificultades estructurales, especialmente en las economías avanzadas, podrían limitar las perspectivas de crecimiento mundial a medio plazo. El crecimiento en los mercados emergentes se ha moderado ligeramente, lo que debería contribuir a mitigar las presiones de recalentamiento que se observan actualmente en algunos de ellos. Las tasas de inflación interanual se han estabilizado en las economías avanzadas, mientras que, en las economías emergentes, las presiones inflacionistas siguen siendo más pronunciadas.

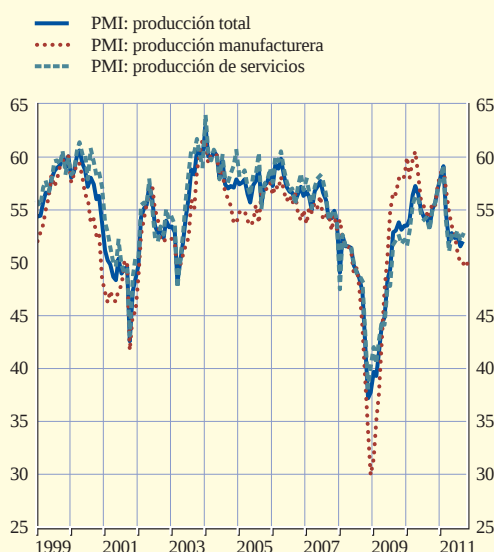
I.1 EVOLUCIÓN DE LA ECONOMÍA MUNDIAL

El crecimiento económico mundial ha experimentado una desaceleración en los últimos meses, debido, en parte, a algunos factores transitorios. Si bien la progresiva desaparición de estos factores debería proporcionar cierto impulso al crecimiento económico en el segundo semestre del año, la necesidad de seguir saneando los balances de los sectores público y privado, así como la persistente debilidad de los mercados de la vivienda y de trabajo, continúan limitando la fortaleza de la recuperación, especialmente en las economías avanzadas. Además, la reaparición de las tensiones en los mercados financieros mundiales y la caída de la confianza empresarial y de los consumidores siguen frenando el ritmo de la recuperación. En las economías emergentes, el crecimiento se ha moderado ligeramente, lo que debería contribuir a mitigar las presiones de recalentamiento que se observan actualmente en algunos de esos países.

En octubre, el índice PMI global de producción de manufacturas y servicios no se modificó y permaneció en 49,9. Este reducido nivel es inferior al umbral teórico de 50 que separa la expansión de la

Gráfico 1 PMI: producción mundial

(índice de difusión; datos mensuales desestacionalizados)



Fuente: Markit.

Gráfico 2 Evolución internacional de los precios

(datos mensuales; tasas de variación interanual)



Fuente: OCDE.

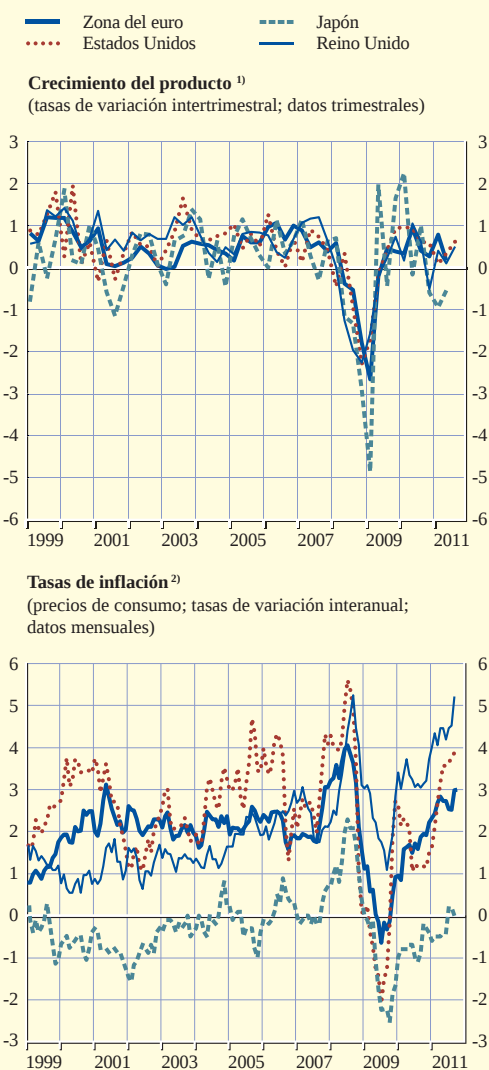
contracción y a la media de largo plazo. En octubre, el componente de nuevos pedidos del PMI aumentó, aunque se mantuvo contenido y por debajo del mencionado umbral de 50, y el componente de empleo siguió situándose por encima de 50.

Las presiones sobre los precios en la economía mundial parecen haber continuado atenuándose en cierta medida. En octubre, el índice PMI global de precios de los bienes intermedios del sector manufacturero se redujo hasta 49,9, desde el nivel de 56,6 registrado en septiembre. En general, en tasa interanual, la inflación general se ha estabilizado 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 3,3% en septiembre de 2011, en comparación con el 3,2% de agosto. Excluidos la energía y los alimentos, la tasa de inflación interanual se situó en el 1,9% en septiembre, frente al 1,8% de agosto. 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 cobró impulso en el tercer trimestre de 2011. Según la estimación de avance de la Oficina de Análisis Económico, el PIB real creció a una tasa interanual del 2,5% en el tercer trimestre de 2011 (0,6% en tasa intertrimestral), frente al 1,3% del trimestre anterior. La expansión registrada en el tercer trimestre se vio favorecida por el crecimiento del gasto en consumo y la inversión empresarial. El primero aumentó a una tasa interanual del 2,4%, ya que las compras de bienes duraderos repuntaron tras una contracción en el trimestre anterior, relacionada en parte con los efectos del desastre japonés. No obstante, la coincidente debilidad de la renta personal disponible, que se redujo un 1,7% en términos reales, y una caída de la tasa de ahorro personal hasta un mínimo no observado desde el último trimestre de 2007, pusieron en tela de juicio la sostenibilidad de la aceleración de cara al futuro. Al mismo tiempo, la inversión empresarial creció a una tasa interanual del 16,3% y la inversión residencial continuó recuperándose moderadamente desde unos niveles muy bajos. La demanda exterior neta contribuyó positivamente al crecimiento del PIB, ya que el avance de las exportaciones sobrepasó al de las importaciones, mientras que las existencias registraron una contribución negativa.

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 se utilizan datos de Eurostat; para Estados Unidos, el Reino Unido 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, la inflación interanual, medida por el IPC, aumentó hasta el 3,9% en septiembre de 2011, el nivel más alto de los tres últimos años, desde el 3,8% registrado en el mes anterior. El aumento de la inflación general a lo largo de 2011 sigue reflejando una acusada subida interanual de los precios de la energía y los alimentos, que se incrementaron a una tasa del 19,3% y del 4,7%, respectivamente, en el año transcurrido hasta septiembre de 2011. Excluidos la energía y los alimentos, la inflación interanual no experimentó variación con respecto al mes anterior, y se situó en el 2% en septiembre, tras haber seguido una tendencia alcista durante casi un año. En parte, la estabilización de la inflación subyacente en tasa interanual refleja cierta moderación en el coste de los vehículos de motor y las prendas de vestir, que ha corregido los sustanciales incrementos registrados en los meses anteriores.

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 dicho tipo 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 actividad económica se ha recuperado considerablemente del desplome causado por el gran terremoto que asoló la región oriental del país, ya que las restricciones por el lado de la oferta parecen haber disminuido de manera sustancial. En consecuencia, se espera fundamentalmente que el crecimiento económico del tercer trimestre de 2011 sea bastante positivo, tras tres trimestres de crecimiento negativo. No obstante, el ritmo de recuperación parece haberse moderado ligeramente en relación con el rápido repunte observado inmediatamente después del terremoto. Tras registrar ligeros incrementos en julio y agosto, la producción industrial se redujo alrededor de un 4% (en tasa intermensual desestacionalizada) en septiembre. Pese a ello, las exportaciones reales de bienes aumentaron un 3,4% en cifras intermensuales (desestacionalizadas) en septiembre, después de haberse incrementado con moderación en los dos meses anteriores, mientras que, por primera vez desde marzo, las importaciones reales disminuyeron un 1,8%, en tasa intermensual. En términos nominales, la balanza de bienes continuó en niveles negativos, como ha sido el caso desde el seísmo, pero el déficit se redujo de modo significativo y se situó en 21,8 mm de yenes, en cifras desestacionalizadas (frente a un déficit de 265,2 mm de yenes en agosto). Recientemente, el Gobierno ha presentado ante el Parlamento la tercera propuesta de presupuesto suplementario por un total de unos 12 billones de yenes, destinados en su mayor parte a actividades de reconstrucción.

Por lo que respecta a la evolución de los precios de consumo, la inflación interanual, medida por el IPC, descendió hasta el 0% en septiembre, desde el 0,2% del mes anterior. Excluidos los alimentos frescos, la inflación interanual, medida por el IPC, se situó en el 0,2% en septiembre, el mismo nivel que en agosto, mientras que, si se excluyen los alimentos y la energía, esta tasa aumentó desde el -0,5% hasta el -0,4%. En la reunión más reciente sobre política monetaria celebrada el 27 de octubre, el Banco de Japón decidió mantener sin variación, entre el 0,0% y el 0,1%, el objetivo fijado para los tipos de interés de los préstamos a un día sin garantía y ampliar su Programa de compras de activos en unos 5 billones de yenes, hasta 55 billones de yenes, aproximadamente.

REINO UNIDO

En el Reino Unido, la actividad económica ha seguido siendo relativamente moderada en los últimos meses. En el tercer trimestre de 2011, el PIB real aumentó un 0,5%, en tasa intertrimestral, una evolución

que fue reflejo, en gran parte, de la desaparición de algunos factores temporales en el segundo trimestre del año. La mayor parte de los indicadores basados en encuestas de opinión permanecieron en niveles reducidos en octubre. Por consiguiente, en conjunto, es probable que el ritmo subyacente de crecimiento siga siendo lento a corto plazo, aunque los estímulos monetarios deberían respaldar la actividad económica. Todavía se prevé que el crecimiento de la demanda interna siga estando limitado por las restrictivas condiciones de concesión de créditos, el ajuste de los balances de los hogares y las sustanciales restricciones presupuestarias, mientras que el deterioro de las perspectivas relativas a la demanda externa podría obstaculizar el crecimiento de las exportaciones.

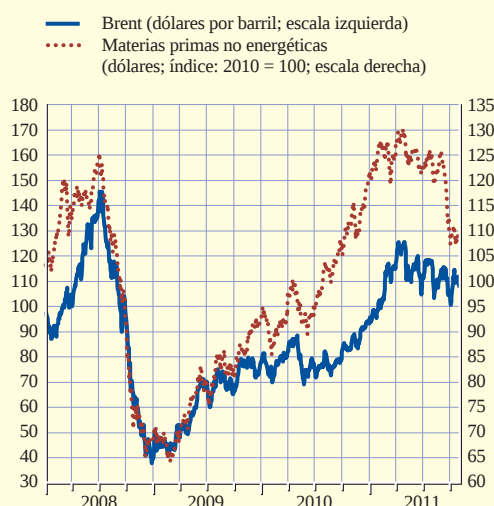
La inflación medida por el IPC ha seguido siendo elevada en los últimos meses, y en septiembre se incrementó hasta el 5,2%, desde el 4,5% de agosto. La inflación de los bienes energéticos y no energéticos continuó acelerándose, y el aumento de la inflación estuvo impulsado, fundamentalmente, por las considerables subidas de los precios del gas, el agua y la electricidad. A corto plazo, es probable que la inflación siga siendo alta, pero de cara a un futuro más lejano se espera que la gradual moderación de determinados factores transitorios (incluidos las anteriores subidas de los precios 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, atenúen las presiones inflacionistas. 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, aunque en octubre 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, hasta ahora, la economía se ha mostrado resistente al deterioro de las perspectivas mundiales, y la evidencia disponible apunta a un aterrizaje suave en los próximos trimestres. En el tercer trimestre de 2011, el PIB real aumentó un 9,1%, en tasa interanual (desde el 9,5% del segundo trimestre), con una disminución de la contribución de la demanda interna al crecimiento y una contribución negativa de la demanda exterior neta. El proceso de apreciación del renminbi frente al dólar estadounidenses ha perdido bastante impulso desde principios de septiembre, mes en el que se observó una ligera disminución de las reservas internacionales, como consecuencia de efectos de tipo de cambio. El Banco Central de la República Popular China mantuvo sin variación sus tipos de interés oficiales y el coeficiente de reservas, en un entorno de presiones inflacionistas y abundante liquidez interna. En septiembre, la inflación interanual medida por el IPC se redujo hasta el 6,1%, solo 0,1 puntos porcentuales por debajo de la tasa de agosto. El descenso de la inflación medida por el IPC estuvo impulsado, fundamentalmente, por los precios de los alimentos, mientras que, excluidos los alimentos, la tasa también se moderó ligeramente. En el mercado inmobiliario, los precios solo experimentaron una ligera desaceleración, pese a los esfuerzos concertados de las autoridades. En octubre, el fondo soberano de China decidió adquirir una pequeña cantidad de acciones de los cuatro principales bancos comerciales públicos, con el fin de mejorar el clima de los mercados, en un entorno caracterizado por el aumento de las vulnerabilidades financieras internas.

1.2 MERCADOS DE MATERIAS PRIMAS

Los precios del petróleo aumentaron en octubre. El precio del barril de Brent se situaba, el 2 de noviembre, en 108 dólares estadounidenses, es decir, un 15,8% por encima del nivel registrado a comienzos de año y un 4,5% por encima del observado a principios de octubre (véase gráfico 4). No obstante, de cara al futuro, los participantes en el mercado prevén que los precios del petróleo sean más bajos en el medio

Gráfico 4 Evolución de los precios de las materias primas

Fuentes: Bloomberg y HWWI.

plazo y los futuros con entrega en diciembre de 2012 se negocian actualmente en torno a 103,1 dólares estadounidenses el barril.

El aumento de los precios guardó relación con la relativa tensión de las variables fundamentales físicas de los mercados, incluidas distorsiones en la oferta, principalmente en los países no pertenecientes a la OPEP, lo que contribuyó aún más al descenso observado de las existencias. No obstante, la presión alcista sobre los precios se atenuó en cierta medida como consecuencia de la reaparición de las tensiones en algunos mercados de deuda soberana de la zona del euro y de su esperado impacto a la baja sobre la demanda. En este contexto, la Agencia Internacional de la Energía rebajó aún más sus proyecciones de demanda para 2011 y 2012.

Los precios de las materias primas no energéticas descendieron aún más, en cifras agregadas, durante el mes de octubre, como consecuencia, princi-

palmente, de una acusada caída del componente de mineral de hierro. Por el contrario, tanto los precios de los alimentos como los de los metales se incrementaron en octubre, impulsados, sobre todo, por el maíz y el cobre, respectivamente, como resultado de las sólidas importaciones de las economías emergentes, además de la tensa situación de la oferta de cobre. En cifras agregadas, el índice de precios de las materias primas no energéticas (denominado en dólares estadounidenses) se situaba, a finales de septiembre, un 11,7 % por debajo del nivel de comienzos del año.

1.3 TIPOS DE CAMBIO

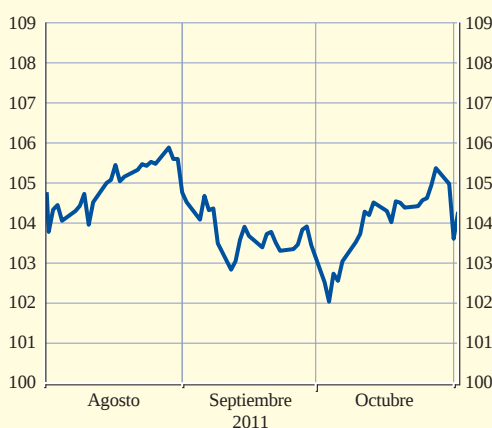
Desde finales de julio hasta principios de noviembre, el tipo de cambio efectivo nominal del euro, medido frente a las monedas de 20 de los socios comerciales más importantes de la zona del euro, se mantuvo prácticamente estable en un entorno de fuerte volatilidad. El 2 de noviembre, se situaba un 0,1 % por debajo del nivel registrado a finales de julio de 2011 y un 0,3 % 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 31 de julio y el 2 de noviembre, el euro se depreció un 3,2 % frente al dólar estadounidense, un 1,5 % frente a la libra esterlina, un 2,5 % frente al yen japonés y un 4,4 % frente al renminbi chino. Durante el mismo período, el euro se apreció un 6,6 % frente al franco suizo (que ahora cotiza por encima del tipo de cambio mínimo fijado por el Banco Nacional de Suiza), un 3 % frente al won coreano y un 2,3 % frente al dólar de Singapur. La moneda única se apreció también con fuerza frente a algunas otras monedas europeas, especialmente frente al forint húngaro (13,1 %) y frente al zloty polaco (9,1 %), así como frente a la corona checa (4 %) (véase cuadro 1). La volatilidad de los mercados, medida a partir de los precios de las opciones sobre tipos de cambio, aumentó significativamente durante el período considerado en todos los pares de monedas, salvo en el caso del euro frente al franco suizo, y actualmente se sitúa muy por encima de las medias de largo plazo.

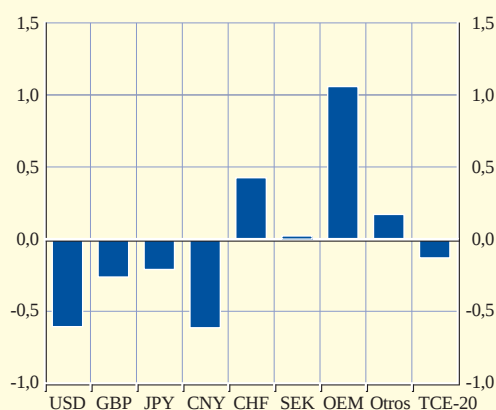
Gráfico 5 Tipo de cambio efectivo del euro (TCE-20) y sus componentes¹⁾

(datos diarios)

Índice: I 1999 = 100



Contribuciones a las variaciones del TCE-20²⁾
Del 29 de julio al 2 de noviembre 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 2 de noviembre de 2011	Apreciación (+)/depreciación (–) del euro a 2 de noviembre de 2011		
			desde:		en comparación con: media 2010
			29 de julio de 2011	1 de enero de 2010	
Dólar estadounidense	19,4	1,381	-3,2	-4,0	4,2
Libra esterlina	17,8	0,862	-1,5	-3,3	0,5
Renminbi chino	13,6	8,779	-4,4	-10,6	-2,1
Yen japonés	8,3	107,8	-2,5	-19,3	-7,3
Franco suizo	6,4	1,217	6,6	-18,2	-11,9
Zloty polaco	4,9	4,373	9,1	6,6	9,5
Corona sueca	4,9	9,073	0,0	-11,0	-4,9
Corona checa	4,1	25,15	4,0	-4,3	-0,5
Won coreano	3,9	1,548	3,0	-6,9	1,1
Forint húngaro	3,1	305,4	13,1	13,2	10,8
TCEN ²⁾		104,3	-0,1	-6,8	-0,3

Fuente: BCE.

1) Tipos de cambio bilaterales en orden descendente basados en las ponderaciones por el comercio de las monedas correspondientes en el índice TCE-20.

2) Tipo de cambio efectivo nominal del euro frente a las monedas de 20 de los socios comerciales más importantes de la zona del euro (TCE-20).

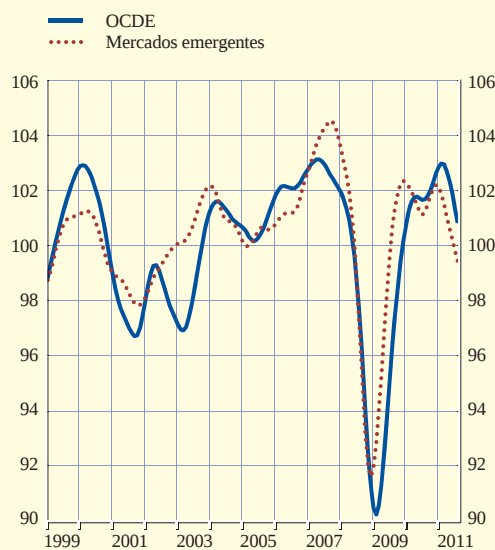
Entre el 31 de julio y el 2 de noviembre de 2011, las monedas que participan en el MTC II se mantuvieron, en general, estables frente al euro, cotizando al tipo de cambio correspondiente a las respectivas paridades centrales o en torno a dichas paridades. El lats letón cotizó en niveles más próximos a la paridad central dentro de la banda de fluctuación de $\pm 1\%$, establecida unilateralmente.

I.4 PERSPECTIVAS DEL ENTORNO EXTERIOR

De cara al futuro, aunque la gradual desaparición de algunos factores transitorios adversos debería respaldar la actividad económica mundial en el segundo semestre del año, se prevé que las dificultades estructurales que experimentan, en particular, las economías avanzadas, así como la reaparición de las tensiones en los mercados financieros mundiales, moderen la dinámica de crecimiento a medio plazo. 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 agosto, 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. Además, los datos más recientes sobre el comercio mundial también sugieren que el crecimiento será lento en los próximos meses. En un entorno de incertidumbre particularmente elevada, los riesgos para la actividad se mantienen a la baja. Estos riesgos guardan relación, principalmente, con las tensiones que 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 continuó incrementándose en septiembre de 2011, mientras que la de los préstamos concedidos al sector privado permaneció sin cambios. En gran medida, la intensificación del crecimiento de M3 observada en agosto y septiembre es reflejo del recrudecimiento de las tensiones en algunos mercados financieros. Por el momento, no existen indicios claros de que el citado recrudecimiento haya afectado a la oferta de préstamos. Sin embargo, dado que los efectos en la oferta podrían manifestarse con retardo, es necesario vigilar atentamente la evolución del crédito en los próximos meses. Si se analiza más allá de los flujos de cartera a corto plazo derivados del clima de incertidumbre, la tasa subyacente de expansión monetaria y crediticia se ha mantenido en un nivel moderado, en general.

EL AGREGADO MONETARIO AMPLIO M3

La tasa de crecimiento interanual de M3 aumentó hasta el 3,1 % en septiembre, desde el 2,7 % de agosto (véase gráfico 7). La tasa de crecimiento intermensual fue sólida (0,4 %), aunque bastante menor que la tasa del 1,2 % registrada el mes anterior, que fue excepcionalmente elevada. Los niveles particularmente altos de incertidumbre observados en los mercados financieros desde agosto favorecieron estos flujos de entrada continuados. En particular, los hogares incrementaron sus tenencias de activos monetarios líquidos en detrimento de activos de mayor riesgo, debido a la significativa incertidumbre en torno a las perspectivas económicas, la intensificación de la crisis de la deuda soberana y las considerables caídas de los mercados bursátiles. Asimismo, el hecho de que sigan llevándose a cabo numerosas cesiones temporales a través de entidades de contrapartida central pone de relieve la desconfianza existente entre las entidades de crédito y apunta a una preferencia por los préstamos interbancarios con garantías contratados a través de plataformas electrónicas, más que por los préstamos interbancarios directos sin garantías.

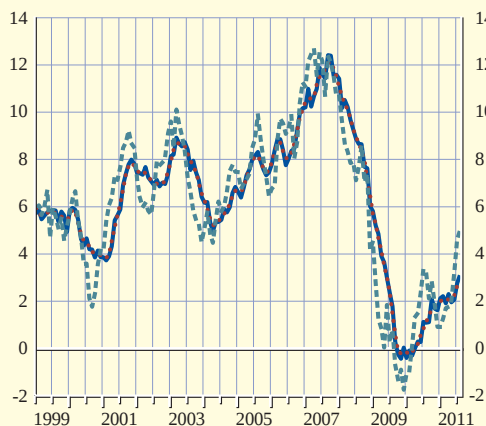
Por lo que respecta a los componentes, la tasa de crecimiento interanual de M1 se incrementó nuevamente en septiembre, a pesar de la considerable reducción intermensual que experimentaron los depósitos a la vista de las sociedades no financieras. La tasa de crecimiento interanual de otros depósitos a corto plazo (es decir, M2 menos M1) permaneció prácticamente sin variación, mientras que la de los instrumentos negociables (es decir, M3 menos M2) volvió a elevarse. Esta evolución fue reflejo de los aumentos similares registrados en las cesiones temporales realizadas a través de entidades de contrapartida central y de las compras de valores distintos de acciones a corto plazo emitidos por las IFM y de participaciones en fondos del mercado monetario por parte del sector tenedor de dinero.

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

Gráfico 7 Crecimiento de M3

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

- M3 (tasa de crecimiento interanual)
- ... M3 (media móvil de tres meses centrada de la tasa de crecimiento interanual)
- - - M3 (tasa de crecimiento semestral anualizada)



Fuente: BCE.

las ventas y titulizaciones de préstamos) se mantuvo sin cambios en el 2,7 % en septiembre, ya que las tasas de crecimiento interanual de los préstamos concedidos por las IFM a los hogares y a las sociedades no financieras prácticamente no variaron.

Los principales activos mantenidos por las IFM de la zona del euro (excluido el Eurosistema) aumentaron en septiembre por tercer mes consecutivo. Este incremento estuvo determinado, sobre todo, por el importante ascenso que volvieron a registrar los préstamos entre IFM, que fue reflejo, posiblemente, del mayor recurso a la financiación del Eurosistema. El aumento de las tenencias de activos exteriores y de los préstamos al sector privado por parte de las IFM también contribuyó levemente a la expansión de los principales activos de las IFM observada en septiembre.

PRINCIPALES COMPONENTES DE M3

Las tasas de crecimiento interanual del agregado monetario estrecho M1 y de los instrumentos negociables impulsaron el crecimiento de M3 en septiembre, mientras que la tasa de crecimiento interanual de otros depósitos a corto plazo se mantuvo prácticamente sin variación.

La tasa de crecimiento interanual de M1 se incrementó hasta el 2 % en septiembre, desde el 1,7 % de agosto. Es probable que el nuevo aumento de esta tasa sea reflejo del alto grado de incertidumbre económica, como pone de manifiesto el acusado descenso de la confianza de los consumidores reflejado en las encuestas de opinión. Tras los significativos flujos de entrada registrados en los depósitos a la vista en agosto, se observó un reajuste en septiembre, cuando se registraron flujos mensuales negativos debido a la importante reducción de los depósitos de las sociedades no financieras. En cambio, los hogares y los intermediarios financieros no monetarios distintos de las empresas de seguros y fondos de pensiones (OIF) aumentaron sus tenencias de depósitos a la vista. Las cotizaciones bursátiles volvieron a caer en septiembre, aunque en menor medida que en agosto, posiblemente induciendo al sector privado a vender más valores, en beneficio de instrumentos líquidos incluidos en M3.

La tasa de crecimiento interanual de los depósitos a corto plazo distintos de los depósitos a la vista se mantuvo prácticamente sin variación en el 3,1 % en septiembre. Este resultado oculta una evolución dispar de las tasas de crecimiento interanual de los dos subcomponentes, ya que la tasa de crecimiento interanual de los depósitos a plazo hasta dos años apenas cambió, mientras que la de los depósitos de ahorro a corto plazo (es decir, depósitos disponibles con preaviso hasta tres meses) se redujo significativamente. No obstante, los flujos mensuales de los dos subcomponentes fueron positivos en septiembre. El hecho de que, desde comienzos de año, los flujos de entrada observados en los depósitos a plazo hasta dos años fueran más elevados que los registrados en los depósitos a la vista y en los depósitos de ahorro a corto plazo obedece al aumento del diferencial entre la remuneración de los depósitos a plazo hasta dos años y la de los otros dos tipos de depósito en este período.

La tasa de crecimiento interanual de los instrumentos negociables experimentó un nuevo avance, hasta situarse en el 7,3 % en septiembre, frente al 5,3 % de agosto. Aunque los flujos de entrada mensuales fueron menores que en agosto, la contribución de las cesiones temporales realizadas en el mercado interbancario a través de entidades de contrapartida central continuó siendo significativa. 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, en un entorno caracterizado por la intensificación de la incertidumbre sobre la solidez financiera percibida de las contrapartidas. Además, las participaciones en fondos del mercado monetario registraron entradas, al igual que en agosto. Es probable que estos flujos reflejen ajustes de cartera temporales, en particular en forma de ventas de participaciones en fondos de inversión. La utilización transitoria de estos

instrumentos se observó también durante el período en el que se produjeron desplazamientos de cartera extraordinarios, entre 2001 y mediados de 2003. Las tenencias de valores distintos de acciones a corto plazo (es decir, con vencimiento hasta dos años) por parte del sector tenedor de dinero también se incrementaron.

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, permaneció sin variación en el 3,6% en septiembre. Los flujos mensuales fueron positivos en el caso de los depósitos de los hogares y de OIF, pero, por el contrario, pasaron a ser negativos en el caso de las sociedades no financieras, las empresas de seguros y fondos de pensiones, y las Administraciones Públicas distintas de la Administración Central.

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 2,4% en septiembre, manteniéndose prácticamente sin variación 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 estuvo impulsada por 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 elevada tasa de crecimiento interanual del crédito concedido a las Administraciones Públicas refleja, en gran medida, el impacto de la financiación de anteriores transferencias de activos a estructuras de «bancos malos» clasificadas dentro del sector público.

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

Fuente: BCE.

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

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

Cuadro 3 Préstamos de las IFM al sector privado

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

	Saldo vivo en porcentaje del total ¹⁾	Tasas de crecimiento interanual					
		2010 IV	2011 I	2011 II	2011 III	2011 Ago	2011 Sep
Sociedades no financieras	42,2	-0,3	0,6	1,1	1,5	1,5	1,6
Ajustados de ventas y titulaciones ²⁾	-	0,6	1,5	1,9	2,2	2,1	2,2
Hasta un año	24,7	-4,6	-1,2	1,6	4,0	4,0	3,6
De uno a cinco años	18,3	-2,6	-2,4	-2,9	-3,6	-3,5	-3,8
Más de cinco años	57,1	2,6	2,4	2,2	2,2	2,1	2,5
Hogares³⁾	46,7	2,8	3,1	3,4	3,0	2,9	2,9
Ajustados de ventas y titulaciones ²⁾	-	3,0	3,1	3,0	2,7	2,7	2,6
Crédito al consumo ⁴⁾	11,9	-0,9	-0,9	-0,9	-1,9	-2,0	-1,9
Préstamos para adquisición de vivienda ⁴⁾	72,2	3,6	4,0	4,4	4,0	3,9	3,9
Otras finalidades	15,9	2,6	2,4	2,1	2,5	2,3	2,4
Empresas de seguros y fondos de pensiones	0,8	7,7	7,6	3,2	6,8	9,8	7,4
Otros intermediarios financieros no monetarios	10,2	4,7	7,0	6,0	4,1	4,6	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 titulación.

3) Según la definición del SEC 95.

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

La tasa de crecimiento interanual del crédito otorgado al sector privado disminuyó hasta el 1,6 % en agosto, desde el 1,8 % 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 oculta un aumento moderado de los préstamos concedidos por este sector. El flujo mensual positivo de préstamos de las IFM al sector privado (ajustados por ventas y titulaciones) fue casi igual al de los préstamos mantenidos en los balances de estas instituciones, lo que sugiere que las ventas y titulaciones de préstamos fueron moderadas en septiembre. El flujo mensual positivo de préstamos concedidos al sector privado estuvo impulsado, principalmente, por los préstamos a las sociedades no financieras y, en menor medida, a los hogares, mientras que los préstamos a OIF se redujeron.

La tasa de crecimiento interanual de los préstamos concedidos por las IFM a las sociedades no financieras (ajustados por ventas y titulaciones) se mantuvo prácticamente sin variación en el 2,2 % en septiembre, observándose un flujo positivo considerable en dicho mes. El detalle de los préstamos por plazos de vencimiento indica que se apreciaron flujos positivos para todos los plazos, habiéndose registrado las entradas más cuantiosas en préstamos a más de cinco años. El hecho de que estos flujos sean mayores en el caso de los préstamos a plazos más largos que en el de los préstamos con vencimientos más cortos sugiere que, en general, la concesión de préstamos no fue resultado, en un grado significativo, de la disposición de líneas de crédito previamente comprometidas, que suelen ir asociadas con los préstamos a corto plazo. Al mismo tiempo, la heterogeneidad entre los distintos países en la evolución de los préstamos siguió siendo notable, en consonancia con la desigual recuperación de la actividad económica, con las diferentes necesidades de financiación externa de los diversos sectores industriales, con los distintos grados de tensión en relación con la financiación de las entidades de crédito y con los diferentes niveles de endeudamiento de las sociedades no financieras. Para conocer más detalles de la evolución de los préstamos de las IFM a las sociedades no financieras por actividad económica, véase el recuadro 1.

Recuadro I

EVOLUCIÓN RECIENTE DE LOS PRÉSTAMOS DE LAS IFM A LAS SOCIEDADES NO FINANCIERAS, DESGLOSADOS POR SECTOR ECONÓMICO

La evolución de los préstamos concedidos por las IFM al sector privado, en particular a las sociedades no financieras, se evalúa periódicamente en el marco de los análisis económico y monetario que lleva a cabo el BCE. La reciente crisis económica y financiera y la posterior recuperación de la actividad económica han coincidido con acusadas fluctuaciones de la tasa de crecimiento de los préstamos a las sociedades no financieras, que reflejan, en parte, cambios entre la financiación bancaria y la financiación en los mercados. Debido, principalmente, a la fuerte contracción de la demanda de préstamos, la tasa de crecimiento interanual de los préstamos otorgados por las IFM a las sociedades no financieras cayó desde más del 15 % a principios de 2008 hasta aproximadamente el -3 % a principios de 2010. A partir del primer trimestre de 2011, esta tasa ha retornado a niveles positivos. Tras los datos publicados recientemente (basados en la clasificación NACE) sobre los préstamos de las IFM a las sociedades no financieras, desagregados por sector económico, hasta el segundo trimestre de 2011, en este recuadro se analiza con mayor profundidad el desglose sectorial de los préstamos totales concedidos a estas sociedades en un momento en el que se recupera su crecimiento¹.

Confirmación de la recuperación del crecimiento de los préstamos en el segundo trimestre de 2011

Aunque en algunos subsectores concretos pueden hallarse rupturas en las series de datos, en un nivel superior de agregación, la distribución de los préstamos entre sectores se ha mantenido relativamente estable desde que comenzó la recopilación de datos en 2003 (representando los servicios casi el 70 % de los préstamos totales; la industria, prácticamente el 20 %, y la construcción, casi el 10 %). No obstante, los datos sobre el desglose sectorial de los préstamos de las IFM a las sociedades no financieras deberían interpretarse con cautela².

La tasa de crecimiento interanual de los préstamos concedidos a las sociedades no financieras se recuperó y volvió a situarse en niveles positivos en el primer semestre de 2011, siendo ello reflejo de la favorable evolución económica de este sector. Más concretamente, los datos correspondientes a las grandes y medianas empresas cotizadas mostraron una ligera mejora de la rentabilidad. La tasa de crecimiento interanual de las ventas netas de las empresas también continuó aumentando en los dos primeros trimestres del año, impulsada por el intenso comercio exterior, aunque a un ritmo menor que en trimestres anteriores. Además, en el primer semestre de 2011, el dinamismo del crecimiento de la inversión en capital fijo y de la variación de existencias apuntó a una mayor necesidad de financiación externa. Al mismo tiempo, la recuperación del crecimiento de los préstamos fue moderada, ya que las empresas seguían estando altamente endeudadas, en términos históricos, lo que, probablemente, las indujo a limitar su demanda de nuevos préstamos.

1 Para obtener más información sobre los últimos datos publicados, véase la nota de prensa del 17 de octubre de 2011 (www.ecb.europa.eu/stats/html/index.en.html). Para consultar un análisis anterior, véase el recuadro titulado «El papel de los distintos sectores en la evolución reciente de los préstamos de las IFM a las sociedades no financieras», *Boletín Mensual*, BCE, noviembre de 2010.

2 El desglose sectorial disponible en relación con los préstamos de las IFM a las sociedades no financieras se basa, a diferencia de las estadísticas agregadas del BCE sobre préstamos de las IFM, en datos recogidos a escala nacional (obtenidos, por ejemplo, de centrales de información de riesgos o de encuestas) que no están totalmente armonizados y que, en parte, son estimaciones. Además, la introducción de la clasificación NACE revisada (NACE Rev. 2) ha generado una serie de cambios en el desglose sectorial de los préstamos totales concedidos a las sociedades no financieras, que también ha afectado a las tasas de crecimiento de los préstamos otorgados a los distintos sectores en 2010 y 2011.

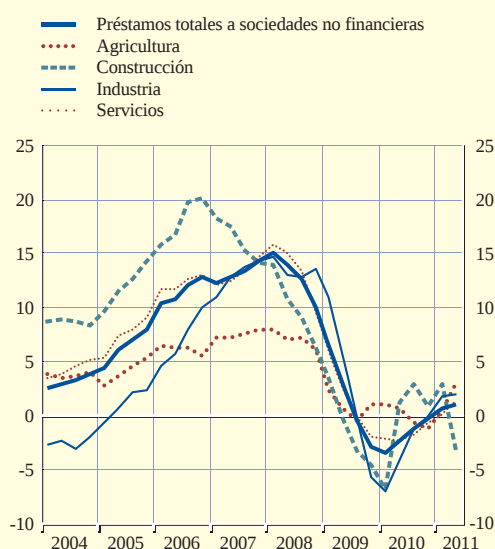
Evolución en los distintos sectores y países

La recuperación de la tasa de crecimiento interanual de los préstamos totales concedidos a las sociedades no financieras en el primer semestre de 2011 fue generalizada en los principales sectores, salvo por el considerable descenso observado en la tasa de crecimiento interanual de los préstamos destinados a la construcción en el segundo trimestre de 2011 (véase gráfico A). No obstante, la evolución positiva registrada en los servicios ocultó una heterogeneidad elevada entre subsectores. Por ejemplo, la tasa de crecimiento interanual de los préstamos para actividades de transporte, almacenamiento y comunicación disminuyó en la primera mitad de 2011, habiendo pasado a ser negativa en el segundo trimestre del año. En cambio, el crecimiento de los préstamos destinados a actividades inmobiliarias, de alquiler y empresariales se recuperó con fuerza, convirtiéndose en el principal motor del crecimiento total de los préstamos a las sociedades no financieras en el segundo trimestre de 2011. Mientras tanto, la tasa de crecimiento interanual de los préstamos a la industria (que incluye manufacturas, electricidad, suministro de agua y gas, minería y extracción) también registró una recuperación significativa durante el primer semestre de 2011.

En vista del impacto de las reclasificaciones, que han afectado al desglose sectorial de los préstamos en determinados países, el análisis de la evolución del crecimiento de los préstamos podría reforzarse agregando algunos sectores específicos. Por ejemplo, podría esgrimirse que, dada la relación existente entre la construcción y los servicios inmobiliarios y el hecho de que estos dos sectores han

Gráfico A Préstamos a sociedades no financieras, por sector económico

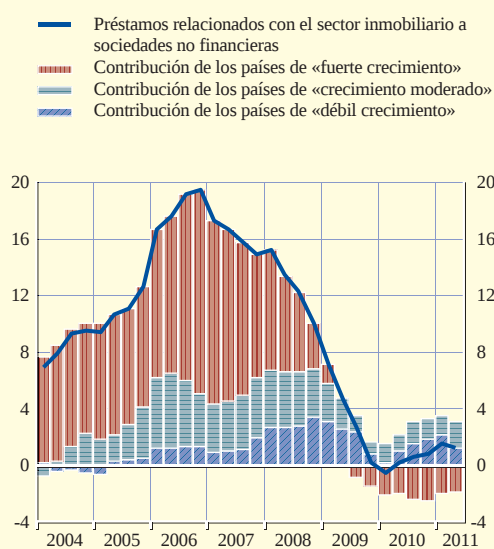
(tasas de variación interanual)



Fuente: BCE.

Gráfico B Préstamos relacionados con el sector inmobiliario concedidos a sociedades no financieras y heterogeneidad entre países

(tasas de variación interanual; puntos porcentuales)



Fuente: BCE.

Notas: Los «préstamos relacionados con el sector inmobiliario» incluyen los préstamos a sociedades no financieras que operan en la construcción y en el sector de actividades inmobiliarias (basados en los datos de los países que presentan las series pertinentes a partir de 2003). Se considera que los países son de crecimiento «fuerte» (Italia, España, Irlanda y Grecia), «moderado» (Francia, Bélgica, Finlandia y Luxemburgo) o «débil» (Alemania, Países Bajos, Austria y Portugal) en función de las tasas de crecimiento registradas en 2006 a escala nacional.

sido objeto de reclasificación en ciertos países, resultaría más adecuado combinarlos para llevar a cabo el citado análisis³. El agregado resultante indica que el crecimiento de estos préstamos solo se debilitó ligeramente en el segundo trimestre de 2011, tras una recuperación moderada entre mediados de 2010 y el primer trimestre de 2011 (véase gráfico B).

La evolución de los préstamos muestra señales de heterogeneidad entre países en la mayoría de los sectores, especialmente en el sector inmobiliario, habida cuenta de la diferente evolución de los mercados de la vivienda en los países de la zona del euro. Estas divergencias pueden ilustrarse agrupando a los países de la zona en tres categorías, en función de la tasa de crecimiento media de los préstamos relacionados con el sector inmobiliario en 2006, año en el que se registraron máximos históricos. Los países de «fuerte crecimiento», que impulsaron la mayor parte del auge crediticio anterior a 2007, así como la posterior caída, todavía contribuyen negativamente al crecimiento de estos préstamos. En cambio, la modesta recuperación que se está experimentando actualmente tiene su origen en los países de «débil crecimiento», mientras que la aportación de los países de «crecimiento moderado» se ha mantenido estable.

En conjunto, el primer semestre de 2011 fue testigo de una moderada recuperación del crecimiento de los préstamos a las sociedades no financieras, que fue generalizada en los principales sectores (aunque con determinadas excepciones). Al mismo tiempo, se mantienen las señales de heterogeneidad entre países, en particular en lo referente a los préstamos relacionados con el sector inmobiliario.

3 Dado que los datos correspondientes a los servicios inmobiliarios solo se detallan, en la mayoría de los casos, combinados con otras actividades (como las actividades de alquiler y empresariales), se realiza una estimación de los préstamos inmobiliarios utilizando los datos de los países de la zona del euro que desglosan las estimaciones de sus actividades inmobiliarias. Este cálculo se usa posteriormente para estimar los préstamos destinados a estas actividades en la zona del euro. Además, el agregado para la zona del euro se basa únicamente en datos disponibles a partir de 2003.

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 reflejados en los balances de las IFM permanecieron sin apenas variación con respecto al mes anterior, en el 2,6% y el 2,9%, 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 se mantuvo en terreno negativo (aunque aumentó ligeramente). La debilidad del crédito al consumo podría reflejar, en cierta medida, las peores perspectivas de actividad económica y los elevados niveles de endeudamiento de los hogares. En general, los datos de septiembre confirman la valoración de que la recuperación de los préstamos a los hogares se ha estabilizado. En el recuadro titulado «Cuentas integradas de la zona del euro del segundo trimestre de 2011», que figura en la sección 2.6, se presenta un análisis más amplio del ahorro, la inversión y la financiación, detallados por sector institucional.

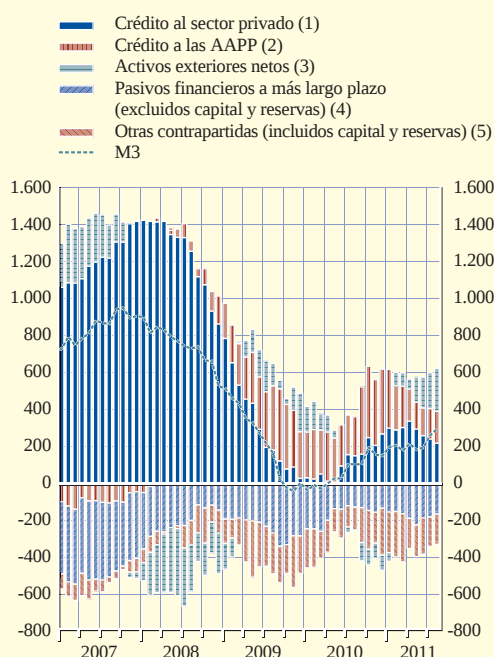
Entre las demás contrapartidas de M3, la tasa de crecimiento interanual de los pasivos financieros a más largo plazo de las IFM (excluidos capital y reservas) experimentó un descenso, situándose en el 3,1% en septiembre, frente al 3,5% de agosto. Esta evolución estuvo determinada por la fuerte moderación del crecimiento interanual de los valores distintos de acciones a largo plazo de las IFM, principalmente como consecuencia de efectos de base y, en menor medida, ligeros flujos negativos en este tipo de instrumentos. La tasa de crecimiento interanual de los depósitos a largo plazo se incrementó levemente, debido casi en su totalidad al aumento de las tenencias de este instrumento por parte del sector de OIF, como consecuencia de titulizaciones que no se dieron posteriormente de baja del balance. En septiembre se observó un modesto flujo mensual negativo en capital y reservas, que pudo ser reflejo del saneamiento contable de la cartera de deuda pública de las entidades de crédito en varios países.

Los flujos interanuales de entrada registrados en la posición acreedora neta frente al exterior de las IFM aumentaron hasta situarse en 233 mm de euros en septiembre, frente a los 194 mm de euros de agosto (véase gráfico 8), como resultado de una entrada mensual de 43 mm de euros, que sería coherente con la adquisición de valores emitidos por el sector tenedor de dinero de la zona del euro por parte de no residentes. Además, los residentes en la zona del euro pueden haber vendido activos no pertenecientes a la zona, contribuyendo así a los significativos flujos de entrada en M3.

En general, la intensificación del crecimiento de M3 observada en agosto y septiembre refleja, en gran medida, la incertidumbre del entorno de los mercados financieros y apunta a tensiones de financiación en las entidades de crédito en determinados países. Por el momento, no existen indicios claros de que el recrudecimiento de las tensiones en los mercados financieros haya afectado a la oferta de préstamos en el conjunto de la zona del euro. Sin embargo, dado que los efectos en la oferta podrían manifestarse con retardo, es necesario vigilar atentamente la evolución del crédito en los próximos meses. Si se adopta la perspectiva adecuada a medio plazo y se analiza más allá de los flujos resultantes de la reestructuración de carteras provocada por la intensificación de la incertidumbre en los mercados financieros, la tasa subyacente de expansión monetaria y del crédito se mantiene en niveles moderados.

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.

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 hasta el 3,3% en agosto de 2011. Puede que la menor actividad emisora por parte del sector público y de los intermediarios financieros haya obedecido, en parte, a la reaparición de tensiones en los mercados durante los meses de verano, aunque el recurso de las sociedades no financieras a la financiación mediante valores de renta fija se mantuvo constante. Al mismo tiempo, la tasa de crecimiento interanual de la emisión de acciones cotizadas aumentó levemente, hasta el 1,9%, impulsada por las emisiones de las IFM, mientras que la emisión de acciones por parte de las sociedades no financieras y de las instituciones financieras distintas de las IFM prácticamente no varió.

VALORES DISTINTOS DE ACCIONES

En agosto de 2011, la tasa de crecimiento anualizada de los valores distintos de acciones emitidos por residentes en la zona del euro se redujo hasta el 3,3%, desde el 3,7% registrado el mes anterior (véase cuadro 4). Esta evolución general estuvo impulsada, principalmente, por la emisión de valores distintos de

Cuadro 4 Valores emitidos por residentes en la zona del euro

Sector emisor	Saldo vivo (mm de euros) Agosto 2011	Tasas de crecimiento interanual ¹⁾					
		2010 III	2010 IV	2011 I	2011 II	2011 Jul	2011 Ago
Valores distintos de acciones	16.240	3,4	3,6	3,7	3,4	3,7	3,3
IFM	5.392	-0,6	-0,1	0,6	1,1	1,8	1,9
Instituciones financieras no monetarias	3.237	0,9	1,3	1,8	0,6	0,5	-1,0
Sociedades no financieras	849	10,5	8,5	6,4	4,0	4,8	5,1
Administraciones Públicas	6.762	7,6	7,5	7,3	6,9	6,8	6,4
De las cuales:							
Administración Central	6.165	7,3	7,1	6,7	6,1	6,2	5,6
Otras Administraciones Públicas	597	11,0	12,4	13,0	15,8	13,3	15,3
Acciones cotizadas	3.993	1,8	1,7	1,3	1,4	1,8	1,9
IFM	383	5,2	6,6	6,4	7,5	12,1	13,4
Instituciones financieras no monetarias	282	4,3	3,3	1,8	2,6	3,3	3,3
Sociedades no financieras	3.328	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».

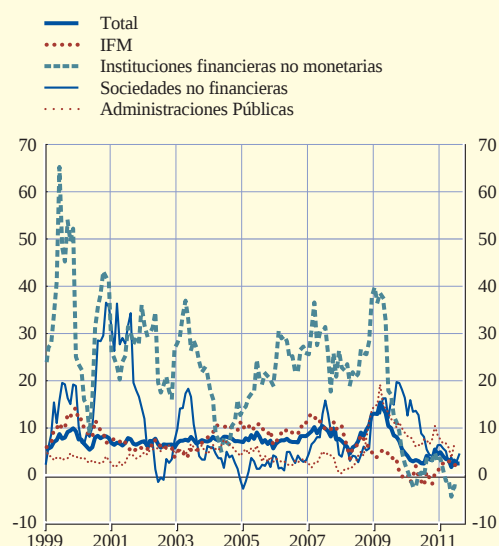
acciones a largo plazo a tipo de interés fijo, mientras que la emisión de valores a corto plazo continuó descendiendo, al igual que la emisión de valores a largo plazo a tipo de interés variable. Si se analizan las tendencias a corto plazo, la tasa de crecimiento semestral anualizada y desestacionalizada de los valores distintos de acciones emitidos apenas varió en agosto de 2011, situándose en torno al 2,5% (véase gráfico 9). La estable tasa de crecimiento a corto plazo de la emisión de valores distintos de acciones refleja el repunte de la tasa de crecimiento de este tipo de valores emitidos por las sociedades no financieras, que se vio contrarrestado por una disminución mayor de las emisiones realizadas por las instituciones financieras distintas de las IFM.

Aunque las emisiones de valores a corto plazo han ido reduciéndose desde principios de 2010, este descenso 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. Este patrón se mantuvo en agosto de 2011. Aunque las emisiones de valores distintos de 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 en el segundo trimestre de 2011 ni en los dos primeros meses del tercer trimestre. De hecho, la disminución de estas emisiones se aceleró en agosto de 2011, continuando así una tendencia de registros muy poco firmes que se inició en marzo del año en curso.

La tasa de crecimiento total de las emisiones de valores distintos de acciones registrada en agosto 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 de nuevo

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.

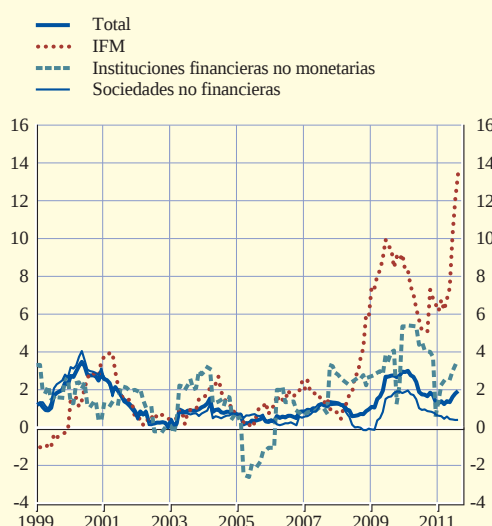
en agosto, hasta situarse en el 6,4%, en comparación con el 6,8% de julio. En cambio, la tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones emitidos por las sociedades no financieras aumentó hasta el 5,1% en agosto, desde el 4,7% de julio. Este mayor crecimiento de los valores distintos de acciones emitidos por el sector empresas puede explicarse, en parte, por el endurecimiento de los criterios de concesión de crédito bancario en el tercer trimestre del año, que han obligado a las empresas a buscar financiación en los mercados de deuda. Sin embargo, la actividad emisora del sector empresas sigue estando muy por debajo de las cotas máximas alcanzadas en 2009 y 2010. En el sector financiero, la emisión de valores distintos de acciones se mantuvo en niveles moderados por la intensificación de las tensiones en los mercados financieros. La tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones emitidos por las IFM fue muy baja, en términos históricos, y se situó en el 1,9% en agosto. La tasa de crecimiento interanual de las emisiones de valores de las instituciones financieras distintas de las IFM pasó a ser negativa en agosto, situándose en el -1%.

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 1,9% en agosto de 2011, debido principalmente a la mayor actividad emisora de las IFM. La tasa de crecimiento interanual de la emisión de acciones por parte de las IFM se elevó hasta el 13,4% en agosto de 2011, desde el 12,1% de julio (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, las tasas de crecimiento interanual de las acciones cotizadas emitidas por las instituciones financieras distintas de las IFM y por las sociedades no financieras se mantuvieron sin variación en el 3,3% y el 0,4%, respectivamente.

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 y finales de octubre de 2011. En el décimo período de mantenimiento de 2011, que comenzó el 12 de octubre, el EONIA permaneció en un nivel relativamente reducido durante los dos primeros días, antes de aumentar y situarse durante dicho mes 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 y finales de octubre de 2011. El 2 de noviembre, los tipos euríbor a un mes, a tres meses, a seis meses y a doce meses se situaron en el 1,36%, el 1,58%, el 1,78% y el 2,11%, respectivamente, es decir, 1, 2, 2 y 2 puntos básicos, respectivamente, por encima de los niveles observados el 5 de octubre. En consecuencia, el diferencial entre el euríbor a doce meses y a un mes, un indicador de la pendiente

de la curva de rendimientos del mercado monetario, aumentó 1 punto básico y se situó en 75 puntos básicos el 2 de noviembre (véase gráfico 11).

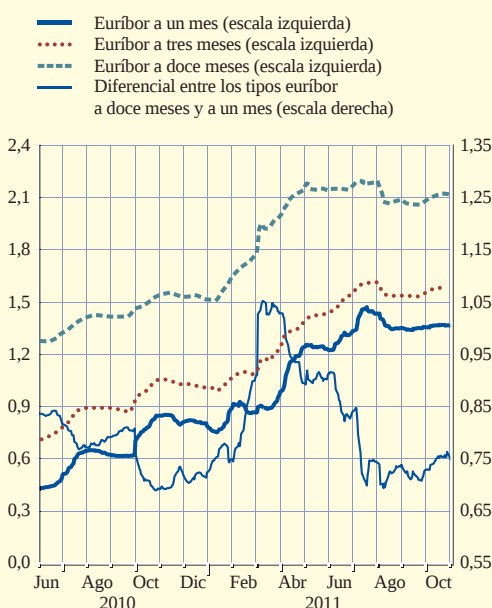
El tipo *swap* del EONIA a tres meses se situó en el 0,71 % el 2 de noviembre, 3 puntos básicos por debajo del nivel observado el 5 de octubre. El tipo sin garantías correspondiente aumentó 2 puntos básicos, hasta el 1,58 %, el 2 de noviembre, por lo que el diferencial entre el euríbor a tres meses sin garantías y el tipo *swap* del EONIA al mismo plazo se incrementó 5 puntos básicos y se situó en 87 puntos básicos en dicha fecha.

El 2 de noviembre, los tipos de interés implícitos en los precios de los futuros del euríbor a tres meses con vencimiento en diciembre de 2011 y marzo, junio y septiembre de 2012 se situaron en el 1,31 %, el 1,06 %, el 1,05 % y el 1,10 %, respectivamente, lo que representa aumentos de 7 y 1 puntos básicos y descensos de 1 y 1 puntos básicos, respectivamente, en comparación con los niveles observados el 5 de octubre.

Entre el 5 de octubre y el 11 de octubre, último día del noveno período de mantenimiento, el EONIA permaneció estable en torno al 0,95 %, en un contexto de continuo exceso de liquidez, antes de repuntar y situarse en el 1,22 % el último día del período de mantenimiento. Durante el resto de octubre el EONIA se mantuvo algo más próximo al tipo de interés de las operaciones principales de financiación que en el período de mantenimiento anterior, experimentando un descenso a principios de noviembre. El 2 de noviembre, este índice se situó en el 0,90 % (véase gráfico 12). En conjunto, la evolución del EONIA fue reflejo de la combinación de la preferencia de las entidades de crédito por cumplir las exigencias de reservas al comienzo del período de mantenimiento y del volumen total de exceso de liquidez.

Gráfico 11 Tipos de interés del mercado monetario

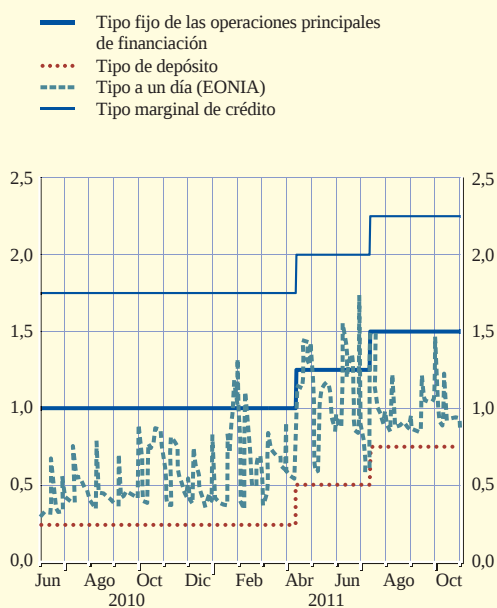
(porcentajes; diferencial en puntos porcentuales; datos diarios)



Fuentes: BCE y Thomson Reuters.

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

(porcentajes; datos diarios)



Fuentes: BCE y Thomson Reuters.

El Eurosistema llevó a cabo varias operaciones de financiación entre el 5 de octubre y el 2 de noviembre. El 11 de octubre efectuó una operación de ajuste en la que se absorbieron 163 mm de euros, con el fin de contrarrestar el superávit de liquidez que se originó al final del noveno período de mantenimiento de 2011. En las operaciones principales de financiación del décimo período de mantenimiento, realizadas los días 11, 18, 25 y 31 de octubre, el Eurosistema adjudicó 204,9 mm de euros, 201,2 mm de euros, 197,4 mm de euros y 182,8 mm de euros, respectivamente. El Eurosistema también llevó a cabo tres operaciones de financiación a plazo más largo en octubre, 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 11 de octubre con plazo de vencimiento de un período de mantenimiento (en la que se adjudicaron 59 mm de euros); una operación de financiación a plazo más largo a doce meses realizada el 26 de octubre (en la que se adjudicaron 56,9 mm de euros), y una operación de financiación a plazo más largo a tres meses llevada a cabo en esa misma fecha (en la que se adjudicaron 44,6 mm de euros). El Eurosistema también ejecutó cuatro operaciones de absorción de liquidez a una semana los días 11, 18, 25 y 31 de octubre aplicando un procedimiento de subasta a tipo de interés variable con un tipo máximo de puja del 1,5 %. 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 décimo período de mantenimiento del año, que comenzó el 12 de octubre, se caracterizó por unos elevados niveles de exceso de liquidez, situándose el recurso medio diario a la facilidad de depósito en 192 mm de euros el 2 de noviembre.

2.4 MERCADOS DE RENTA FIJA

Durante el mes de octubre y a principios de noviembre de 2011, el rendimiento de la deuda pública a largo plazo con calificación AAA de la zona del euro experimentó un incremento, al igual que el de la correspondiente deuda pública de Estados Unidos. Esta evolución estuvo determinada, en gran medida, por las expectativas creadas antes de la reunión de los jefes de Estado o de Gobierno de la zona del euro, que estaba prevista para el 26 de octubre. Tras el anuncio de las decisiones adoptadas por dichos jefes de Estado o de Gobierno, los rendimientos a largo plazo aumentaron de nuevo a medida que siguió mejorando el clima de los mercados. Sin embargo, parte de estos aumentos revirtieron cuando el citado clima se deterioró bruscamente después del anuncio sorpresa del primer ministro de Grecia de someterse a una moción de confianza sobre el Gobierno griego y convocar un referéndum en el país. Aparte de la evolución relacionada con la crisis de la deuda soberana de la zona del euro, la publicación de datos económicos mejores de lo previsto en Estados Unidos atenuó los temores de los inversores a una desaceleración económica mundial y favoreció las presiones al alza sobre los rendimientos de la deuda pública a largo plazo. Dado que las tensiones relacionadas con la crisis de la deuda soberana de la zona del euro continuaron siendo intensas, la incertidumbre en torno a la evolución futura de los mercados de renta fija, medida por la volatilidad implícita de estos mercados, se agudizó y los diferenciales de rendimiento de la deuda soberana de la zona del euro se ampliaron nuevamente en la mayoría de los países. Al mismo tiempo, los indicadores basados en los mercados sugieren que las expectativas de inflación de los participantes en los mercados siguen estando totalmente en consonancia con la estabilidad de precios.

Entre finales de septiembre y el 2 de noviembre, el rendimiento de la deuda pública a largo plazo con calificación AAA de la zona del euro se incrementó 18 puntos básicos, situándose en el 2,6 % al final del período de referencia. En Estados Unidos, el rendimiento de los bonos a largo plazo aumentó en menor medida (7 puntos básicos) y el 2 de noviembre se situó en el 2 % (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 se amplió durante el período analizado. En Japón, el rendimiento de la deuda pública a diez años permaneció prácticamente sin variación durante el período considerado, situándose en el 1 % el 2 de noviembre.

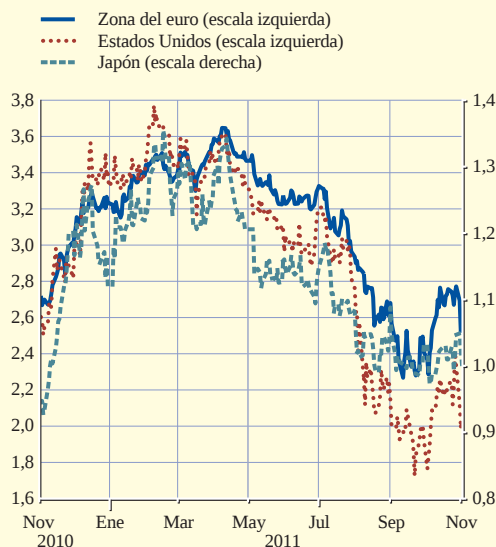
En conjunto, la incertidumbre de los inversores acerca de la evolución a corto plazo de los mercados de renta fija de la zona del euro y de Estados Unidos, medida por la volatilidad implícita obtenida de las opciones, se intensificó durante el período analizado. La volatilidad implícita de los mercados de renta fija de la zona del euro y de Estados Unidos aumentó notablemente hasta la celebración de la reunión de los jefes de Estado o de Gobierno del 26 de octubre, lo que refleja la incertidumbre de los inversores sobre los resultados de dicha reunión. Después del anuncio sorpresa del primer ministro de Grecia de someterse a una moción de confianza sobre el Gobierno griego y convocar un referéndum en el país, la citada volatilidad se acentuó aún más. El 2 de noviembre, la volatilidad implícita de los mercados de renta fija de la zona del euro se situó en niveles comparables con los alcanzados durante el máximo registrado a mediados de agosto de 2011. Actualmente, el nivel de volatilidad implícita de los mercados de renta fija de Estados Unidos es muy inferior al de la zona del euro.

Durante la primera parte del período analizado, la evolución del rendimiento de la deuda pública a largo plazo con calificación AAA de la zona del euro y de Estados Unidos estuvo determinada, en gran medida, por las expectativas de que el resultado de la reunión de los jefes de Estado o de Gobierno de la zona del euro del 26 de octubre se traduciría en una mejora de las condiciones de los mercados, ya que se preveían medidas importantes para atajar la crisis de la deuda soberana de la zona del euro. Tras el anuncio de las decisiones adoptadas el 26 de octubre, los rendimientos a largo plazo aumentaron de nuevo en un contexto de mejora del clima de los mercados. Sin embargo, parte de estos aumentos revirtieron cuando el citado clima se deterioró bruscamente después del anuncio sorpresa del primer ministro de Grecia de someterse a una moción de confianza sobre el Gobierno griego y convocar un referéndum en el país. Aparte de la evolución relacionada con la crisis de la deuda soberana de la zona del euro, la publicación de datos económicos mejores de lo previsto en Estados Unidos atenuó los temores de los inversores a una desaceleración económica mundial y favoreció las presiones al alza sobre los rendimientos de la deuda pública a largo plazo. Dado que las tensiones relacionadas con la crisis de la deuda soberana de la zona del euro mantuvieron su intensidad, la demanda de deuda pública de alta calificación y liquidez siguió siendo elevada.

Durante el período analizado, los diferenciales de rendimiento de la deuda soberana de la zona del euro frente a Alemania se ampliaron nuevamente en la mayoría de los países. Al mismo tiempo, la demanda de deuda pública de alta calificación y liquidez continuó reduciendo los rendimientos de los bonos soberanos alemanes. La calificación de España fue rebajada por las tres agencias de calificación crediticia

Gráfico 13 Rendimiento de la deuda pública a largo plazo

(porcentajes; datos diarios)



Fuentes: Bloomberg y Thomson Reuters.

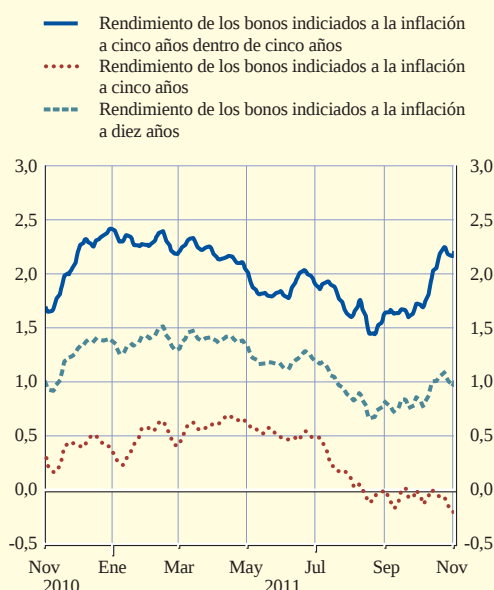
Nota: El rendimiento de la deuda pública a largo plazo se refiere a los bonos a diez años o con vencimiento más próximo a este plazo.

más importantes, mientras que la de Bélgica e Italia fue recortada por una agencia. Además, el aviso de Moody's de que las perspectivas de calificación de Francia podrían pasar a ser negativas en los tres próximos meses afectó al clima de los mercados durante algunos días del período analizado, provocando que el diferencial de rendimiento de la deuda soberana de Francia frente a Alemania se situara en niveles no observados en los 19 últimos años. Después de la reunión de los jefes de Estado o de Gobierno de la zona del euro celebrada el 26 de octubre, los diferenciales de rendimiento de la deuda soberana de la zona del euro frente a Alemania se estrecharon considerablemente de forma temporal, pero esta trayectoria se invirtió cuando los diferenciales experimentaron un incremento significativo tras el anuncio por sorpresa del primer ministro griego.

El rendimiento de los bonos indicados a la inflación a cinco años de la zona del euro se redujo ligeramente durante el período analizado, mientras que el de los bonos indicados a la inflación a diez años se incrementó en torno a 30 puntos básicos (véase gráfico 14). El 2 de noviembre, el rendimiento real *spot* a cinco y diez años era del $-0,2\%$ y el 1% , respectivamente. En el mismo período, las tasas de inflación implícitas a cinco años dentro de cinco años de la zona del euro disminuyeron 32 puntos básicos, hasta situarse en el $1,4\%$ el 2 de noviembre (véase gráfico 15). Los correspondientes tipos *swap* indicados a la inflación aumentaron 13 puntos básicos, situándose en el $2,1\%$ en la misma fecha. Las tasas de inflación implícitas fueron volátiles durante los últimos meses, como consecuencia de la elevada volatilidad de los rendimientos nominales y reales de los bonos, en un entorno de tensiones en los mercados y de 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 con la inflación. Los reducidos niveles de las tasas de inflación implícitas *forward*, en comparación con los de los tipos *swap* indicados a la inflación, pueden atribuirse a la

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

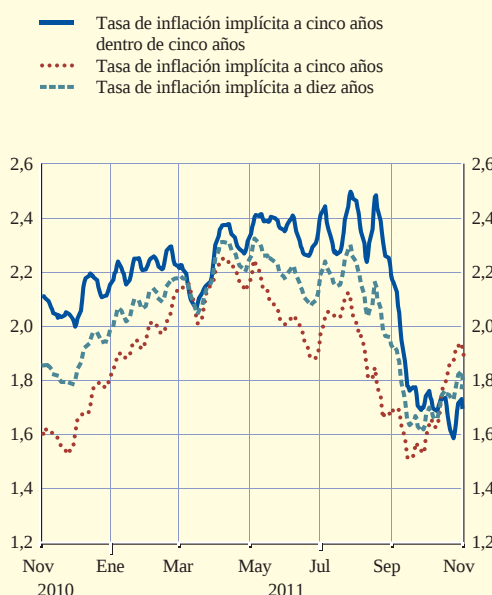
(porcentajes; medias móviles de cinco días de datos diarios; datos desestacionalizados)



Fuentes: Thomson Reuters y cálculos del BCE.

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)



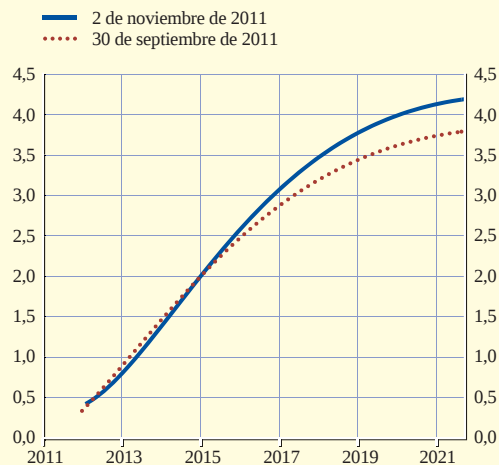
Fuentes: Thomson Reuters y cálculos del BCE.

demanda de activos más seguros, que reduce los rendimientos de los bonos nominales en relación con los rendimientos de los bonos indicados a la inflación. En conjunto, los indicadores basados en los mercados sugieren que las expectativas de inflación de los participantes en los mercados siguen estando totalmente en consonancia con la estabilidad de precios.

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 septiembre, la estructura temporal de los tipos *forward* a corto plazo se desplazó al alza para los horizontes a largo plazo. En horizontes superiores a unos seis años, los tipos *forward* a corto plazo aumentaron entre 30 y 40 puntos básicos, aproximadamente. Esta evolución fue atribuible a los ajustes de las expectativas de rendimientos y de las primas de riesgo, en un contexto de cierta mejora de las perspectivas para la actividad económica mundial.

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.

Los diferenciales de los valores de renta fija privada con grado de inversión emitidos por las sociedades no financieras disminuyeron durante el período considerado, salvo en el caso de las categorías de calificación crediticia más elevada, donde los diferenciales se mantuvieron prácticamente sin variación. Los diferenciales de los valores de renta fija privada con grado de inversión emitidos por las instituciones financieras se redujeron en todas las categorías, pero especialmente en las de calificación más baja. Esta evolución puede ser reflejo de cierto aumento de la confianza de los inversores en relación con los activos de mayor riesgo. Además, los inversores en valores de renta fija emitidos por las instituciones financieras pueden haber percibido como positivo el acuerdo alcanzado por los miembros del Consejo Europeo sobre la recapitalización bancaria y la necesidad de garantizar la financiación a medio plazo de las entidades de crédito.

2.5 TIPOS DE INTERÉS DE LOS PRÉSTAMOS Y DE LOS DEPÓSITOS

En septiembre de 2011, los tipos de interés aplicados por las IFM registraron una evolución un tanto dispar en los distintos plazos. Los tipos a corto plazo tendieron a aumentar, aunque solo ligeramente, en casi todas las categorías de préstamos, mientras que los tipos a largo plazo experimentaron un descenso, tras la notable volatilidad observada en los últimos meses.

En septiembre de 2011, los tipos de interés a corto plazo aplicados por las IFM a los depósitos prácticamente no experimentaron variación, mientras que los aplicados a los préstamos tendieron a aumentar en casi todas las categorías. Los tipos de interés de los depósitos a corto plazo de los hogares y las sociedades no financieras se mantuvieron, de hecho, estables en septiembre (véase gráfico 17). En cambio,

los tipos de interés aplicados por las IFM a los préstamos a corto plazo concedidos a los hogares descendieron ligeramente, 6 puntos porcentuales, en el caso de los préstamos para adquisición de vivienda, mientras que aumentaron de forma acusada, en torno a 40 puntos básicos, en el caso del crédito al consumo. Los tipos de interés de los descubiertos aumentaron 7 puntos básicos en el caso de las sociedades no financieras y 6 puntos básicos en el de los hogares. Los tipos de interés aplicados por las IFM a los préstamos de hasta un millón de euros concedidos a las empresas se incrementaron ligeramente, 8 puntos básicos, en septiembre 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 mantuvieron prácticamente estables. Como el euríbor aumentó levemente en septiembre, en torno a 4 puntos básicos, el diferencial con respecto a los tipos de interés aplicados por las IFM a los préstamos a corto plazo concedidos a los hogares y con respecto a los tipos de interés de los préstamos de más de un millón de euros otorgados a las sociedades no financieras se redujo ligeramente (véase gráfico 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

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

(porcentajes; tipos de interés de las nuevas operaciones)

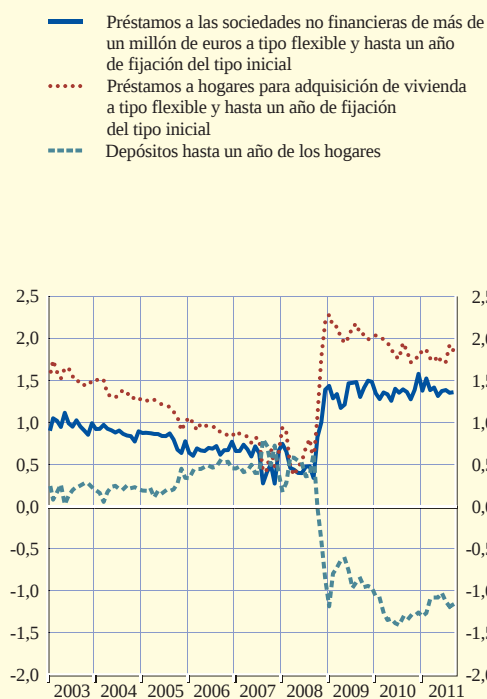


Fuente: BCE.

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

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

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



Fuente: BCE.

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

créditos. El aumento posterior que experimentó el euríbor a tres meses en el período comprendido entre abril de 2010 y julio de 2011 quedó reflejado, en parte, en los tipos de interés de los préstamos a corto plazo concedidos por las entidades de crédito a las sociedades no financieras y 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).

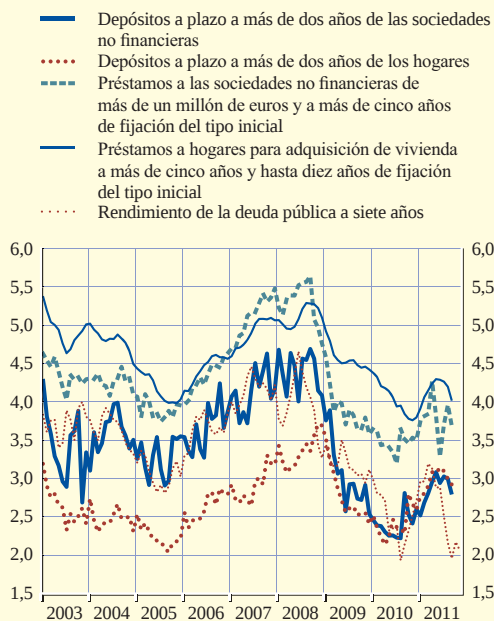
En cuanto a los vencimientos a más largo plazo, los tipos de interés aplicados por las IFM a los préstamos concedidos tanto a los hogares como a las sociedades no financieras tendieron a descender (véase gráfico 19). Más concretamente, los tipos de los préstamos a hogares para adquisición de vivienda a más de cinco años y hasta diez años de fijación del tipo inicial experimentaron una disminución de 20 puntos básicos en septiembre, 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 más de cinco años de fijación del tipo inicial se redujeron en torno a 10 puntos básicos, hasta el 4,2%, mientras que los de los préstamos de más de un millón de euros con un plazo de vencimiento similar descendieron alrededor de 30 puntos básicos, hasta el 3,7%.

En septiembre de 2011, la variación de los diferenciales con respecto al rendimiento de la deuda pública a siete años con calificación AAA fue muy ligera. 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 prácticamente no cambió, manteniéndose en torno a 200 puntos básicos. En el caso de las sociedades no financieras, el diferencial entre el citado rendimiento y los tipos de interés de los préstamos de más de un millón de euros registró una leve contracción, mientras que el diferencial con respecto a los préstamos de hasta un millón de euros aumentó 8 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 se han transmitido, en general, de forma 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 sector han evolucionado de manera más acorde con los rendimientos de la deuda pública a largo plazo con calificación AAA. No obstante, las vulnerabilidades de los balances de las entidades de crédito de la zona del euro y las tensiones observadas en sus costes de financiación, así como la prima de liquidez incorporada a los rendimientos de la deuda soberana con calificación AAA, podrían haber distorsionado significativamente las regularidades históricas entre los tipos de interés a largo plazo aplicados a los préstamos y créditos y los rendimientos de la correspondiente deuda pública con dicha calificación.

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)



Fuente: BCE.

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

2.6 MERCADOS DE RENTA VARIABLE

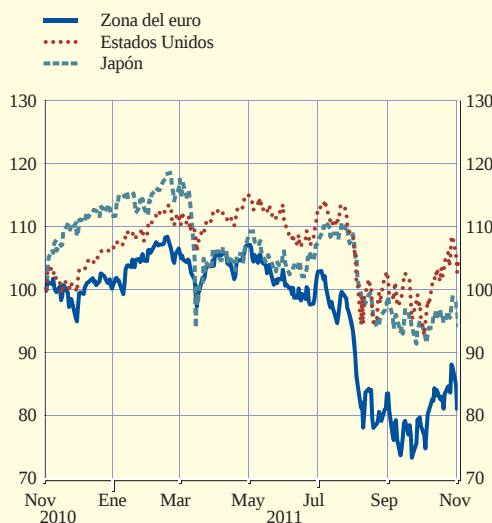
Durante el mes de octubre y principios de noviembre, las cotizaciones bursátiles subieron tanto en la zona del euro como en Estados Unidos, principalmente como consecuencia de las expectativas creadas antes de la reunión de jefes de Estado o de Gobierno de la zona del euro que se celebraría el 26 de octubre. Tras el anuncio de las decisiones adoptadas en la reunión, los precios de las acciones subieron de forma pronunciada a medida que siguió mejorando el clima de los mercados. No obstante, gran parte de los incrementos revirtieron al deteriorarse bruscamente dicho clima después del anuncio sorpresa del primer ministro de Grecia de someterse a una moción de confianza sobre el Gobierno griego y convocar un referéndum en el país. Aparte de la evolución relacionada con la crisis de la deuda soberana de la zona del euro, el incremento de los precios de las acciones reflejó también el hecho de que algunos datos económicos de Estados Unidos fuesen mejores de lo previsto, lo que atenuó los temores de los inversores a una desaceleración económica mundial. La incertidumbre en los mercados bursátiles, medida por la volatilidad implícita, se redujo a ambos lados del Atlántico, pero se mantuvo en niveles comparables a los observados en mayo de 2010.

Los precios de las acciones de la zona del euro y de Estados Unidos aumentaron durante el período considerado. En general, las cotizaciones bursátiles de la zona, medidas por el índice Dow Jones EURO STOXX amplio, se incrementaron un 4,5 % entre finales de septiembre y el 2 de noviembre. En Estados Unidos, el índice Standard and Poor's 500 registró una subida del 9,4 % (véase gráfico 20). En Japón, durante el mismo período, las cotizaciones, medidas por el índice Nikkei 225, descendieron un 1 %.

La subida de las cotizaciones reflejó, principalmente, las expectativas creadas antes de la reunión de jefes de Estado o de Gobierno de la zona del euro que se celebraría el 26 de octubre. Tras el anuncio de las decisiones adoptadas en la reunión, los precios de las acciones subieron de forma pronunciada a medida que siguió mejorando el clima de los mercados. No obstante, gran parte de los incrementos revirtieron al deteriorarse bruscamente dicho clima con el anuncio sorpresa del primer ministro de Grecia de someterse a una moción de confianza sobre el Gobierno griego y convocar un referéndum en el país. Aparte de la evolución relacionada con la crisis de la deuda soberana de la zona del euro, el incremento de los precios de las acciones reflejó también el hecho de que algunos datos económicos de Estados Unidos fuesen mejores de lo previsto, lo que atenuó los temores de los inversores a una desaceleración económica mundial. Para las empresas de la zona del euro incluidas en el índice Dow Jones EURO STOXX, los datos sobre beneficios empresariales mostraron que el crecimiento de los beneficios efectivos anuales por acción se redujo hasta el 8 % en octubre, frente al 11 % registrado en septiembre. Al mismo tiempo, el crecimiento de los beneficios por acción

Gráfico 20 Índices bursátiles

(índice: 1 de noviembre 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.

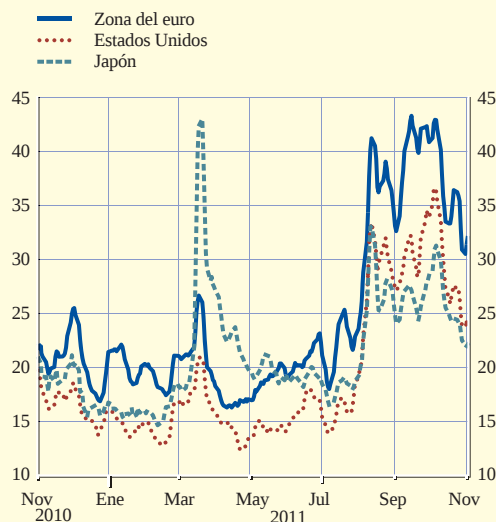
dentro de doce meses esperado por los participantes en el mercado también descendió hasta el 8 % en octubre, desde el 10 % observado en septiembre.

Tanto en la zona del euro como en Estados Unidos, la incertidumbre existente en el mercado bursátil, medida por la volatilidad implícita, se redujo durante el período considerado (véase gráfico 21). Esta reducción estuvo determinada, principalmente, por el mayor optimismo respecto a la evolución de la economía mundial. No obstante, los niveles de volatilidad implícita en los mercados de renta variable son todavía comparables a los observados en mayo de 2010.

En general, los índices bursátiles de la zona del euro aumentaron en la mayoría de los sectores durante octubre y principios de noviembre. En la primera parte del período considerado, las cotizaciones del sector financiero de la zona del euro registraron una subida mucho menor que la experimentada en casi todos los demás sectores, como consecuencia de la incertidumbre respecto a la magnitud de los recortes de la deuda pública griega, las necesidades de recapitalización y la evolución negativa de las calificaciones crediticias que afectó a muchas entidades de crédito. Sin embargo, tras el acuerdo alcanzado el 26 de octubre por los miembros de Consejo Europeo, incluida la necesidad de garantizar la financiación a medio plazo de los bancos, las cotizaciones del sector financiero registraron una acusada subida. No obstante, estos avances revirtieron con creces después del anuncio sorpresa del primer ministro griego, y dichas cotizaciones descendieron en torno a un 1 % entre finales de septiembre y el 2 de noviembre. En el período considerado, las cotizaciones de los sectores de servicios de consumo, atención sanitaria, telecomunicaciones, y agua, gas y electricidad de la zona del euro también tuvieron un comportamiento peor que las de los demás sectores. En Estados Unidos, las cotizaciones del sector financiero se situaron entre las que registraron un mejor comportamiento, mientras que las cotizaciones bursátiles de los sectores de servicios y bienes de consumo, atención sanitaria, telecomunicaciones, y agua, gas y electricidad figuraron entre las que mostraron una evolución peor.

Gráfico 21 Volatilidad implícita de los mercados de renta variable

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



Fuente: Bloomberg.

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

Recuadro 2

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

Las cuentas integradas de la zona del euro hasta el segundo trimestre de 2011, que se publicaron el 28 de octubre de este año, ofrecen información completa sobre las rentas, los gastos y las decisiones de financiación y de cartera de los sectores institucionales de la zona del euro. Se puede interpretar que los últimos datos señalan una pausa en el reequilibrio de los déficits/superávits financieros

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

sectoriales iniciado en los trimestres anteriores: la tasa de ahorro de los hogares aumentó ligeramente, aunque se mantuvo en niveles reducidos; la necesidad de financiación de las sociedades no financieras dejó de crecer; y las mejoras registradas en los déficits públicos en los dos trimestres anteriores retrocedieron en parte en el segundo trimestre. Al mismo tiempo, los datos más recientes confirman la vuelta a la intermediación financiera que ya se observaba en los datos correspondientes al primer trimestre y que es coherente con la mejora del flujo de crédito bancario.

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

El crecimiento de la renta bruta disponible de la zona del euro se estabilizó en una tasa interanual del 3,5% en el segundo trimestre de 2011, lo que refleja una desaceleración de la actividad en dicho trimestre (véase gráfico A).

El hecho de que la renta de la zona del euro se incrementara a un ritmo más rápido que el consumo (incluido el crecimiento inferior al 1% del consumo público) se tradujo en un sólido crecimiento interanual del ahorro bruto de la zona del euro; crecimiento que se observó en los tres sectores no financieros: las Administraciones Públicas redujeron de nuevo su nivel de desahorro (pese a que siguió siendo elevado), mientras que el ahorro de los hogares aumentó en el segundo trimestre, tras algunos trimestres de contracción, y los beneficios no distribuidos de las sociedades no financieras volvieron a tener un crecimiento positivo en el segundo trimestre. El crecimiento de la formación bruta de capital se redujo hasta el 4,8%, en tasa interanual, en el segundo trimestre de 2011, a causa de una formación bruta de capital fijo menos dinámica (que refleja en parte la desaparición del importante efecto de las favorables condiciones meteorológicas del primer trimestre) y a pesar de la considerable reposición de existencias observada.

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

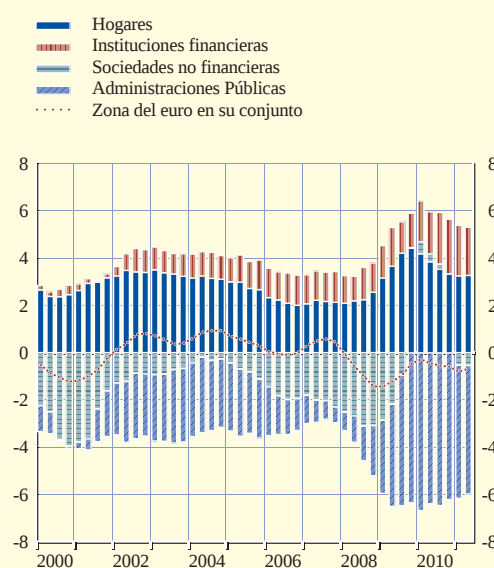
(tasas de variación interanual; contribuciones en puntos porcentuales)



Fuentes: Eurostat y BCE.

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

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



Fuentes: Eurostat y BCE.

Al incrementarse el ahorro con algo más de fuerza que la inversión total, la capacidad/necesidad de financiación de la zona del euro mejoró (la necesidad de financiación se situó en el 0,7% del PIB en el segundo trimestre de 2011, en flujos acumulados de los cuatro últimos trimestres). Desde un punto de vista sectorial, esto refleja, en términos desestacionalizados, un crecimiento de la capacidad de financiación de los hogares y una reducción de la necesidad de financiación de las sociedades no financieras, que compensan el deterioro del saldo presupuestario, tras dos trimestres marcados por una rápida reducción de los déficits (sin embargo, el déficit público descendió de nuevo en flujos acumulados de los cuatro últimos trimestres)².

Todo lo anterior puede observarse en las cuentas exteriores, donde la reducción del déficit exterior reflejó la mejora de las rentas de la propiedad netas (beneficios reinvertidos de la inversión exterior directa). En cuanto a los recursos para hacer frente a las necesidades de financiación netas de la zona del euro, se registró un aumento de los flujos de entrada netos de valores distintos de acciones, mientras que las entradas netas de acciones y participaciones se moderaron y las salidas netas de depósitos siguieron siendo elevadas. Si se consideran las exposiciones brutas, el volumen de operaciones transfronterizas continuó aumentando de forma sustancial, del orden de 150-200 mm de euros al trimestre (tras los 500-600 mm de euros al trimestre que se contabilizaron en pleno auge económico), con fuertes flujos de entrada de valores distintos de acciones, y una preferencia por los emisores con una mejor calificación crediticia.

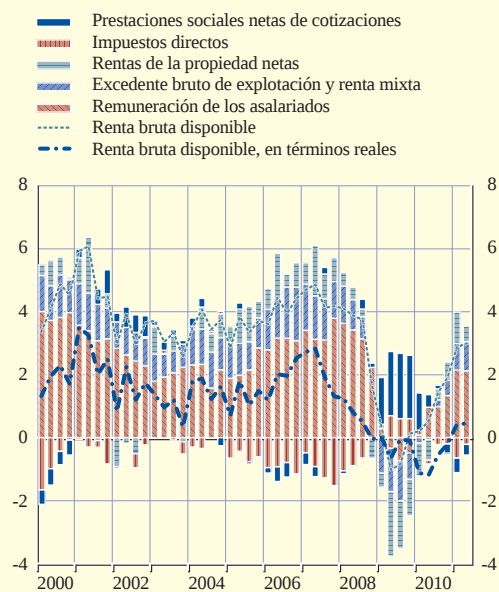
Evolución de los sectores institucionales

El crecimiento de la renta nominal de los hogares se estabilizó (+3%, en tasa interanual) en el segundo trimestre de 2011, al estabilizarse los salarios y las rentas mixtas. La considerable contribución negativa que los flujos de rentas dirigidos a las Administraciones Públicas y procedentes de este sector (transferencias sociales netas y pagos de impuestos) suponen para la renta de los hogares disminuyó en el primer trimestre. Esto solo compensó la menor aportación positiva de las rentas de la propiedad netas (por ejemplo, dividendos) al crecimiento de la renta de los hogares (véase gráfico C). La renta real de los hogares se incrementó ligeramente, en tasa interanual, por segundo trimestre consecutivo, tras un período de contracción causado, principalmente, por la elevada inflación que tuvo su origen en los precios de las materias primas (finales de 2010). Como la tasa de crecimiento interanual de la renta se aproximó gradualmente a la tasa de crecimiento del consumo privado nominal, la reducción del ahorro de los hogares por motivos de precaución

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

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

(tasas de variación interanual; contribuciones en puntos porcentuales)



Fuentes: Eurostat y BCE.

se detuvo. En realidad, la tasa de ahorro de los hogares incluso comenzó a aumentar en cierta medida, hasta el 13,9%, en términos desestacionalizados (véase gráfico D), aunque se mantuvo en niveles bajos, cercanos a los anteriores a la crisis. Dado que el flujo de ahorro de este sector creció nuevamente, en tasa interanual, y que la inversión siguió siendo débil, su capacidad de financiación empezó a aumentar. No obstante, como el crecimiento de la financiación se redujo, la acumulación de activos financieros por parte de los hogares continuó siendo muy tímida, registrándose un desplazamiento de las carteras hacia la financiación intermediada por las entidades de crédito.

El crecimiento del excedente bruto de explotación de las *sociedades no financieras* volvió a reducirse de forma acusada en el segundo trimestre, al desacelerarse el crecimiento del valor añadido, al tiempo que el crecimiento de la remuneración de los asalariados se mantuvo estable. Sin embargo, el incremento de las rentas de la propiedad netas obtenidas y un crecimiento mucho más lento del impuesto de sociedades pagado condujo a un nuevo repunte del ahorro de las sociedades no financieras con respecto al nivel ya bastante elevado en el que se encontraba (véase gráfico E). Al registrarse un aumento lento de la inversión en capital fijo (aún en niveles bastante bajos) y una considerable reposición de existencias, las necesidades de financiación de las sociedades no financieras se estabilizaron en niveles moderados. Este comportamiento prudentemente expansivo de las sociedades no financieras puede observarse, asimismo, en el crecimiento algo más rápido de la financiación en base consolidada. En el caso de la financiación externa de estas sociedades se confirmaron los indicios de una vuelta a la intermediación: los préstamos concedidos por las IFM aumentaron (38 mm de euros al trimestre en el primer semestre de 2011, el mayor flujo neto trimestral registrado desde el cuarto trimestre de 2008), y se experimentó un incremento especialmente elevado de los préstamos a corto

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

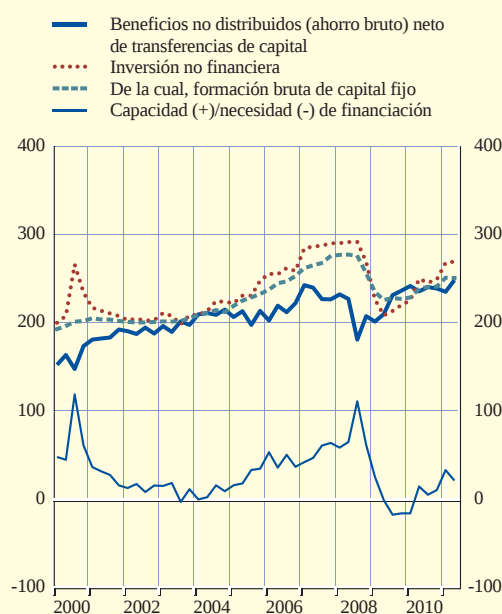
(tasas de variación interanual; porcentaje de la renta bruta disponible; flujos acumulados de los cuatro últimos trimestres)



Fuentes: Eurostat y BCE.

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

(mm de euros; datos desestacionalizados)



Fuentes: Eurostat y BCE.
Nota: Datos desestacionalizados por el BCE.

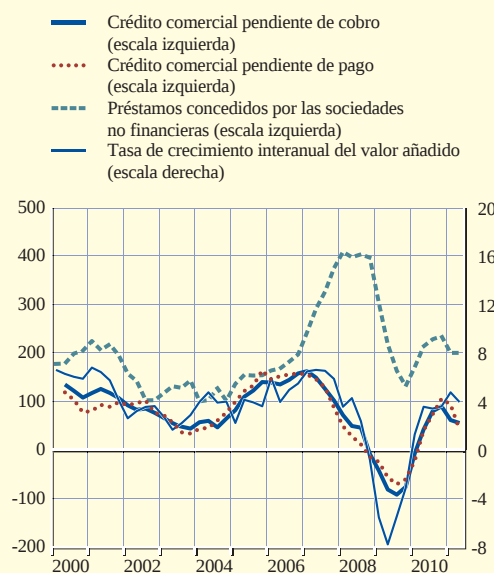
plazo como consecuencia de la reposición de existencias. La intensa financiación de mercado y el auge de los préstamos intrasectoriales (crédito comercial y financiación intragrupo) que se observaron en los años 2009 y 2010 siguieron moderándose en el primer semestre de 2011. Las sociedades no financieras intensificaron sus compras de acciones cotizadas, pero también ampliaron sus colchones de liquidez (depósitos y fondos de inversión).

En el segundo trimestre de 2011 se observó una interrupción (en términos desestacionalizados) en la rápida reducción de los déficits de las *Administraciones Públicas* con respecto a los dos trimestres anteriores, como consecuencia de un crecimiento más débil de los ingresos y, sobre todo, de una expansión más lenta de la recaudación por IVA. Por lo que se refiere al gasto, el crecimiento interanual del gasto total se mantuvo próximo a cero en el segundo trimestre, debido al impacto de las importantes medidas de consolidación adoptadas (que incluyen un crecimiento anual igual a cero de la remuneración de los asalariados), y pese a los significativos incrementos observados en los pagos por intereses. En términos de flujos acumulados de los cuatro últimos trimestres, el déficit cayó hasta el 5,5% del PIB, desde el máximo del 6,7% alcanzado en el primer trimestre de 2010. La emisión de deuda continuó siendo elevada.

La renta disponible de las *instituciones financieras* se redujo, en tasa interanual, debido a que los dividendos repartidos crecieron más que los dividendos obtenidos, mientras que el valor añadido y

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

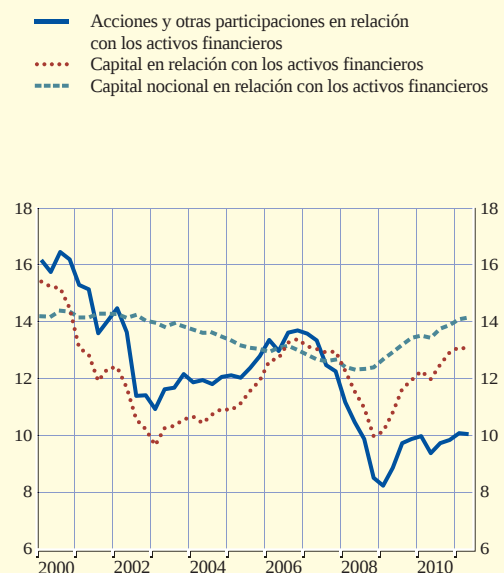
(flujos acumulados de los cuatro últimos trimestres en mm de euros; tasas de variación interanual)



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

Gráfico G Ratios de capital de las instituciones financieras, excluidos los fondos de inversión

(porcentaje de los activos financieros totales)



Fuente: BCE.
Nota: Las «acciones y otras participaciones» incluyen las acciones y otras participaciones distintas de las participaciones en fondos de inversión. El «capital» se define como la diferencia entre los activos financieros y los pasivos distintos de acciones y otras participaciones. Todos los activos y pasivos se valoran a precio de mercado. El «capital nomenclal en relación con los activos» se calcula sobre la base de las operaciones en capital y en activos, es decir, excluidas las variaciones de precios de los activos y los pasivos.

los intereses netos recibidos siguieron aumentando. El elevado importe de los beneficios netos no distribuidos (40 mm de euros al trimestre) siguió compensando las pérdidas de valor de los últimos trimestres. Además, las pérdidas de valor registradas en la deuda emitida por algunos Gobiernos fueron compensadas en parte por las ganancias obtenidas en la deuda emitida por otros Gobiernos. Los activos netos de las instituciones financieras, valorados a precio de mercado, siguieron siendo elevados, mucho más de lo que se desprendía del valor de sus acciones y otras participaciones a precios de mercado (véase gráfico G). La diferencia entre los dos ratios ha aumentado de forma constante desde mediados de 2009 y sugiere que los mercados no confían en la sostenibilidad del modelo de negocio de muchas instituciones financieras. En un contexto en que la tendencia es favorable al desapalancamiento, el incremento de los balances de estas instituciones continuó siendo moderado, y ascendió a unos 200 mm de euros al trimestre (si se excluyen los préstamos interbancarios), frente a una cifra cercana a 1 billón de euros en el auge del desapalancamiento. Por último, el patrón de acusada desintermediación financiera que se observó después de la quiebra de Lehman Brothers parece estar desapareciendo: los hogares prefieren la financiación intermedia y las sociedades no financieras recurren más a la financiación concedida por las IFM para cubrir sus necesidades de financiación externa.

Evolución de los balances

En el segundo trimestre de 2011, el patrimonio neto de los hogares siguió decreciendo, en términos interanuales hasta el 15,2 % de su renta (frente al 19,5 % del primer trimestre). Aparte de la positiva influencia del ahorro neto (8,1 % de la renta), los hogares se beneficiaron de significativas ganancias de capital (7,1 % de la renta), muchas de las cuales se derivaron del aumento de los precios de la vivienda, aunque a un ritmo más lento. En general, las ganancias de capital en activos financieros continuaron siendo muy moderadas (en tasa interanual), tras haber sido prácticamente inexistentes en el trimestre anterior (véase gráfico H).

Gráfico H Variaciones del patrimonio neto de los hogares

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



Fuentes: Eurostat y BCE.

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

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

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

3) Principalmente pérdidas y ganancias de capital en activos inmobiliarios y de suelo.

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 octubre, sin variación con respecto a septiembre. 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 por encima del 2% en los próximos meses, antes de que disminuyan hasta situarse por debajo de este nivel en 2012. Se espera que las tasas de inflación sigan siendo acordes con el objetivo de estabilidad de precios en el horizonte relevante a efectos de la política monetaria. Este patrón es reflejo de la expectativa de que, en un contexto de crecimiento más débil en la zona del euro y a escala mundial, las presiones sobre los precios, los costes y los salarios en la zona también se moderen. Se considera que los riesgos para las perspectivas de evolución de los precios a medio plazo están, en general, equilibrados.

3.1 PRECIOS DE CONSUMO

Según el avance de Eurostat, la inflación interanual de la zona del euro medida por el IAPC fue del 3% en octubre de 2011, sin variación con respecto a septiembre (véase cuadro 5). La tasa de variación interanual fue 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 octubre, en comparación con el mes precedente.

En septiembre, el último mes para el que se dispone de una desagregación oficial, la tasa de crecimiento interanual de la inflación medida por el IAPC se elevó 0,5 puntos porcentuales con respecto a agosto (véase gráfico 22). El incremento de la inflación general se debió al aumento de las tasas de variación interanual de todos los componentes, en particular de los bienes industriales no energéticos, con la excepción del componente de servicios, que no se modificó.

Si se consideran más detalladamente los principales agregados del IAPC, la inflación de la energía se elevó hasta el 12,4%, desde el 11,8% de agosto. Este incremento fue reflejo, principalmente, del aumento de las tasas de variación interanual de los productos derivados del petróleo (como los combustibles líquidos y los combustibles y lubricantes para vehículos privados), que estuvieron impulsados por la

Cuadro 5 Evolución de los precios

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

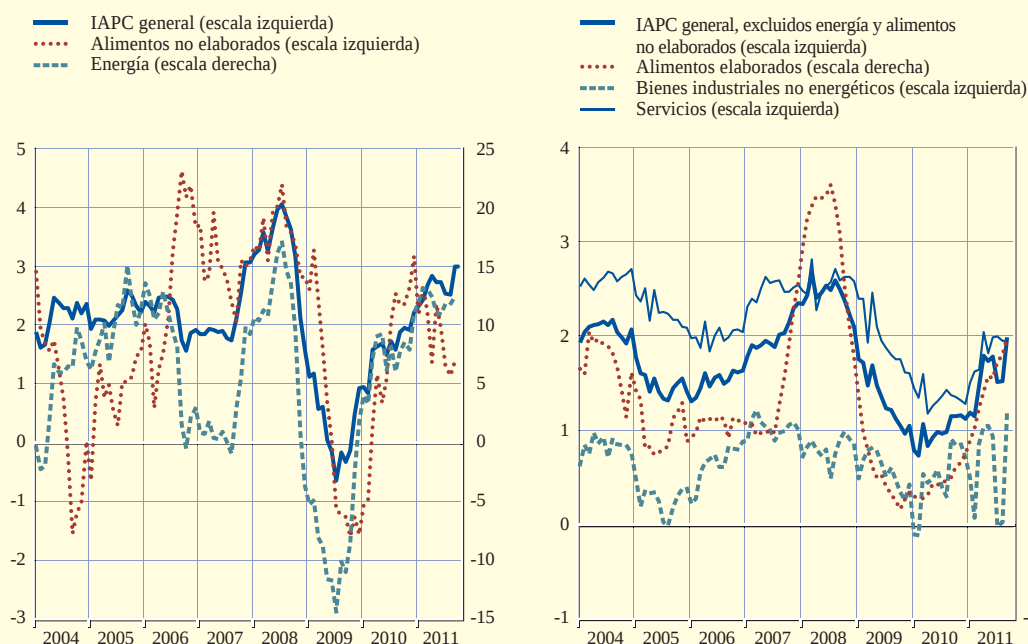
	2009	2010	2011 May	2011 Jun	2011 Jul	2011 Ago	2011 Sep	2011 Oct
IAPC y sus componentes								
Índice general ¹⁾	0,3	1,6	2,7	2,7	2,5	2,5	3,0	3,0
Energía	-8,1	7,4	11,1	10,9	11,8	11,8	12,4	.
Alimentos no elaborados	0,2	1,3	2,4	2,0	1,3	1,1	1,4	.
Alimentos elaborados	1,1	0,9	3,2	3,1	3,4	3,6	4,0	.
Bienes industriales no energéticos	0,6	0,5	1,0	0,9	0,0	0,0	1,2	.
Servicios	2,0	1,4	1,8	2,0	2,0	1,9	1,9	.
Otros indicadores de precios								
Precios industriales	-5,1	2,9	6,2	5,9	6,1	5,8	.	.
Precios del petróleo (euros por barril)	44,6	60,7	79,8	79,1	81,7	76,7	79,8	78,9
Precios de las materias primas no energéticas	-18,5	44,7	11,1	8,7	7,6	2,5	1,5	1,9

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

1) La inflación medida por el IAPC de octubre 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.

subida de los precios del petróleo denominados en euros en septiembre. En cambio, la tasa de variación interanual del precio de la electricidad experimentó un ligero descenso.

La tasa de variación interanual de los precios de los alimentos no elaborados se elevó hasta situarse en el 1,4%, después de haber disminuido en los tres meses anteriores, impulsada por las subidas de los precios de la carne y las frutas. La tasa de inflación interanual de los precios de los alimentos elaborados se incrementó de nuevo y alcanzó el 4%, la tasa más alta desde noviembre de 2008, reflejo del aumento de las tasas de variación interanual de varios subcomponentes, como el pan y los cereales, así como los productos lácteos. La tasa de variación interanual de los precios del tabaco ascendió por tercer mes consecutivo, tras haber seguido una trayectoria descendente en el primer semestre del año.

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 aumentó hasta el 1,6% en septiembre de 2011, desde el 1,2% de julio y agosto. 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 repuntó hasta el 1,2% en septiembre, tras haber disminuido desde el 0,9% registrado en junio hasta el 0% en julio y agosto. La caída que se produjo entre junio y julio se debió, casi en su totalidad, a los efectos de la normativa reciente sobre el tratamiento de los productos de temporada. Dado que los efectos de esta normativa fueron insignificantes en septiembre, aproximadamente dos terceras partes del aumento de la tasa de variación interanual observado ese mes pueden atribuirse a la desaparición del efecto estadístico que

había provocado una distorsión a la baja de la inflación en los meses de verano, mientras que el tercio restante representa un aumento genuino de los precios de varios productos, fundamentalmente de las prendas de vestir y el calzado.

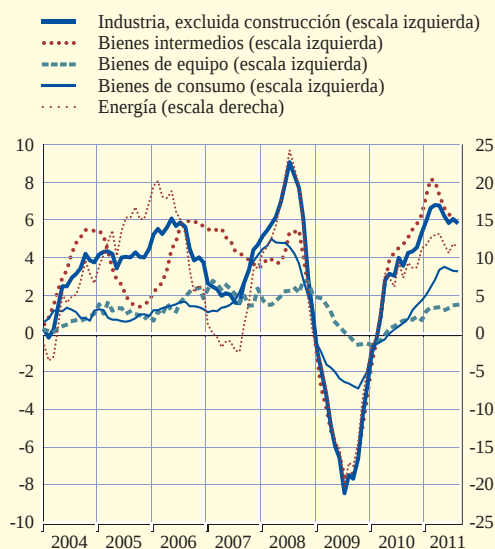
La inflación de los precios de los servicios se mantuvo sin variación en septiembre, en el 1,9 %, reflejando la disminución de las tasas de variación interanual de los subcomponentes de transporte y comunicaciones, por un lado, y el aumento de las tasas de los servicios de vivienda, así como de los servicios recreativos y personales, por otro.

3.2 PRECIOS INDUSTRIALES

No se dispone de nuevos datos sobre los precios industriales a escala de la zona del euro desde la publicación del Boletín Mensual de octubre. Los datos nacionales disponibles indican que es probable que la tasa de variación interanual de los precios industriales de la zona (excluida la construcción) no se modificara en septiembre de 2011, tras experimentar un descenso moderado en agosto. Ese mes, la inflación de los precios industriales (excluida la construcción) se contrajo hasta el 5,8 %, desde el 6,1 % de julio. Esta caída se debió principalmente a las reducciones de las tasas de variación interanual de los bienes intermedios y de la energía, reflejo de la moderación de los precios de las materias primas. La inflación interanual de los precios industriales, excluidas la construcción y la energía, disminuyó 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 no se modificó en agosto y se mantuvo en el 3,3 %, mientras que los precios de consumo de los alimentos continuaron la tendencia gradual a la baja. Esto es consecuencia de

Gráfico 23 Desagregación de los precios industriales

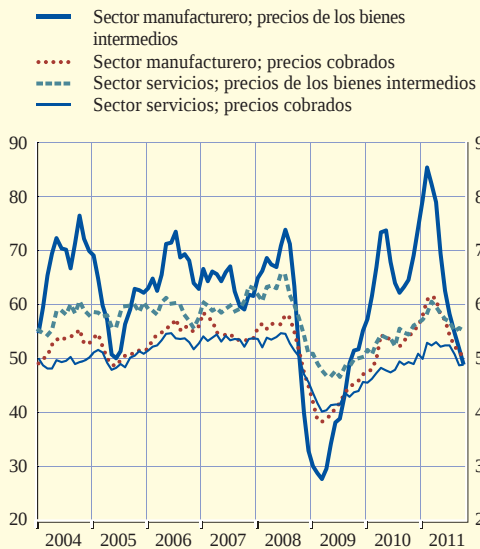
(tasas de variación interanual; datos mensuales)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

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

(índices de difusión; datos mensuales)



Fuente: Markit.

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

la disminución de las presiones inflacionistas procedentes de los precios de las materias primas alimenticias de 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 siguió aumentando, lo que 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 octubre indicaba que las presiones sobre los precios de los bienes intermedios siguieron disminuyendo (véase gráfico 24). En comparación con septiembre, casi todos los indicadores volvieron a descender, al parecer como consecuencia de las recientes caídas de los precios de las materias primas. En el sector de manufacturas, el índice de precios de bienes intermedios se situó por debajo del umbral de 50 por primera vez desde septiembre de 2009, lo que señala que los precios están bajando. El índice de precios de venta de las manufacturas también se redujo hasta situarse en 50 en octubre, frente a 51,3 el mes anterior. En los servicios, el índice de precios de bienes intermedios registró un ligero descenso, tras aumentar en septiembre, mientras que el índice de precios de venta se mantuvo prácticamente sin cambio en 48,8.

En síntesis, 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

Las presiones sobre los costes internos en la zona del euro están aumentando gradualmente por el lado de los costes laborales. Los indicadores de costes laborales en el segundo trimestre de 2011 se situaron en niveles superiores a lo esperado. La evolución del crecimiento de los salarios se ha mantenido relativamente moderada en los últimos meses, reflejo, entre otros factores, de cierta atonía en los mercados de trabajo de la zona. No obstante, la información preliminar sobre los salarios negociados correspondiente a agosto confirmó que la aceleración de las tasas de crecimiento interanual observada durante el primer semestre del año no era meramente transitoria y que es muy probable que los salarios continúen incrementándose a un ritmo más rápido en un futuro próximo.

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 hasta el 3,6% en el segundo trimestre. Esta aceleración fue generalizada en todos los sectores (véase gráfico 26), pero fue especialmente acusada en la

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

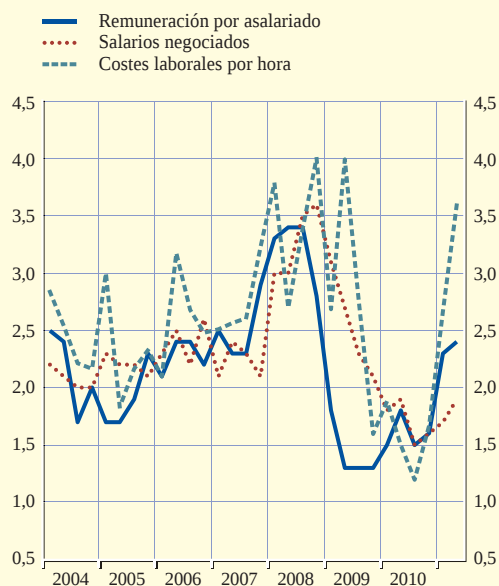
Fuentes: Eurostat, datos nacionales y cálculos del BCE.

industria. A escala de países, Alemania parece ser el principal impulsor del avance 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 desaceleración del crecimiento del PIB real en el segundo trimestre de 2011, el crecimiento interanual de la productividad del trabajo experimentó 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 marginalmente, hasta el 2,4 %, tras una importante 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, desde el 0,2 % del trimestre precedente, tras permanecer en niveles negativos en 2010. De cara al futuro, las encuestas más recientes apuntan a una nueva moderación del crecimiento de la productividad en los próximos trimestres, sugiriendo un mayor crecimiento de los costes laborales unitarios, lo que también acentuaría las presiones internas sobre los precios de la zona del euro.

Gráfico 25 Indicadores de costes laborales

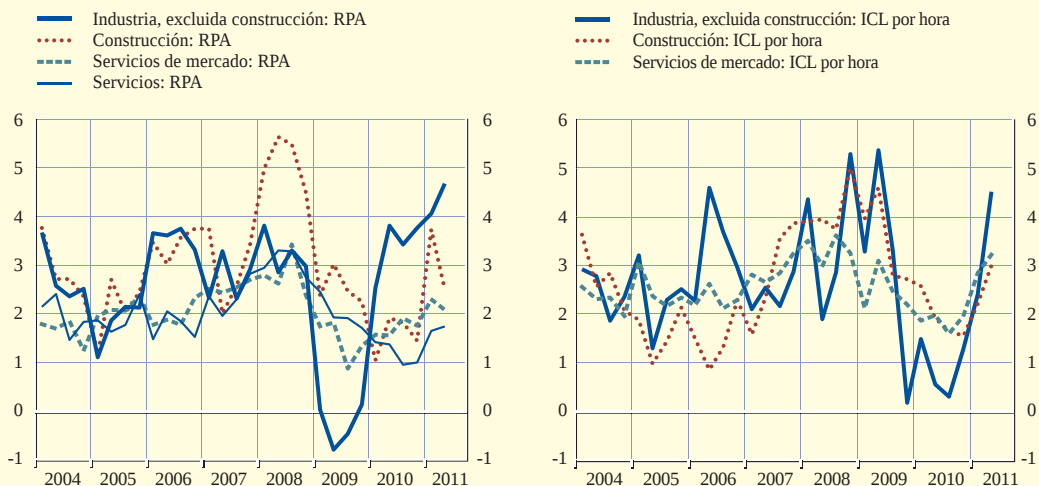
(tasas de variación interanual; datos trimestrales)



Fuentes: Eurostat, datos nacionales y cálculos del BCE.

Gráfico 26 Evolución de los costes laborales por sectores

(tasas de variación interanual; datos trimestrales)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

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

3.4 PRECIOS DE LOS INMUEBLES RESIDENCIALES EN LA ZONA DEL EURO

Los precios de los inmuebles residenciales en la zona del euro se incrementaron un 1,1 %, en términos interanuales, en el segundo trimestre de 2011, lo que constituye una desaceleración con respecto al 2,3 % del primer trimestre de 2011 y el 2,8 % del cuarto trimestre de 2010. Para más detalles, véase el recuadro 3.

Recuadro 3

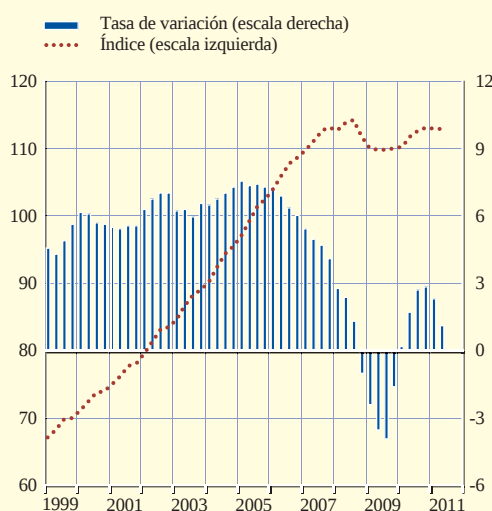
EVOLUCIÓN RECIENTE DE LOS PRECIOS DE LA VIVIENDA EN LA ZONA DEL EURO

Los precios de los inmuebles residenciales en la zona del euro¹ aumentaron un 1,1 %, en términos interanuales, en el segundo trimestre de 2011, lo que representa una desaceleración con respecto al 2,3 % del primer trimestre de 2011 y el 2,8 % del cuarto trimestre de 2010. Esta desaceleración implica una interrupción de la dinámica de recuperación de estos precios, que comenzó a finales de 2009 e hizo que el índice de precios de la vivienda se situara próximo a los niveles observados antes del inicio de la crisis financiera (véase gráfico). Esta interrupción se ha producido a unas tasas muy inferiores a la tasa media de crecimiento interanual nominal de más del 5 % registrada en el período transcurrido desde 1999.

Es probable que la desigual y moderada recuperación de los precios de la vivienda en la zona del euro refleje el considerable desajuste entre estos precios y las variables fundamentales que se generó en algunos países en el período anterior a la crisis. Aunque la sobrevaloración de los precios de la vivienda ha disminuido en los tres últimos años, todavía existe, y se espera una nueva corrección². La desigual recuperación del crecimiento de los precios de la vivienda también se debe a la confluencia de distintos factores que influyen en los mercados de la vivienda en términos más generales. Los tipos de interés que aplican las entidades de crédito a los préstamos están en niveles reducidos, pero los criterios de aprobación han vuelto a endurecerse ligeramente en los últimos trimestres. Además, la incertidumbre existente en

Precios de los inmuebles residenciales (nominales)

(índice: 2005 = 100; tasas de variación interanual)



Fuentes: BCE, datos nacionales y cálculos del BCE.
Notas: Para más detalles sobre la elaboración del índice nominal, véase la nota 1 del texto principal.

1 Desde principios de 2010, el BCE elabora un indicador de precios de los inmuebles residenciales para la zona del euro con periodicidad trimestral. En el caso de Alemania, las cifras trimestrales se obtienen de datos anuales sobre precios (utilizando, entre otras fuentes, información preliminar disponible sobre grandes ciudades), mientras que para Italia se obtienen de observaciones semestrales (usando, entre otras fuentes, indicadores trimestrales). La publicación a principios de 2011 de los datos anuales sobre Alemania y semestrales sobre Italia correspondientes a 2010 no conllevó revisiones significativas de los datos trimestrales estimados anteriormente, lo que demuestra que los supuestos en los que se basaban las estimaciones trimestrales para Alemania e Italia eran razonables. Para más detalles, véase el recuadro titulado «Evolución reciente del mercado de la vivienda en la zona del euro», *Boletín Mensual*, BCE, diciembre de 2010.

2 Para un análisis más detallado de los ciclos de los precios de la vivienda en la zona del euro y en Estados Unidos, véase el artículo titulado «Evolución de los precios de la vivienda en la zona del euro y Estados Unidos», publicado en este Boletín Mensual.

Precios (nominales) de los inmuebles residenciales en la zona del euro

(tasas de variación interanual)

	Ponde- ración	2009	2010	2010		2011	2009				2010				2011	
				I S	II S	I S	I TR	II TR	III TR	IV TR	I TR	II TR	III TR	IV TR	I TR	II TR
Bélgica ¹⁾	3,8	-0,4	5,4	4,9	5,9	3,1	0,9	-2,1	-1,4	1,2	3,8	5,9	5,8	5,9	3,2	3,0
Alemania ²⁾	26,7	0,6	2,3	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Estonia ³⁾	0,2	-35,9	0,1	-4,5	5,1	6,4	-34,9	-40,3	-37,4	-30,5	-8,1	-0,6	6,2	4,0	2,2	10,7
Irlanda ²⁾	1,8	-13,7	-15,5	-14,9	-11,2	-11,8	-15,0	-18,8	-20,6	-19,1	-16,6	-13,0	-11,3	-11,0	-11,1	-12,4
Grecia ³⁾	2,6	-3,7	-4,7	-3,2	-6,1	-4,9	-3,3	-2,5	-5,1	-4,0	-1,8	-4,7	-5,2	-7,0	-5,2	-4,5
España ²⁾	11,7	-6,7	-2,0	-1,9	-2,0	-5,5	-7,6	-7,7	-7,0	-4,4	-2,9	-0,9	-2,2	-1,9	-4,1	-6,8
Francia ¹⁾	21,3	-7,1	6,4	3,7	9,0	8,3	-6,9	-9,3	-7,9	-4,4	1,4	6,1	8,4	9,6	8,9	7,7
Italia ²⁾	17,0	-0,4	0,1	-0,2	0,4	0,9	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Chipre ²⁾	0,2	-4,1	-2,5	-0,6	-4,3	-	-3,4	-5,8	-5,6	-1,5	0,0	-1,1	-2,4	-6,2	-	-
Luxemburgo ³⁾	0,4	-2,1	4,5	3,5	5,4	4,0	0,6	-4,0	-2,6	-2,3	2,6	4,4	5,7	5,1	2,4	5,7
Malta ²⁾	0,1	-5,0	1,1	2,4	-0,2	-1,3	-9,9	-6,0	-2,5	-1,4	4,5	0,5	1,5	-2,0	-2,6	0,0
Países Bajos ¹⁾	6,4	-3,3	-2,0	-3,2	-0,8	-1,6	-0,3	-2,8	-5,1	-5,0	-4,3	-2,0	-0,6	-1,0	-1,2	-1,9
Austria ²⁾	3,1	3,6	5,7	5,5	5,9	-	4,3	4,9	3,4	1,9	5,7	5,3	5,0	6,8	3,9	-
Portugal ²⁾	1,9	0,4	1,8	1,4	2,2	0,4	2,7	0,3	-0,8	-0,6	1,3	1,6	2,9	1,6	0,6	0,2
Eslovenia ¹⁾	0,4	-8,2	2,8	2,6	3,1	-	-7,1	-9,8	-10,9	-5,0	1,1	4,1	4,6	1,5	1,1	-
Eslovaquia ¹⁾	0,7	-11,1	-3,9	-6,0	-1,7	-2,7	-4,3	-13,4	-14,3	-12,3	-8,3	-3,7	-1,3	-2,1	-2,5	-2,8
Finlandia ¹⁾	1,9	-0,3	8,7	10,9	6,6	3,7	-5,5	-3,6	0,4	7,9	11,4	10,3	8,0	5,2	4,2	3,2
Zona del euro ⁴⁾	100,0	-2,9	1,9	0,9	2,8	1,7	-2,4	-3,6	-3,9	-1,6	0,2	1,7	2,7	2,8	2,3	1,1

Fuentes: Datos nacionales y cálculos del BCE.

Nota: Las ponderaciones se basan en el PIB nominal de 2009.

1) Viviendas (casas y pisos) existentes, todo el país.

2) Todas las viviendas (casas y pisos nuevos y ya existentes), todo el país.

3) Todos los pisos, todo el país.

4) La estimación del agregado de la zona del euro incluye las contribuciones trimestrales de Alemania e Italia basadas en la interpolación y la desagregación temporal de los datos (datos anuales para Alemania y semestrales para Italia) y, en el caso de Alemania, a partir de 2008, los datos trimestrales de siete grandes ciudades recopilados y ajustados por el Deutsche Bundesbank.

torno a las perspectivas de renta de los hogares y, con ello, el riesgo de deterioro de la accesibilidad a la vivienda han aumentado de nuevo.

La evolución más reciente de los precios de la vivienda en la zona del euro sigue ocultando patrones muy diferentes en los distintos países. La desaceleración registrada en el primer semestre de 2011 fue relativamente generalizada, pero se produjo en un contexto de magnitudes de tasas de variación bastante diferentes (véase cuadro). Por ejemplo, en Bélgica, Francia, Austria y Portugal, las tasas de variación interanual fueron positivas, mientras que en Irlanda, España y Países Bajos se mantuvieron negativas. En cambio, en algunos países, la recuperación de los precios de la vivienda continuó durante el primer semestre del año, aunque con unas tasas de variación interanual positivas solo moderadas, como en Italia, o todavía negativas, como en Grecia, donde ya se había observado un nuevo debilitamiento de la variación de estos precios en 2010. Las divergencias entre países en lo que respecta a la magnitud de las tasas de variación interanual de los precios de la vivienda siguieron siendo considerables en el segundo trimestre de 2011. Los mayores incrementos interanuales correspondieron a Estonia y Francia, mientras que Irlanda, Grecia y España experimentaron las caídas más acusadas.

En general, es probable que la evolución de los precios de la vivienda en la zona del euro siga siendo moderada en comparación con el intenso crecimiento registrado en la pasada década. Esto refleja, en particular, el ajuste necesario como consecuencia de la sobrevaloración observada anteriormente en algunos países.

3.5 PERSPECTIVAS DE INFLACIÓN

De cara al futuro, es probable que las tasas de inflación se mantengan por encima del 2 % en los próximos meses, antes de disminuir hasta situarse por debajo de este nivel en 2012. Se espera que estas tasas sigan siendo acordes con el objetivo de estabilidad de precios en el horizonte relevante a efectos de la política monetaria. Este patrón es reflejo de la expectativa de que, en un contexto de crecimiento más débil a escala mundial y de la zona del euro, las presiones sobre los precios, los costes y los salarios en la zona también se moderen.

La última encuesta del BCE a expertos en previsión económica (véase recuadro 4) muestra que, en comparación con la encuesta anterior, los encuestados no han modificado sus expectativas de inflación para 2011, manteniéndola en el 2,6 %, mientras que han revisado ligeramente a la baja las perspectivas de inflación para 2012 y 2013, situándola en el 1,8 % para los dos años. Las expectativas de inflación de la encuesta para el período 2011-2013 son acordes, en líneas generales, con los intervalos de las proyecciones macroeconómicas para la zona del euro elaboradas por los expertos del BCE en septiembre de 2011. Las expectativas de inflación a más largo plazo (para 2016) han permanecido en el 2 %.

Se considera que los riesgos para las perspectivas de evolución de los precios a medio plazo están, en general, equilibrados. Los principales riesgos al alza están relacionados con la posibilidad de que se produzcan subidas de los impuestos indirectos y de los precios administrados, debido a la necesidad de consolidación fiscal en los próximos años. No obstante, en el entorno actual, las presiones inflacionistas deberían disminuir. Los principales riesgos a la baja están relacionados con el impacto de un crecimiento más débil de lo esperado en la zona del euro y a escala mundial. De hecho, si la atonía del crecimiento económico se mantiene, las presiones inflacionistas a medio plazo en la zona del euro podrían reducirse.

Recuadro 4

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

Este recuadro presenta los resultados de la encuesta del BCE a expertos en previsión económica (EPE) correspondientes al cuarto trimestre de 2011. La encuesta se llevó a cabo entre el 14 y el 18 de octubre de 2011, y se recibieron 64 respuestas¹.

Los resultados de la encuesta implican unas perspectivas estables de inflación en 2011 y una revisión a la baja de las expectativas de inflación en 2012 y 2013, debido principalmente a la disminución de las presiones sobre los precios de las materias primas y al deterioro de las perspectivas de crecimiento económico. Las expectativas de crecimiento del PIB se han revisado a la baja para todos los horizontes, fundamentalmente como consecuencia de la evolución de la crisis de la deuda soberana y de un entorno exterior peor de lo esperado. En cuanto a las perspectivas de inflación a más largo plazo (para 2016), la previsión media se mantuvo sin variación, en el 2 %, y la mediana de las previsiones también permaneció estable, en el 2 %.

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

Las expectativas de inflación a más corto plazo se mantienen sin variación para 2011 y se han revisado a la baja para 2012 y 2013

Las expectativas de inflación obtenidas de la EPE se sitúan en el 2,6% para 2011 y en el 1,8% para 2012 y 2013. En comparación con la encuesta anterior, las expectativas para 2011 no se han modificado, mientras que las correspondientes a 2012 y 2013 se han revisado a la baja 0,2 y 0,1 puntos porcentuales, respectivamente (véase cuadro). Las expectativas de inflación de la encuesta para el período 2011-2013 son acordes, en líneas generales, con las previsiones de Consensus Economics y del Barómetro de la Zona del Euro de octubre de 2011 y se sitúan dentro de los intervalos de las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE en septiembre de 2011.

En cuanto a las distribuciones de probabilidad agregada, en comparación con la encuesta anterior, las distribuciones relativas a la inflación en 2012 y 2013 se han desplazado hacia la izquierda, por lo que la probabilidad más alta ahora se asigna con mayor claridad al intervalo comprendido entre el 1,5% y el 1,9% para ambos años (véase gráfico A).

La revisión a la baja de las previsiones para 2012 y 2013 se debe a la disminución de las presiones sobre los precios de las materias primas y al deterioro de las perspectivas de crecimiento económico, que está estrechamente relacionado con la crisis de la deuda soberana en la zona del euro. Las subidas de los precios del petróleo y de las materias primas se mencionan como riesgos alcistas, mientras que los principales riesgos bajistas para las perspectivas centrales de inflación proceden de un crecimiento más débil de lo esperado. Tomando como base las distribuciones de probabilidad individuales, los encuestados consideran que los riesgos para las previsiones a más corto plazo son alcistas para 2011 y bajistas para 2012 y 2013².

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

Resultados de la EPE, de las proyecciones macroeconómicas de los expertos del BCE, de Consensus Economics y del Barómetro de la Zona del Euro

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

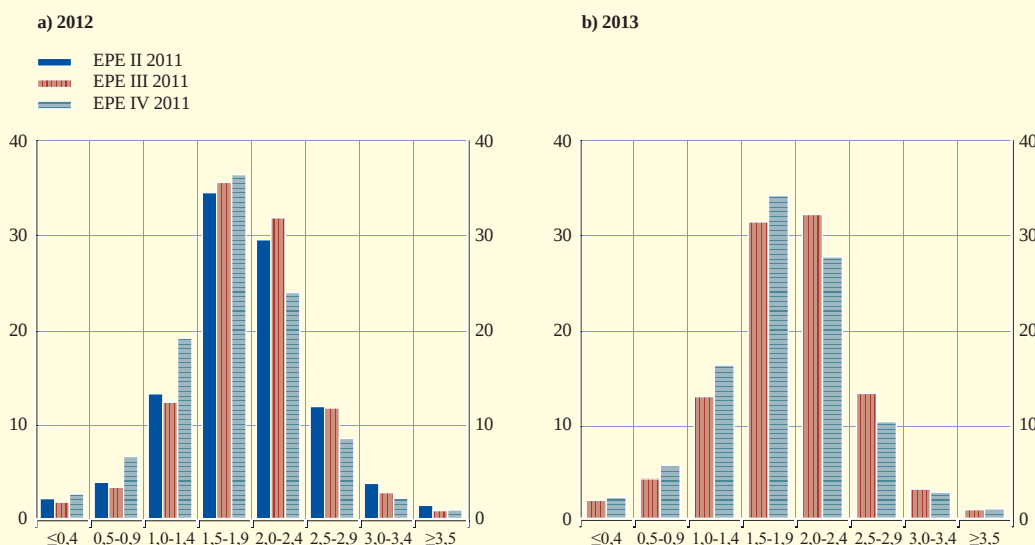
Horizonte de la encuesta				
Inflación medida por el IAPC	2011	2012	2013	A más largo plazo ²⁾
EPE IV 2011	2,6	1,8	1,8	2,0
EPE anterior (III 2011)	2,6	2,0	1,9	2,0
Proyecciones macroeconómicas de los expertos del BCE (septiembre 2011)	2,5-2,7	1,2-2,2	-	-
Consensus Economics (octubre 2011)	2,6	1,8	1,8	2,0
Barómetro de la Zona del Euro (octubre 2011)	2,6	1,7	1,7	1,9
Crecimiento del PIB real	2011	2012	2013	A más largo plazo ²⁾
EPE IV 2011	1,6	0,8	1,6	1,8
EPE anterior (III 2011)	1,9	1,6	1,8	1,9
Proyecciones macroeconómicas de los expertos del BCE (septiembre 2011)	1,4-1,8	0,4-2,2	-	-
Consensus Economics (octubre 2011)	1,6	0,6	1,5	1,7
Barómetro de la Zona del Euro (octubre 2011)	1,6	0,6	1,6	1,9
Tasa de desempleo ¹⁾	2011	2012	2013	A más largo plazo ²⁾
EPE IV 2011	10,0	10,0	9,7	8,5
EPE anterior (III 2011)	9,8	9,5	9,2	8,2
Consensus Economics (octubre 2011)	10,0	10,1	-	-
Barómetro de la Zona del Euro (octubre 2011)	10,0	10,0	9,3	8,2

1) En porcentaje de la población activa.

2) Las expectativas de inflación a más largo plazo se refieren a 2015 en el Barómetro de la Zona del Euro y a 2016 en Consensus Economics y en la EPE.

Gráfico A Distribución de probabilidad agregada para las expectativas de inflación media anual en 2012 y 2013 en las últimas encuestas EPE

(probabilidad en porcentaje)



Fuente: BCE.

Nota: La distribución de probabilidad agregada corresponde a la media de las distribuciones de probabilidad individuales asignadas por los expertos en previsión económica.

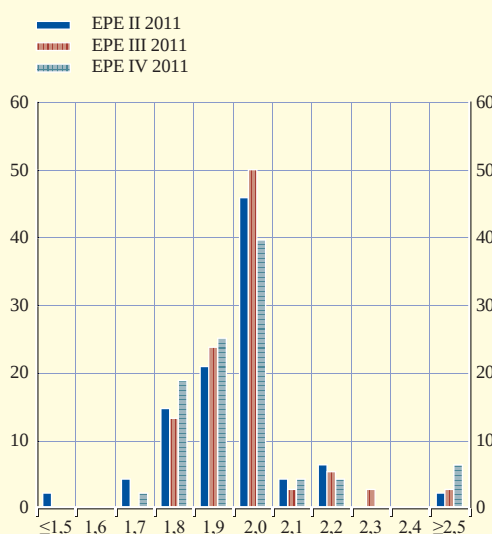
Las expectativas de inflación a más largo plazo se mantienen sin variación en el 2%

La previsión media de inflación a más largo plazo se mantiene en el 2% para 2016. Mostradas con dos decimales, las expectativas se sitúan en el 2,01%, en promedio, el segundo nivel más elevado desde el tercer trimestre de 2008, aunque sin variación con respecto a la encuesta anterior. La mediana y la moda de las previsiones permanecen estables, en el 2% (véase gráfico B). Las expectativas de inflación a más largo plazo de la EPE son acordes, en líneas generales, con las previsiones a más largo plazo de Consensus Economics (para 2016) y del Barómetro de la Zona del Euro (para 2015) de octubre de 2011.

La distribución de probabilidad agregada se ha desplazado hacia la izquierda, en comparación con la encuesta anterior. Ciertamente, la probabilidad de que la inflación se sitúe en el 2% o por encima de este nivel ha descendido al 48%. Al mismo tiempo, la probabilidad asignada a las colas de la distribución se ha mantenido estable,

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

(porcentaje de encuestados)



Fuente: BCE.

en un nivel relativamente reducido. Dado que hay muchos más encuestados con una previsión por encima de la media de su distribución de probabilidad, se considera que los riesgos en torno a la previsión media son fundamentalmente riesgos bajistas.

El desacuerdo sobre las expectativas de inflación a más largo plazo, medido por la desviación típica de las previsiones, se incrementó hasta situarse en 0,3 puntos porcentuales (+0,1 puntos porcentuales). La incertidumbre agregada en torno a estas expectativas, medida por la desviación típica de la distribución de probabilidad agregada, se mantiene estable en un nivel relativamente elevado (véase gráfico C)³.

Revisión a la baja de las expectativas de crecimiento del PIB real, con una revisión especialmente importante para 2012

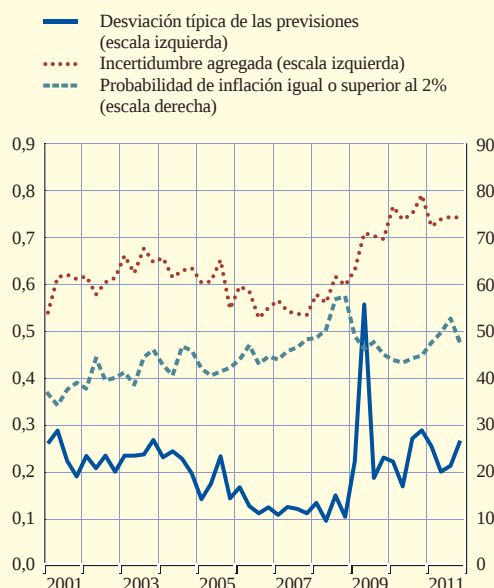
En promedio, las expectativas de crecimiento del PIB real a más corto plazo se han revisado a la baja para todos los horizontes, siendo la revisión más significativa la correspondiente a 2012. Actualmente, estas expectativas se sitúan en el 1,6 % para 2011, el 0,8 % para 2012 y el 1,6 % para 2013. En comparación con las previsiones más recientes de Consensus Economics y del Barómetro de la Zona del Euro, en líneas generales, las expectativas de crecimiento del PIB real de los participantes en la EPE son acordes con estas para 2011 y 2013 y ligeramente al alza para 2012, y se sitúan dentro de los intervalos de las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE en septiembre de 2011. Las distribuciones de probabilidad agregada para 2011, 2012 y 2013 se han desplazado considerablemente hacia la izquierda. Para 2012, en particular, los encuestados asignan ahora la probabilidad más alta (28 %) al intervalo comprendido entre el 0,5 % y el 0,9 %, mientras que, en la encuesta anterior, la probabilidad más alta se asignó al intervalo comprendido entre el 1,5 % y el 1,9 % (véase gráfico D).

En opinión de los encuestados, el hecho de que el escenario central sea más negativo es resultado de las medidas adicionales de consolidación fiscal, del endurecimiento de las condiciones de financiación, de la mayor incertidumbre y de la disminución de la demanda externa. Se considera que los riesgos para las perspectivas de crecimiento son a la baja. Los riesgos alcistas y bajistas para estas perspectivas que más mencionan los participantes en la encuesta son una solución rápida para la crisis de la deuda soberana o el fracaso en encontrar una solución. Aparte de eso, los principales riesgos bajistas para las perspectivas de crecimiento indicadas por los expertos son nuevas caídas de la confianza empresarial y de los consumidores, así como un aumento de la incertidumbre.

Las expectativas de crecimiento a más largo plazo (para 2016) se sitúan en el 1,8 %, esto es, 0,1 puntos porcentuales por debajo de las de la encuesta anterior. Se estima que los riesgos para estas

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

(porcentaje)

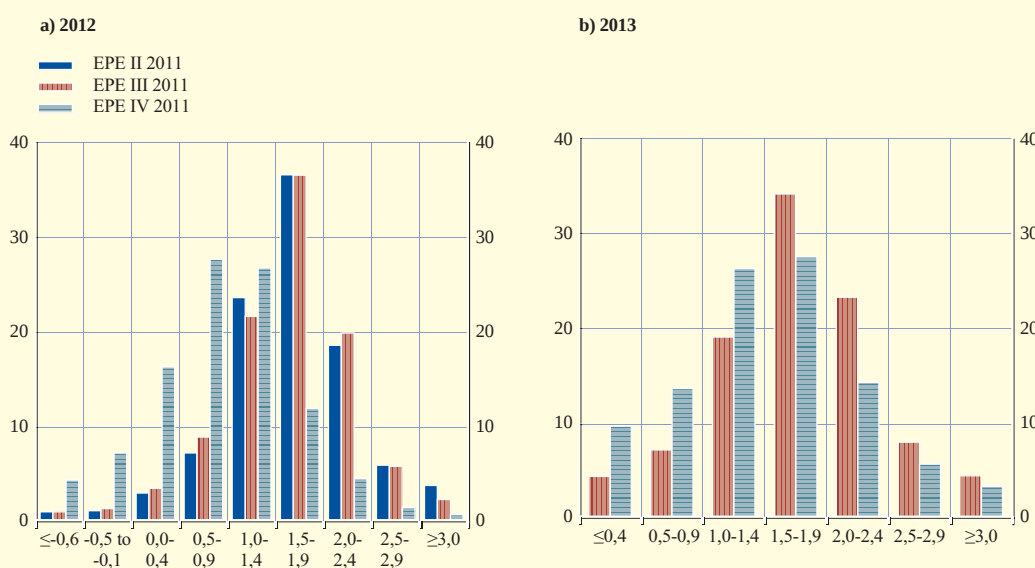


Fuente: BCE.

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

Gráfico D Distribución de probabilidad agregada de las expectativas de crecimiento del PIB en 2012 y 2013 en las últimas encuestas EPE

(probabilidad en porcentaje)



Fuente: BCE.

Nota: La distribución de probabilidad agregada corresponde a la media de las distribuciones de probabilidad individuales proporcionadas por los expertos en previsión económica.

perspectivas son a la baja. La distribución de probabilidad agregada se ha desplazado solo ligeramente hacia la izquierda en comparación con la encuesta anterior, y los expertos siguen considerando que la probabilidad de que el crecimiento del PIB real a más largo plazo se sitúe en un intervalo comprendido entre el 1,5% y el 1,9% es de aproximadamente el 30%.

Aumento de las expectativas relativas a la tasa de desempleo en la zona del euro para 2011 y 2012

Las expectativas relativas a la tasa de desempleo aumentaron hasta el 10% para 2011 y 2012, y el 9,7% para 2013. Por consiguiente, los expertos encuestados siguen esperando que la tasa de desempleo disminuya a lo largo del horizonte de las previsiones, si bien ahora esperan que este descenso comience más tarde. La revisión al alza de las expectativas de desempleo se debe principalmente a la actual desaceleración de la actividad económica y a la reducción de costes que se está llevando a cabo. El principal riesgo alcista para estas perspectivas es un empeoramiento repentino de la crisis, que provocaría un deterioro adicional de la actividad económica. Los riesgos bajistas están asociados, fundamentalmente, con las reformas que se están llevando a cabo en los mercados de trabajo, que aumentarían la flexibilidad de estos mercados. Si las previsiones se comparan con las medias de las distribuciones de probabilidad, se considera que los riesgos son alcistas.

Las expectativas relativas a la tasa de desempleo a más largo plazo (para 2016) han aumentado hasta el 8,5%, y se considera que los riesgos para estas perspectivas son al alza. La distribución de probabilidad agregada se ha desplazado ligeramente hacia la derecha, pero la probabilidad más alta (20%) se sigue asignando al intervalo comprendido entre el 8,5% y el 8,9%.

Otras variables y supuestos condicionantes

Según otros datos facilitados por los encuestados, las previsiones se basan en los siguientes supuestos: ahora se espera que los precios del petróleo rondan los 107 dólares estadounidenses por barril en 2011 y 2012, y que posteriormente aumenten ligeramente, así como que, en promedio, el tipo de cambio entre el euro y el dólar sea de 1,36 en 2011 y 2012, y que luego se aprecie ligeramente. Se prevé que el tipo principal de financiación del BCE se sitúe, en promedio, en el 1,3 % en 2012 y que se incremente hasta alcanzar una media del 1,6 % en 2013. Por último, se espera que el crecimiento medio anual de la remuneración por asalariado se estabilice en torno al 2,1 % en 2012 y 2013.

4 PRODUCTO, DEMANDA Y MERCADO DE TRABAJO

Se prevé que el crecimiento del PIB real de la zona del euro, que en el segundo trimestre de 2011 se desaceleró hasta el 0,2%, en tasa intertrimestral, sea muy moderado en el segundo semestre de este año. Se observan señales de que los riesgos a la baja identificados anteriormente se han materializado, como ponen de manifiesto los desfavorables datos procedentes de las encuestas de opinión. De cara al futuro, una serie de factores parecen estar frenando el dinamismo subyacente del crecimiento en la zona del euro, entre los que se incluyen la moderación del ritmo de la demanda mundial y los efectos negativos que las actuales tensiones observadas en algunos mercados de deuda soberana de la zona del euro tienen sobre las condiciones de financiación y sobre la confianza. Al mismo tiempo, la actividad económica de la zona del euro debería beneficiarse del continuado crecimiento positivo 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.

4.1 PIB REAL Y COMPONENTES DE LA DEMANDA

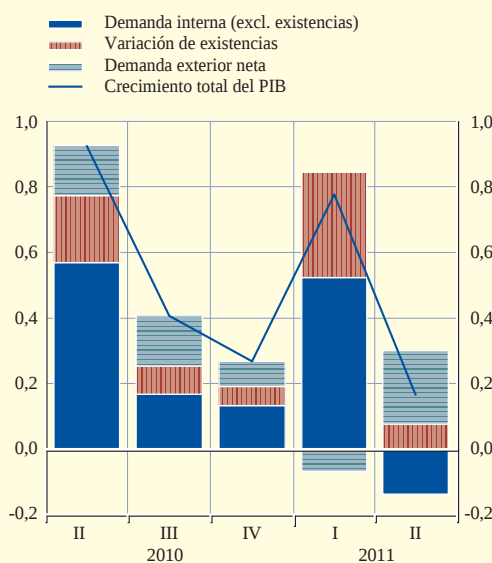
El PIB real de la zona del euro se desaceleró hasta el 0,2%, en tasa intertrimestral, en el segundo trimestre de 2011, tras un crecimiento del 0,8% en el trimestre anterior (véase gráfico 27). La evolución más moderada de la demanda interna, atribuida en cierta medida a factores especiales, fue la principal contribución a esta desaceleración. Aunque el PIB ha crecido durante ocho trimestres consecutivos desde que se inició la recuperación, el nivel del producto en el segundo trimestre seguía situándose casi un 2% por debajo del nivel máximo registrado en el primer trimestre de 2008.

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

Por lo que se refiere al tercer trimestre de 2011, la información sobre el consumo privado apunta a que continuó la evolución contenida del gasto en consumo. El volumen de ventas del comercio al por menor aumentó un 0,1% en agosto, y durante los dos primeros meses del tercer trimestre se situó, en promedio, un 0,2% por encima del nivel registrado en el segundo trimestre, cuando estas ventas se redujeron un 0,3%. Al mismo tiempo, las matriculaciones de automóviles registraron un avance intermensual del 0,7% en septiembre de 2011, aunque, no obstante, disminuyeron un 0,6%, en tasa intertrimestral, en el tercer trimestre, tras una contracción mucho más acusada (el 4%) en el trimestre anterior. Los datos de las encuestas relativas al comercio minorista apuntan a que continúa la debilidad del consumo de bienes al por menor (véase gráfico 28). El índice de directores de compras (PMI) del comercio al por menor registró niveles inferiores a 50 durante el tercer trimestre, indicando un descenso de las ventas, si bien, en octubre, el índice se elevó hasta alcanzar un nivel ligeramente por encima de 50. Además, según la encuesta de opinión de la Comisión Europea, el indicador de confianza de los consumidores siguió

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.

deteriorándose en octubre, aunque menos que en los tres meses precedentes. Mientras tanto, el indicador de grandes compras esperadas se mantiene en niveles históricamente muy bajos, lo que sugiere que los consumidores siguen actuando con cautela a la hora de decidir si compran bienes de consumo duradero.

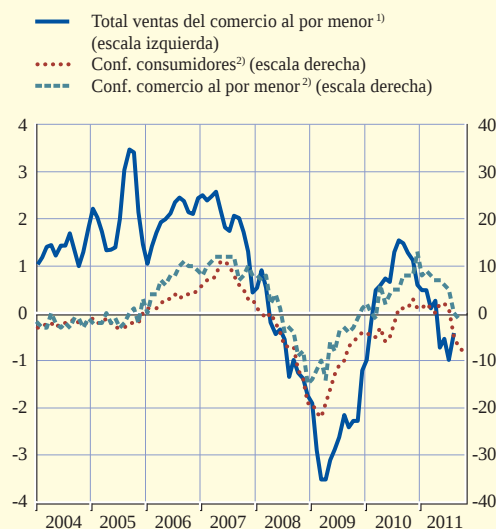
La formación bruta de capital fijo aumentó un 0,1%, en tasa intertrimestral, en el segundo trimestre de 2011, tras crecer un 1,8% en el trimestre anterior. La recuperación de la inversión ha sido más lenta y más errática que la de la actividad general. Por lo que respecta al detalle de la inversión en el segundo trimestre, la inversión en construcción, que es el componente más volátil, se contrajo un 0,5% en tasa intertrimestral, mientras que la inversión, excluida la construcción, experimentó un avance del 0,9%.

Si se consideran los meses siguientes, la producción industrial de bienes de equipo (un indicador de la inversión futura, excluida la construcción) se elevó un 2,2% en agosto, frente al aumento del 3,3% registrado en julio. En ambos meses, el nivel medio de la producción de bienes de equipo se situó un 3,9% por encima del nivel medio del segundo trimestre, lo que es comparable con el aumento intertrimestral del 1,6% que se observó en el segundo trimestre y supone un buen comienzo para el tercer trimestre. Sin embargo, los resultados de las encuestas relativos a la industria, excluida la construcción —tanto del PMI como del indicador de confianza industrial de la Comisión Europea—, apuntan a una desaceleración de la actividad inversora durante el tercer trimestre y a principios del cuarto trimestre de 2011. El indicador de confianza industrial se situó próximo a su media histórica durante el tercer trimestre y en octubre, mientras que el PMI se situó por debajo del umbral teórico de 50 que separa la expansión y la contracción en esos mismos periodos. Por otra parte, las encuestas de la Comisión indican que la utilización de la capacidad productiva siguió disminuyendo en octubre. Una ventaja de esta medida de la capacidad ociosa de las manufacturas, basada en encuestas, es que rara vez se revisa, a diferencia de numerosas medidas del grado de utilización de los factores de producción que emplean técnicas de estimación más sofisticadas (véase recuadro 5).

La producción de la construcción en la zona del euro se redujo un 0,2%, en tasa intermensual, en agosto de 2011, tras un avance del 1,8% en el mes anterior. Hay algunos indicios de que la producción de la construcción en la zona se ha estabilizado en los últimos meses. No obstante, dada la elevada volatilidad y las frecuentes revisiones de estos datos, es preciso actuar con cautela al interpretar la evolución reciente. Además, las encuestas muestran un panorama más negativo. Por ejemplo, el indicador de confianza de la construcción publicado por la Comisión Europea se mantiene en niveles inferiores a su media histórica (se dispone de datos hasta octubre de 2011). Al mismo tiempo, el PMI de la construcción de la zona del euro se situó, en promedio, muy por debajo de 50 durante el tercer trimestre, lo que señala que la evolución siguió siendo negativa en ese período, tras la debilidad observada en el segundo trimestre.

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.

Recuadro 5

EVIDENCIA RECIENTE SOBRE LA INCERTIDUMBRE EN TORNO A LAS ESTIMACIONES EN TIEMPO REAL DE LA BRECHA DE PRODUCCIÓN DE LA ZONA DEL EURO

Las medidas del crecimiento del producto potencial reflejan la tasa de crecimiento que puede alcanzarse utilizando los factores de producción disponibles sin crear presiones inflacionistas. La brecha de producción, que se define como la desviación porcentual del nivel efectivo del producto con respecto a su nivel potencial, mide el grado de utilización de los factores de producción en la economía y puede considerarse un indicador de la situación del ciclo económico y de las presiones inflacionistas.

Dado que el producto potencial es una variable no observable, su medición, así como las medidas de la brecha de producción, solo puede estimarse con incertidumbre. En el caso de las actuales estimaciones revisadas del producto potencial relativas a los últimos años, la incertidumbre puede reducirse teniendo en cuenta los resultados pasados y actuales, para lo que en su momento era la evolución económica futura, que se desconocían cuando se llevaron a cabo las estimaciones. Por el contrario, la información sobre la evolución económica futura que está disponible para las estimaciones en tiempo real del producto potencial únicamente puede incluir previsiones, y no resultados. Por consiguiente, las medidas en tiempo real del producto potencial son especialmente inciertas y pueden ser revisadas sustancialmente con posterioridad.

En este recuadro se examinan las revisiones efectuadas en las estimaciones en tiempo real de las medidas del producto potencial y de la brecha de producción, centrándose en especial en la manera en que la crisis económica y financiera puede haber reconfigurado el análisis del producto potencial y de las presiones inflacionistas en la zona del euro en los años previos a la crisis.

Revisiones de las estimaciones en tiempo real del crecimiento del producto potencial de la zona del euro

Hechos importantes tales como la reciente crisis económica y financiera pueden dar lugar a sustanciales revisiones de las estimaciones del producto potencial, incluso para años del pasado lejano. En algunos países de la zona del euro, la reciente crisis económica y financiera puso fin a un período de crecimiento del PIB excepcionalmente elevado y provocó una caída de la actividad económica especialmente considerable y persistente. Si bien el impacto de la crisis en el nivel y en la tasa de crecimiento del producto potencial en los años transcurridos desde que comenzó la crisis sigue siendo incierto¹, en estos momentos puede apreciarse que las medidas del crecimiento del producto potencial en los años anteriores a la crisis incorporan un alto grado de incertidumbre. Así pues, una comparación con las medidas revisadas del producto potencial que se habían estimado inmediatamente antes de la crisis puede ayudar a comprender las posibles fuentes de error en las medidas del crecimiento potencial anteriores a la crisis.

En el gráfico A se comparan las revisiones de las estimaciones del crecimiento potencial en los países de la zona del euro en el período comprendido entre los años 2000 y 2007, que se basan en las estimaciones llevadas a cabo en la primavera de 2011, con las medidas estimadas en el otoño de 2007 para el mismo período. En particular, las revisiones ponen de manifiesto que la tasa de crecimiento

1 Para información sobre el impacto de la crisis económica y financiera en el producto potencial, véanse «Tendencias del producto potencial», *Boletín Mensual*, BCE, enero de 2011, y «Estimaciones del producto potencial de la zona del euro», *Boletín Mensual*, BCE, julio de 2009.

potencial correspondiente al período completo se sobrestimó para casi todos los países de la zona del euro. Las revisiones de las estimaciones del crecimiento potencial para el período comprendido entre 2009 y 2011 son especialmente importantes, lo que era de esperar, pues las estimaciones realizadas en el otoño de 2007 para el período mencionado se basaron en previsiones que no habían anticipado la crisis ni su significativo impacto en el crecimiento del producto potencial. En el caso de los años

Gráfico A Revisiones medias de las estimaciones del crecimiento del producto potencial de la zona del euro y de países de la zona, efectuadas por organizaciones internacionales

(puntos porcentuales)

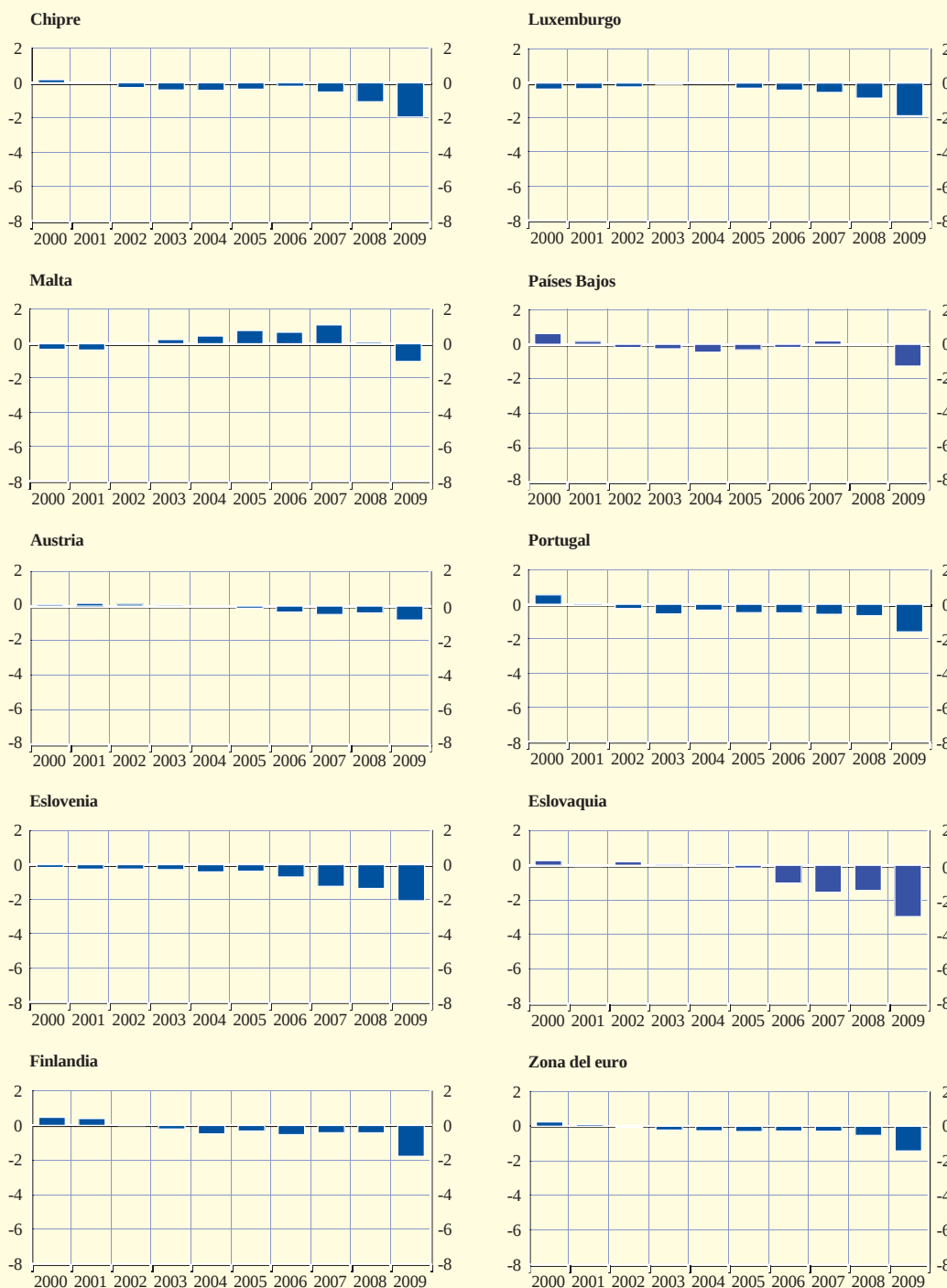


Fuentes: FMI, OCDE y Comisión Europea.

Nota: Las revisiones del crecimiento del producto potencial se calculan como las diferencias entre las estimaciones de crecimiento efectuadas en la primavera de 2011 y las realizadas en el otoño de 2007, utilizando la media de las estimaciones proporcionadas por la OCDE, el FMI y la Comisión Europea.

Gráfico A Revisiones medias de las estimaciones del crecimiento del producto potencial de la zona del euro y de países de la zona, efectuadas por organizaciones internacionales

(puntos porcentuales)



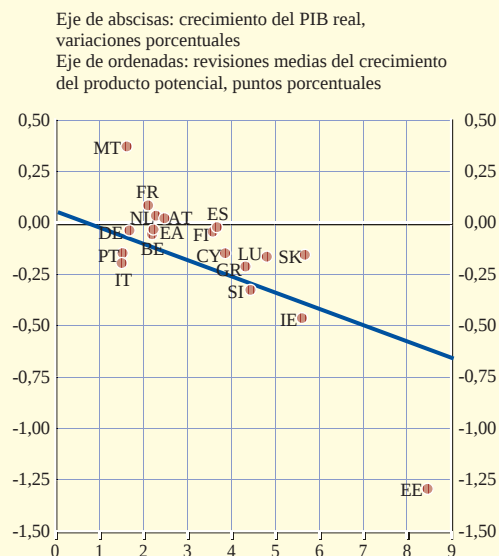
Fuentes: FMI, OCDE y Comisión Europea.

Nota: Las revisiones del crecimiento del producto potencial se calculan como las diferencias entre las estimaciones de crecimiento efectuadas en la primavera de 2011 y las realizadas en el otoño de 2007, utilizando la media de las estimaciones proporcionadas por la OCDE, el FMI y la Comisión Europea.

correspondientes al pasado más lejano, las revisiones son generalmente menores, pero se observan revisiones significativas en el período inmediatamente anterior a la crisis en algunos países (Grecia, Estonia, Irlanda, Eslovaquia y Eslovenia) que puede que reflejen un recalentamiento significativo en algunos sectores de la economía, como los servicios financieros y la construcción, pero posiblemente también un crecimiento insostenible del sector público.

En el gráfico B se relacionan estas revisiones, promediadas, durante el período anterior a la crisis comprendido entre los años 2000 y 2007, con las tasas medias de crecimiento del PIB real registradas durante el mismo período. Puede observarse que la tendencia a efectuar revisiones ex post del crecimiento potencial es más elevada en aquellos países en los que, durante este período, el PIB real creció de una manera relativamente más rápida que en aquellos otros en los que el PIB real experimentó un crecimiento medio (o por debajo de la media). En el primer grupo se encuentran algunos países que posteriormente han tenido que llevar a cabo programas de ajuste, como Irlanda y Grecia. En general, los resultados sugieren que el crecimiento relativamente elevado registrado en algunos países durante el período comprendido entre 2000 y 2007 no era sostenible.

Gráfico B Tasas medias de crecimiento del PIB real y revisiones medias del crecimiento del producto potencial en el período comprendido entre 2000 y 2007



Fuentes: FMI, OCDE y Comisión Europea.
Nota: Las revisiones del crecimiento del producto potencial se definen en el gráfico A. La línea de regresión se ha calculado excluyendo el valor atípico de Estonia y las cifras relativas a la zona del euro.

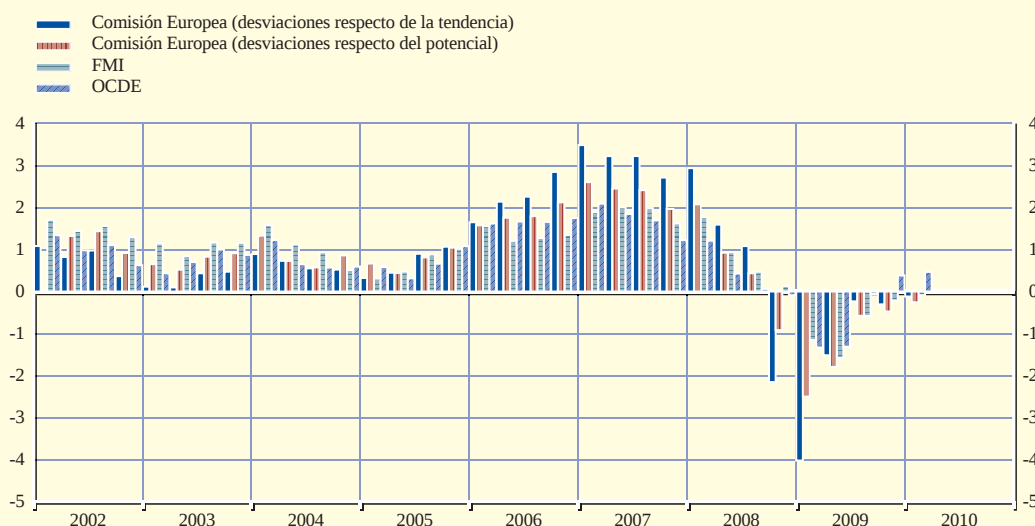
Revisiones de las estimaciones en tiempo real de la brecha de producción de la zona del euro

La incertidumbre de las estimaciones del producto potencial y de la brecha de producción de la zona del euro en tiempo real es atribuible a varios motivos, entre los que se encuentran la incertidumbre de los modelos, la inestabilidad de los parámetros y las revisiones de los datos². Esta incertidumbre queda reflejada en las importantes revisiones asociadas a las estimaciones del producto potencial en tiempo real. Como ejemplo de ellas, en el gráfico C se muestran las revisiones de las estimaciones en tiempo real de la brecha de producción de la zona del euro efectuadas por organizaciones internacionales (Comisión Europea, FMI y OCDE) a finales de 2010. Cabe destacar que estas revisiones suelen ser del mismo orden de magnitud, o incluso mayores, que la propia brecha estimada, como ya habían determinado Orphanides y Van Norden³ para Estados Unidos. Marcellino y Musso muestran que esto también ocurre con otras estimaciones obtenidas a partir de diversos métodos, que van desde simples filtros a modelos econométricos más complejos.

- 2 M. Marcellino y A. Musso, «The reliability of real-time estimates of the euro area output gap», *Economic Modelling*, vol. 28, 2011, pp. 1842-1856. Véanse también el recuadro titulado «Contrastación de las estimaciones de la brecha de producción de la zona del euro con otros indicadores cíclicos», *Boletín Mensual*, BCE, junio de 2011, y el recuadro titulado «La fiabilidad o no fiabilidad de las estimaciones sincrónicas de la brecha de producción», *Boletín Mensual*, BCE, febrero de 2005.
- 3 Véase A. Orphanides y S. van Morden, «The unreliability of output-gap estimates in real time», *The Review of Economics and Statistics*, vol. 84, 2002, pp. 569-583.

Gráfico C Revisiones de las estimaciones en tiempo real de la brecha de producción de la zona del euro efectuadas por organizaciones internacionales

(puntos porcentuales)



Fuentes: Comisión Europea, FMI, OCDE y cálculos del BCE.

Notas: Las barras representan la diferencia entre las estimaciones disponibles a finales de 2010 y las estimaciones en tiempo real (véase M. Marcellino y A. Musso, «The reliability of real-time estimates of the euro area output gap», *Economic Modelling*, vol. 28, 2011, pp. 1842-1856).

Es importante señalar que las revisiones de la brecha de producción parecen ser sistemáticamente de mayor envergadura (y positivas) en el caso de las estimaciones en tiempo real realizadas en 2007, sobre todo si se comparan con las de años más lejanos en el tiempo, lo que sugiere que la mayor parte de las medidas en tiempo real infravaloraron el nivel de la brecha de producción justo antes de que se iniciara la crisis. Ello coincide con los resultados mencionados anteriormente de que el crecimiento potencial del producto en el período inmediatamente previo a la crisis se había sobrestimado significativamente con anterioridad.

Estimaciones en tiempo real de la brecha de producción y previsiones de inflación en la zona del euro

La evidencia reciente sugiere que las estimaciones en tiempo real de la brecha de producción de la zona del euro solo pueden incorporar información limitada en lo que se refiere a las previsiones de inflación, como ya se ha visto que ocurría en Estados Unidos⁴. Ciertamente, Marcellino y Musso presentan cierta evidencia relativa a la zona del euro que apunta a que las estimaciones de la brecha de producción solo tienen una utilidad marginal para la previsión de la inflación tanto en el corto plazo (a un trimestre y a un año vista) como en el medio plazo (a dos y tres años vista). Este resultado está en consonancia con la evidencia de inestabilidad y no linealidad que caracteriza la relación entre la brecha de producción y la inflación en la zona del euro, así como la importancia cada vez menor de la brecha de producción para explicar la evolución de los precios en los últimos años⁵.

4 Véase M. Marcellino y A. Musso, «The forecasting performance of real time estimates of the euro area output gap», *CEPR Discussion Paper*, n.º 7763, Centre for Economic Policy Research, marzo de 2010. Para Estados Unidos, véase A. Orphanides y S. van Morden, «The Reliability of Inflation Forecasts Based on Output Gap Estimates in Real Time», *Journal of Money, Credit and Banking*, vol. 37, 2005, pp. 583-601.

5 Véanse, por ejemplo, A. Musso, L. Stracca y D. van Dijk, «Instability and nonlinearity in the euro area Phillips curve», *International Journal of Central Banking*, vol. 5, 2009, pp. 181-212; R. Anderton, A. Galesi, M. Lombardi y F. di Mauro, «Key elements of global inflation», en *Challenges to inflation in an era of relative price shocks*, Reserve Bank of Australia, 2010; y el artículo titulado «Tendencias del producto potencial», *Boletín Mensual*, BCE, enero de 2011.

Por lo que respecta a los flujos comerciales, el 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 agosto, las importaciones y las exportaciones de bienes, en términos nominales, a países no pertenecientes a la zona del euro disminuyeron, mientras que el comercio de servicios se mantuvo prácticamente estable (en términos intertrimestrales). El comercio mundial ha mostrado señales de estabilización recientemente, en particular en los mercados emergentes, respaldando el crecimiento de las exportaciones a países de fuera de la zona. En el recuadro 6 se examina la evolución reciente de las cuotas de exportación de la zona del euro y su impacto sobre la demanda externa de la zona. Si se consideran en conjunto, los últimos datos indican que el comercio de la zona del euro creció moderadamente en el tercer trimestre de 2011. De cara al futuro, el índice PMI de nuevos pedidos exteriores del sector manufacturero de la zona del euro, disponible hasta octubre de 2011, señala un crecimiento más débil de las exportaciones en el corto plazo.

Recuadro 6

ACTUALIZACIÓN DE LAS MEDIDAS DE LA DEMANDA EXTERNA DE LA ZONA DEL EURO PARA TENER EN CUENTA LOS CAMBIOS EN LA DISTRIBUCIÓN GEOGRÁFICA DE LAS EXPORTACIONES DE LA ZONA

Junto con las variaciones de la competitividad en términos de precios y costes, la evolución de la demanda externa (es decir, la demanda mundial de exportaciones de la zona del euro) es un importante factor determinante del crecimiento de las exportaciones de la zona del euro. Por consiguiente, la forma en que se compilan las medidas reviste crucial importancia para el seguimiento y la predicción de las exportaciones de la zona del euro, así como para evaluar el comportamiento de los exportadores de la zona en los mercados mundiales de exportación¹. Un elemento integrante de estas medidas es la distribución geográfica de las exportaciones de la zona. Los cambios en dicha distribución a lo largo del tiempo afectan a la medida de la demanda externa de la zona y a la evaluación del comportamiento de sus exportaciones. A continuación, se examina la evolución reciente de las cuotas de exportación a países no pertenecientes a la zona y su impacto en las medidas de la demanda externa de la zona.

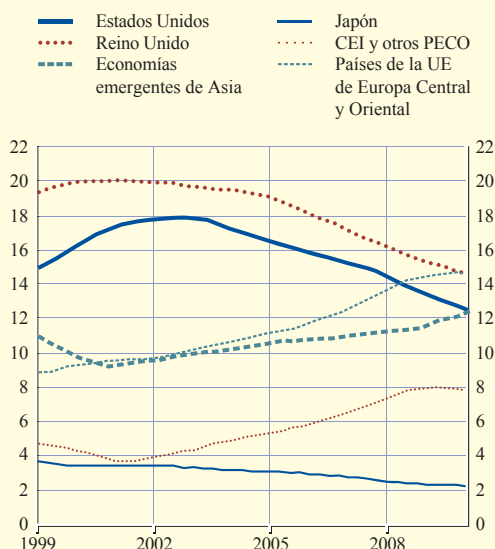
La demanda externa de la zona del euro se define como una media ponderada de las importaciones de los socios comerciales no pertenecientes a la zona, utilizando, para calcularla, el porcentaje que representan las exportaciones de bienes de la zona a cada uno de esos países. En los últimos años, la rápida expansión del comercio mundial se ha reflejado en un crecimiento relativamente alto de las exportaciones a países no pertenecientes a la zona del euro: en el caso de los bienes, las exportaciones aumentaron, en términos nominales, en torno a un 26 % entre 2005 y 2010², frente al crecimiento de alrededor del 35 % que experimentó el comercio mundial. Además, la distribución geográfica de las exportaciones a países de fuera de la zona varió significativamente durante el mismo período, en consonancia con el cambio de patrón del comercio mundial. En particular, la creciente integración de las economías emergentes en la economía mundial se ha reflejado en un aumento de las exportaciones de la zona del euro a esos países, de lo que se deduce que la sólida demanda que registran estos últimos está beneficiando cada vez más a la zona del euro.

1 Para más información sobre las medidas de la demanda externa, véase K. Hubrich y T. Karlsson, «Trade consistency in the context of the Eurosystem projection exercises», *Occasional Paper Series*, n.º 108, BCE, marzo de 2010.

2 La evolución histórica anterior se describe en los recuadros titulados «La composición geográfica de la demanda exterior de bienes producidos en la zona del euro», *Boletín Mensual*, BCE, octubre de 2004, y «Cambios recientes en la composición geográfica de la demanda exterior de bienes producidos en la zona del euro», *Boletín Mensual*, BCE, octubre de 2008.

Gráfico A Evolución de las cuotas de exportación de algunos países no pertenecientes a la zona del euro

(porcentajes; datos basados en medias móviles de tres años)

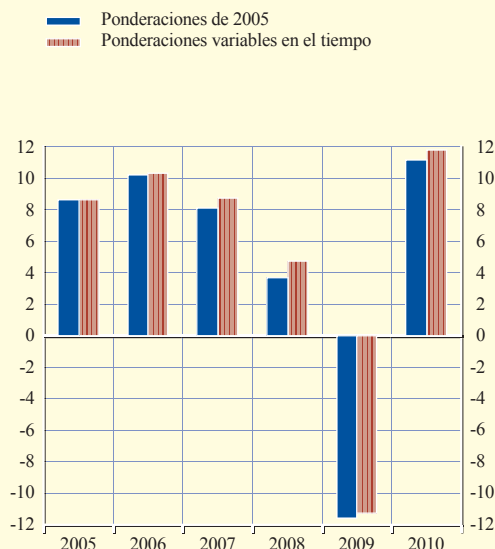


Fuentes: Direction of Trade Statistics del FMI y BCE.

Notas: La observación más reciente corresponde al primer trimestre de 2010. La categoría CEI y otros PECO corresponde a la Comunidad de Estados Independientes y otros países de Europa Central y Oriental. Los países de la UE de Europa Central y Oriental son los países no pertenecientes a la zona del euro que se han incorporado a la UE desde 2004.

Gráfico B Dos medidas de la demanda externa de la zona del euro

(tasas de variación interanual)



Fuentes: Direction of Trade Statistics del FMI y BCE.

Los cambios en la estructura de comercio de la zona del euro también se reflejan en la evolución de las ponderaciones de la demanda externa de la zona, medidas como la media móvil de tres años de las cuotas de exportación a países de fuera de la zona utilizando los datos disponibles hasta el primer trimestre de 2010 (véase gráfico A). Una de las características más sorprendentes es el aumento en la proporción que representan los países de la UE de Europa Central y Oriental, que refleja el rápido ritmo de crecimiento de las exportaciones a esos países tras su ingreso en la Unión Europea. Como resultado, su ponderación en la demanda externa de la zona del euro aumentó desde el 11,5% en 2005 hasta alrededor del 14,6% en 2010. Además, la creciente integración de economías como China y los países de la Comunidad de Estados Independientes (CEI) también se ha traducido en un notable aumento de los flujos de exportaciones a esos países y, por consiguiente, en un incremento de su participación en las exportaciones de la zona del euro a los países de fuera de la zona. Como resultado, la ponderación de los países de la CEI (incluida Rusia) y de otros países de Europa Central y Oriental aumentó 2,1 puntos porcentuales, hasta cerca del 8%, mientras que la ponderación de las economías emergentes de Asia se incrementó aproximadamente en 1,7 puntos porcentuales, hasta el 12,5%, impulsada principalmente por China. Por el contrario, la evolución reciente ha confirmado el descenso continuo de las cuotas de exportación de la mayoría de las economías avanzadas. En particular, las ponderaciones de Reino Unido y de Estados Unidos han experimentado una caída significativa durante el período considerado. En el caso del Reino Unido, tradicionalmente el principal socio comercial de la zona del euro, la participación en las exportaciones de la zona se redujo casi 4 puntos porcentuales, hasta situarse en torno al 15% en 2010. Las economías emergentes de Asia representan ahora aproximadamente la misma proporción de las exportaciones de la zona del euro a Estados Unidos.

Para demostrar el impacto de la evolución de la distribución geográfica de las exportaciones de la zona del euro a países no pertenecientes a la zona en el cálculo de la demanda externa, en el gráfico B se presentan dos medidas de dicha demanda: una basada en ponderaciones actualizadas, variables en el tiempo (utilizando una media móvil de tres años de las participaciones) hasta 2010, y, como alternativa, una serie basada en ponderaciones fijas tomando la media de 2005. En general, el conjunto de ponderaciones de 2005 parece subestimar el crecimiento interanual de la demanda externa de la zona del euro durante el período comprendido entre 2006 y 2010 en una media de alrededor de 0,5 puntos porcentuales, lo que subraya la importancia de actualizar periódicamente las ponderaciones utilizadas para calcular la demanda externa, a fin de captar plenamente los efectos de los cambios en la distribución geográfica del comercio.

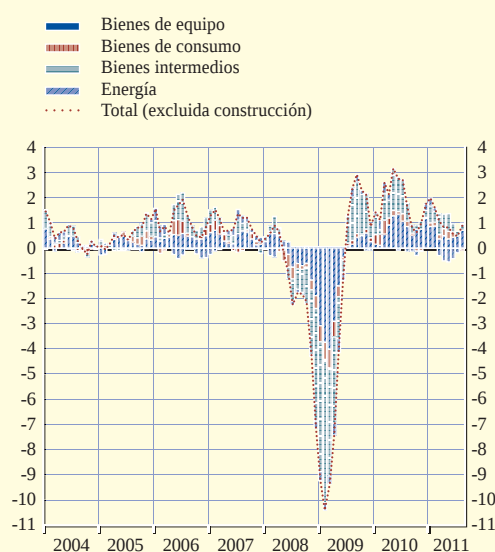
4.2 PRODUCTO, DEMANDA Y MERCADO DE TRABAJO

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 en los servicios aumentó un 0,2%. Al mismo tiempo, el valor añadido de la construcción se elevó un 0,1%, en términos intertrimestrales.

Por lo que se refiere a la evolución observada en el tercer trimestre de 2011, la producción industrial (excluida la construcción) creció un 1,5%, en tasa intermensual, en agosto, tras un aumento del 1,2% registrado el mes anterior. La tasa de crecimiento intertrimestral se incrementó desde el 0,5% de julio hasta el 0,9% en agosto (véase gráfico 29). Mientras, los nuevos pedidos industriales (excluido el

Gráfico 29 Crecimiento de la producción industrial y contribuciones

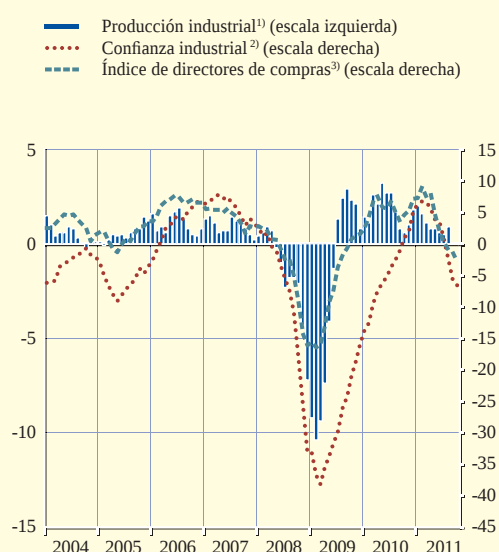
(tasa de crecimiento y contribuciones en puntos porcentuales; datos mensuales desestacionalizados)



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.

material de transporte pesado) de la zona experimentaron un aumento intermensual del 0,6 % en agosto, tras el ascenso del 1,4 % observado en julio. Pese a estos avances, la tasa de variación intertrimestral de los nuevos pedidos industriales, que fue del 0,6 % en julio, pasó a ser negativa en agosto, situándose en el -0,4 %. En general, datos más recientes procedentes de encuestas apuntan a un panorama de mayor debilidad que los indicadores en lo que respecta a la evolución durante el tercer trimestre y a principios del cuarto (véase gráfico 30). Por ejemplo, el índice PMI de producción del sector manufacturero permaneció por debajo del valor 50 durante el tercer trimestre y en octubre se situó en 46,6, señalando una nueva contracción. Al mismo tiempo, los datos de las encuestas de la Comisión Europea indican una disminución de las restricciones a la producción en el período de tres meses comprendido hasta octubre de 2011, que fundamentalmente estuvo relacionada con la mayor atonía de la demanda. Los indicadores de actividad del sector servicios también han retrocedido, de 55,5 en el segundo trimestre a 50,6 en el tercero, y de nuevo hasta 47,2 en octubre de 2011. Otras encuestas de opinión, como las de la Comisión Europea, están prácticamente en línea con la evolución del PMI.

MERCADO DE TRABAJO

Las mejoras que se observaron en la situación de los mercados de trabajo en el primer semestre del año parecen haberse interrumpido. 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 trimestres anteriores (véase cuadro 7). A diferencia de lo ocurrido en una fase anterior de la recuperación, cuando las horas trabajadas crecieron con más rapidez que el empleo, las horas trabajadas se redujeron un 0,2 % en el segundo trimestre. A nivel sectorial, las últimas cifras de empleo indican que tanto la industria (excluida la construcción) como la construcción crecieron un 0,1 % en tasa intertrimestral y que el empleo en el sector servicios aumentó un 0,4 % en el segundo trimestre.

Como el crecimiento del empleo superó al del PIB en el segundo trimestre, la productividad se ralentizó. La tasa de crecimiento interanual de la productividad del trabajo por persona ocupada se redujo un punto porcentual en el segundo trimestre, mientras que la tasa de crecimiento interanual de la productividad del trabajo por hora trabajada descendió 0,1 puntos porcentuales, hasta situarse en el 1,1 % y el 1,5 %, respectivamente (véase gráfico 32). De cara al futuro, los últimos datos del índice PMI de productividad sugieren un nuevo retroceso en el crecimiento de la productividad en el tercer trimestre.

Cuadro 7 Crecimiento del empleo

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

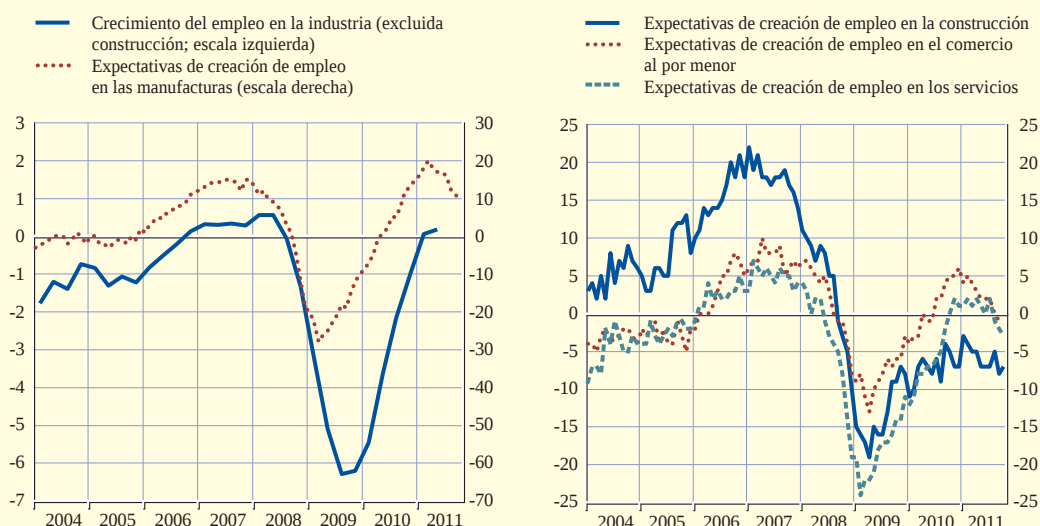
	Personas					Horas				
	Tasas interanuales		Tasas intertrimestrales			Tasas interanuales		Tasas intertrimestrales		
	2009	2010	2010 IV	2011 I	2011 II	2009	2010	2010 IV	2011 I	2011 II
Total de la economía	-1,9	-0,5	0,1	0,1	0,3	-3,5	0,4	0,0	0,3	-0,2
Del cual:										
Agricultura y pesca	-2,4	-0,6	0,1	-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.

Gráfico 31 Crecimiento del empleo y expectativas de creación de empleo

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

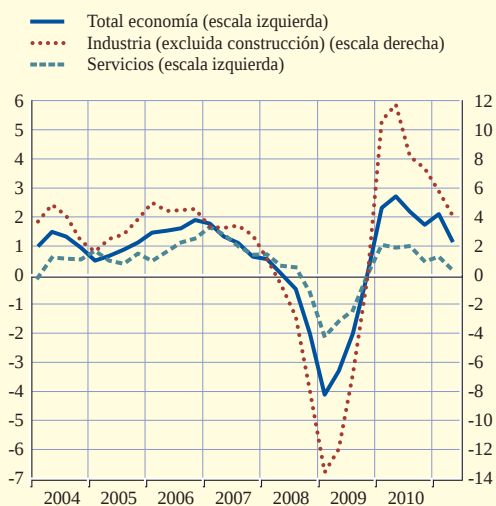


Fuentes: Eurostat y encuestas de opinión de la Comisión Europea.
Notas: Los saldos netos están ajustados a la media.

La tasa de desempleo aumentó 0,1 puntos porcentuales, hasta situarse en el 10,2% en septiembre de 2011 (véase gráfico 33). La evolución en los distintos países ha mostrado una heterogeneidad considerable durante el año. Sin embargo, los indicadores de opinión apuntan a un crecimiento continuado del empleo, aunque en desaceleración, tanto en la industria como en los servicios durante el tercer trimestre

Gráfico 32 Productividad del trabajo

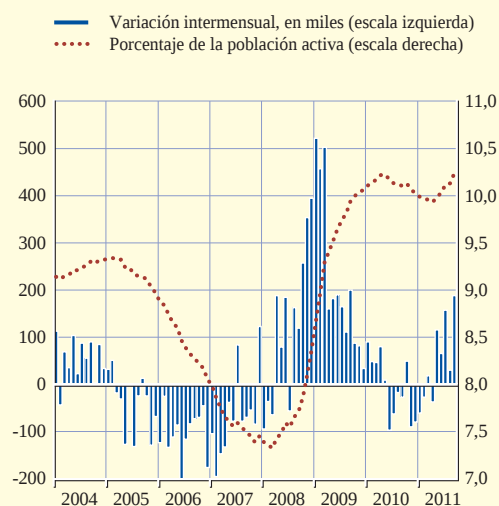
(tasas de variación interanual)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Gráfico 33 Desempleo

(datos mensuales desestacionalizados)



Fuente: Eurostat.

y a comienzos del cuarto trimestre de 2011 (véase gráfico 31). En conjunto, la evolución reciente está en consonancia con las revisiones al alza de la tasa de desempleo esperada para 2011 y 2012 en la última encuesta a expertos en previsión económica (véase el recuadro 4 de la sección 3).

4.3 PERSPECTIVAS DE LA ACTIVIDAD ECONÓMICA

Se prevé que el crecimiento del PIB real de la zona del euro, que en el segundo trimestre de 2011 se desaceleró hasta el 0,2 %, en tasa intertrimestral, sea muy moderado en el segundo semestre de este año. Se observan señales de que los riesgos a la baja identificados anteriormente se han materializado, como ponen de manifiesto los desfavorables datos procedentes de las encuestas de opinión. De cara al futuro, una serie de factores parecen estar frenando el dinamismo subyacente del crecimiento en la zona del euro, entre los que se incluyen la moderación del ritmo de la demanda mundial y los efectos negativos que las actuales tensiones observadas en algunos mercados de deuda soberana de la zona del euro tienen sobre las condiciones de financiación y sobre la confianza. Al mismo tiempo, la actividad económica de la zona del euro debería beneficiarse del continuado crecimiento positivo 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, se confirman los riesgos a la baja para las perspectivas económicas de la zona del euro, relacionados, sobre todo, con una nueva intensificación de las tensiones en algunos segmentos de los mercados financieros mundiales y de la zona del euro, así como con su potencial para que estas presiones se trasladen a la economía real de la zona. También guardan relación con el impacto de los precios de la energía, aún elevados, con las presiones proteccionistas y con la posibilidad de que se produzca una corrección desordenada de los desequilibrios mundiales.