

EVOLUCIÓN ECONÓMICA Y MONETARIA

I ENTORNO EXTERIOR DE LA ZONA DEL EURO

En un contexto de mayor incertidumbre y persistencia de las tensiones en los mercados financieros, los indicadores de opinión más recientes sugieren que, si bien el crecimiento mundial se ha venido moderando en los últimos meses, parecen vislumbrarse algunas señales incipientes de estabilización. La dinámica de la inflación sigue estando contenida en las economías avanzadas. En las economías emergentes, las tasas de inflación han experimentado últimamente un ligero descenso, aunque persisten las presiones subyacentes.

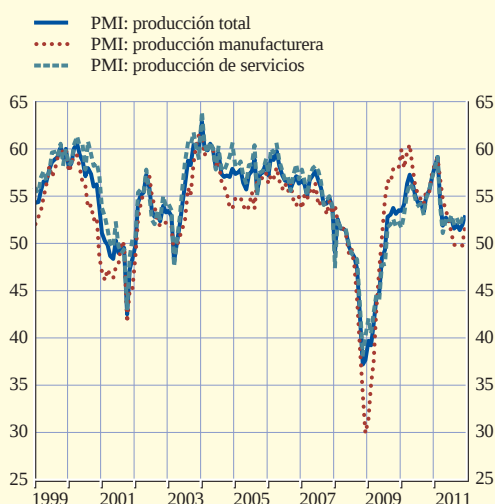
I.1 EVOLUCIÓN DE LA ECONOMÍA MUNDIAL

El crecimiento de la economía mundial ha experimentado una pérdida de impulso en los últimos meses, aunque parecen vislumbrarse algunas señales incipientes de estabilización. De cara al futuro, pese a los datos más positivos publicados recientemente, se prevé que el crecimiento de la economía mundial siga siendo lento. A medio plazo, se prevé que el proceso de ajuste en marcha continúe limitando las perspectivas de crecimiento. Los riesgos guardan relación, principalmente, con las tensiones en los balances, tanto del sector privado como del sector público, así como con la persistente debilidad de los mercados de trabajo y de la vivienda en algunas de las principales economías avanzadas. En las economías emergentes, la reciente moderación del crecimiento debería ayudar a aliviar algunas de las presiones de recalentamiento que han prevalecido en determinadas economías.

En diciembre de 2011, el índice PMI global de producción de manufacturas y servicios aumentó hasta 53. Si bien esta es la cifra más alta registrada desde abril de 2011, sigue siendo inferior a la media de largo plazo. El índice correspondiente al sector manufacturero mundial se situó ligeramente por encima del umbral de 50, tras haber permanecido por debajo de ese nivel en los cuatro meses anteriores. Al mismo tiempo, el sector servicios siguió manteniéndose por encima del umbral de expansión. El componente de nuevos pedidos del índice PMI aumentó en diciembre, tanto en el sector manufacturero como en el sector servicios.

Gráfico 1 PMI: producción mundial

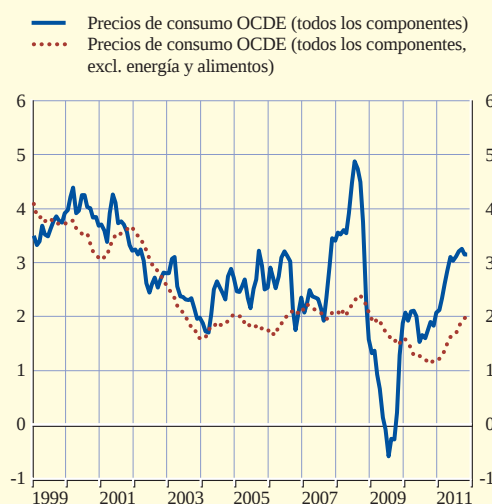
(índice de difusión; datos mensuales desestacionalizados)



Fuente: Markit.

Gráfico 2 Evolución internacional de los precios

(datos mensuales; tasas de variación interanual)



Fuente: OCDE.

La dinámica de la inflación siguió estando relativamente contenida en las economías avanzadas. En los países de la OCDE, la inflación interanual, medida por los precios de consumo, se situó en el 3,1 % en noviembre, frente al 3,2 % de octubre. Excluidos la energía y los alimentos, la tasa de inflación interanual se mantuvo sin variación en el 2 % en noviembre. En las economías emergentes, aunque las tasas de inflación han experimentado últimamente algunos descensos, persisten las presiones subyacentes.

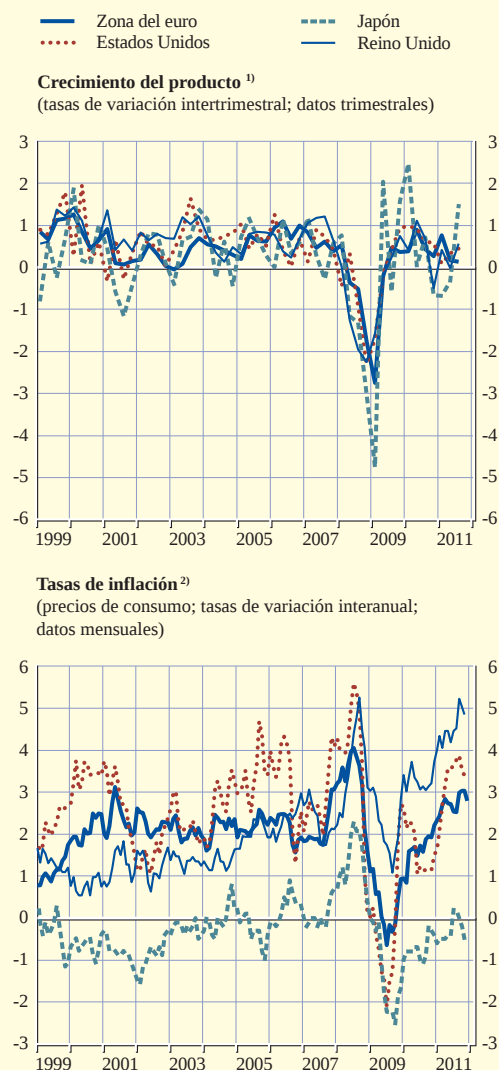
ESTADOS UNIDOS

En Estados Unidos, la actividad económica cobró impulso en el tercer trimestre de 2011, tras crecer a un ritmo lento en el primer semestre del año. La tercera estimación de la oficina de análisis económico (Bureau of Economic Analysis) indica que el PIB real de Estados Unidos creció a una tasa interanual del 1,8 % en el tercer trimestre de 2011 (0,5 % en tasa intertrimestral). Aunque el ritmo de crecimiento fue más flojo de lo estimado anteriormente, se situaba todavía por encima de la tasa anualizada del 1,3 % observada en el segundo trimestre del año. La expansión registrada en el tercer trimestre estuvo respaldada por el crecimiento del gasto en consumo y por la inversión no residencial en capital fijo, mientras que la inversión residencial continuó siendo débil. Los datos mensuales disponibles apuntan a una expansión moderada de la economía en el último trimestre de 2011.

Por lo que respecta a la evolución de los precios, la inflación interanual medida por el IPC descendió hasta el 3,4 % en noviembre de 2011, desde el 3,5 % registrado el mes anterior. Este es el segundo descenso consecutivo desde el máximo del 3,9 % observado en septiembre, principalmente como resultado de una moderación de los precios de las materias primas. Excluidos la energía y los alimentos, la inflación medida por el IPC se incrementó ligeramente hasta una tasa interanual del 2,2 %, frente al 2,1 % de octubre. La evolución reciente de la inflación subyacente refleja, en parte, cierta estabilización del crecimiento del coste de los alquileres, en consonancia con el deterioro del mercado de la vivienda, tras un aumento sostenido desde mediados de 2010.

El 13 de diciembre de 2011, el Comité de Operaciones de Mercado Abierto de la Reserva Federal indicó que, pese a la aparente desaceleración del crecimiento mundial, los indicadores recientes apuntan a una moderada expansión de la economía y a cierta mejora en las condiciones generales del mercado

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



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

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

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

de trabajo. El Comité 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 justificará que dicho tipo se mantenga en niveles excepcionalmente bajos como mínimo hasta mediados de 2013. Para fomentar la claridad y la transparencia en las comunicaciones con el público, el Comité introduciría varios cambios, con efectos a partir de su próxima reunión de enero de 2012, incluida la decisión de publicar proyecciones de los participantes en lo que se refiere al nivel adecuado del objetivo de tipo de interés de los fondos federales, basadas en las expectativas respecto a la futura evolución económica.

JAPÓN

En Japón, la segunda publicación de los datos sobre las cuentas nacionales correspondientes al tercer trimestre del año pasado confirma la recuperación de la actividad económica tras el gran terremoto que asoló la región oriental del país en marzo de 2011, aunque el crecimiento del PIB real se revisó a la baja ligeramente, hasta el 1,4 % en tasa intertrimestral. Para el cuarto trimestre de 2011, los indicadores recientes sugieren un debilitamiento de la actividad económica en un contexto de caída de la demanda mundial y de distorsiones de oferta causadas por las inundaciones en Tailandia. Ajustadas por las variaciones de los precios de exportación y las fluctuaciones estacionales, las exportaciones se redujeron un 7,3 % entre septiembre y noviembre, dando lugar a un deterioro de la balanza comercial.

Por lo que respecta a la evolución de los precios de consumo, la inflación interanual medida por el IPC cayó hasta el -0,5 % en noviembre (desde el -0,2 % en octubre). En su reunión más reciente sobre política monetaria, celebrada el 21 de diciembre, el Banco de Japón decidió mantener el objetivo fijado para el tipo de interés de los préstamos a un día sin garantía entre el 0,0 % y el 0,1 %.

REINO UNIDO

En el Reino Unido, la actividad económica ha seguido siendo moderada. La mayor parte de los indicadores de opinión de las empresas y los hogares han mantenido la debilidad en los últimos meses, aunque algunos de ellos han mejorado ligeramente en diciembre de 2011. La situación del mercado de trabajo no ha mostrado señales de mejora, manteniéndose la tasa de paro en el 8,3 %, en promedio, en los tres meses transcurridos hasta octubre de 2011. En general, es probable que se mantenga la atonía del crecimiento de la actividad económica en el corto plazo, aunque los estímulos monetarios deberían proporcionar cierto respaldo. Se prevé que el crecimiento de la demanda interna siga estando limitado por las restrictivas condiciones de concesión de crédito, el ajuste de los balances de los hogares y las sustanciales restricciones presupuestarias, mientras que el deterioro de las perspectivas de la demanda externa probablemente limitará el crecimiento de las exportaciones.

La inflación ha seguido descendiendo, pero continúa siendo elevada. La inflación interanual medida por el IPC y la inflación medida por el IPC excluidos la energía y los alimentos no elaborados se redujeron 0,2 puntos porcentuales en noviembre, hasta el 5 % y el 3,6 %, respectivamente. La gradual disminución de algunos factores temporales (precios más elevados de las materias primas en el pasado, fuertes incrementos del precio de la electricidad en el otoño de 2011 y aumento del tipo impositivo del IVA en enero de 2011), así como la existencia de capacidad productiva sin utilizar, deberían contribuir a atenuar las presiones inflacionistas. El Comité de Política Monetaria del Bank of England mantuvo en el 0,5 % el tipo de interés oficial al que se remuneran las reservas de las entidades de crédito y decidió mantener en 275 mm de libras esterlinas el volumen de compras de activos financiadas mediante la emisión de reservas del banco central.

CHINA

En China, el crecimiento económico está experimentando una desaceleración gradual, pese a que, hasta ahora, la economía ha dado, en gran medida, muestras de resistencia frente al empeoramiento de las

perspectivas mundiales y a que los índices PMI indicaban una ligera mejora de la actividad económica en diciembre. No obstante, el crecimiento de las exportaciones nominales se redujo hasta el 13,4 %, en tasa interanual, desde el 13,8 % de noviembre. La inversión en activos fijos y el valor añadido en la industria registraron una desaceleración en noviembre, aunque muy poco significativa, mientras que el crecimiento de las ventas al por mayor siguió siendo robusto. Las políticas macroprudenciales encaminadas a enfriar el mercado de la vivienda están restringiendo la inversión inmobiliaria y los volúmenes de ventas.

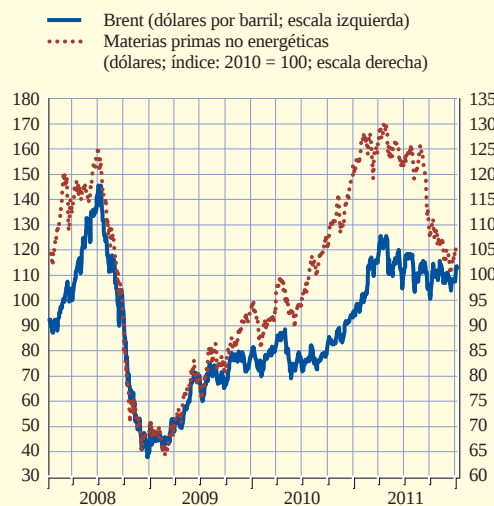
La inflación interanual medida por el IPC descendió hasta el 4,1 % en diciembre, desde el 4,2 % de noviembre. El descenso estuvo determinado, principalmente, por el componente no alimenticio. Los nuevos préstamos internos y el agregado M2 experimentaron una ligera aceleración en diciembre, después de que, en noviembre, el Banco Central de la República Popular China redujera en 50 puntos básicos el coeficiente de reservas obligatorias. En diciembre, el banco central mantuvo sin variación los tipos de interés oficiales y el coeficiente de reservas obligatorias. En la reunión anual de la Central Economic Work Conference, las autoridades acordaron que mantener la estabilidad del crecimiento económico era la principal prioridad en materia de política para 2012, junto con la reestructuración económica y el control de las expectativas de inflación.

1.2 MERCADOS DE MATERIAS PRIMAS

Debido a un repunte en los primeros días de 2012, los precios del petróleo aumentaron, en general, entre principios de diciembre y los primeros días de enero. El precio del barril de Brent se situaba, el 11 de enero de 2012, en 113,4 dólares estadounidenses, es decir, un 21,6 % por encima del nivel de comienzos de 2011 y un 2,4 % por encima del observado a comienzos de diciembre (gráfico 4). No obstante, de cara al futuro, los participantes en los mercados prevén precios más bajos en el medio plazo, y los futuros con entrega en diciembre de 2013 se negocian actualmente a 103,6 dólares estadounidenses el barril.

El aumento general de los precios del petróleo oculta un descenso inicial durante la primera quincena de diciembre, debido al empeoramiento de las noticias macroeconómicas y a la decisión adoptada por la OPEP el 14 de diciembre de elevar, finalmente, su cuota de producción. Se esperaba que la decisión, la primera adoptada en casi tres años, respaldase en cierta medida los escasos niveles de existencias. No obstante, desde entonces, la inquietud respecto a una fuerte interrupción en el suministro en Irán, asociada a la escalada de las tensiones por el desarrollo de su programa nuclear, han impulsado los precios continuamente al alza. En particular, las sanciones impuestas recientemente por Estados Unidos y el embargo acordado por la UE sobre las importaciones de petróleo de Irán a partir de una fecha todavía no determinada desencadenaron un repunte de los precios y parecen haber dejado en un segundo plano la preocupación por el impacto de la incertidumbre respecto a las perspectivas macroeconómicas sobre la demanda de petróleo.

Gráfico 4 Evolución de los precios de las materias primas



Fuentes: Bloomberg y HWWI.

En cifras agregadas, los precios de las materias primas no energéticas continuaron descendiendo ligeramente durante el mes de diciembre. Aunque tanto los precios de los metales como los de los alimentos se han visto afectados negativamente hasta cierto punto por la inquietud respecto a una desaceleración del crecimiento mundial, las perspectivas de una posible interrupción en el suministro, como consecuencia de la falta de lluvias en América Latina, han impulsado al alza los precios de los alimentos, especialmente los de los cereales. En cifras agregadas, el índice de precios de las materias primas no energéticas (denominado en dólares estadounidenses) se situaba, hacia finales de diciembre, un 14,8 % por debajo del nivel registrado a comienzos de 2011.

1.3 TIPOS DE CAMBIO

Durante el último trimestre de 2011, el tipo de cambio efectivo nominal del euro, medido frente a las monedas de 20 de los socios comerciales más importantes de la zona del euro, se depreció en un contexto de persistente y elevada volatilidad. El 11 de enero de 2012, el tipo de cambio efectivo nominal del euro se situaba un 4,1 % por debajo del nivel registrado a finales de septiembre de 2011 y un 5 % por debajo de la media de 2011 (véase gráfico 5).

En términos bilaterales, durante el último trimestre, el euro se ha depreciado frente a casi todas las principales monedas. Entre el 30 de septiembre de 2011 y el 11 de enero de 2012 el euro se depreció frente al dólar estadounidense (5,8 %), la libra esterlina (4,7 %), el yen japonés (5,7 %) y el renminbi chino (6,8 %). El euro se depreció también frente a otras monedas asiáticas, en particular frente al won coreano, el dólar

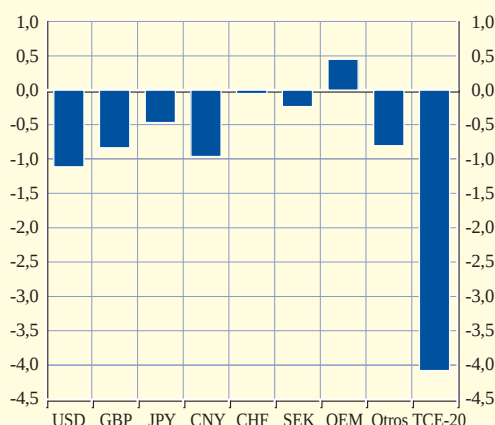
Gráfico 5 Tipo de cambio efectivo del euro (TCE-20) y sus componentes¹⁾

(datos diarios)

Índice: I 1999 = 100



Contribuciones a las variaciones del TCE-20²⁾
Del 30 de septiembre de 2011 al 11 de enero de 2012
(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 11 de enero de 2012	Apreciación (+)/depreciación (-) del euro a 11 de enero de 2012 desde:			en comparación con: media de 2011
			30 de septiembre de 2011	3 de enero de 2011		
Dólar estadounidense	19,4	1,272	-5,8	-4,7		-8,6
Libra esterlina	17,8	0,826	-4,7	-4,1		-4,8
Renminbi chino	13,6	8,030	-6,8	-8,7		-10,7
Yen japonés	8,3	97,9	-5,7	-10,0		-11,8
Franco suizo	6,4	1,212	-0,4	-2,8		-1,7
Zloty polaco	4,9	4,461	1,3	12,7		8,3
Corona sueca	4,9	8,809	-4,9	-1,4		-2,4
Corona checa	4,1	25,82	4,3	2,9		5,0
Won coreano	3,9	1,477	-7,4	-1,6		-4,2
Forint húngaro	3,1	311,9	6,6	12,0		11,7
TCEN ²⁾		99,2	-4,1	-3,3		-5,0

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).

de Hong Kong y el dólar de Singapur, en un 7,4%, un 6,1% y un 6,5%, respectivamente, así como frente a las monedas de algunos exportadores de materias primas. Durante el mismo período, el tipo de cambio del euro frente al franco suizo prácticamente no experimentó variación. La moneda única se apreció frente a algunas otras monedas europeas, principalmente frente al forint húngaro, la corona checa y el zloty polaco (un 6,6%, un 4,3% y un 1,3%, respectivamente) (véase cuadro 1). La volatilidad de los mercados, medida sobre la base de los precios de las opciones sobre tipos de cambio, aumentó durante el período de referencia en la mayoría de los pares de monedas y actualmente se sitúa muy por encima de los niveles medios de largo plazo.

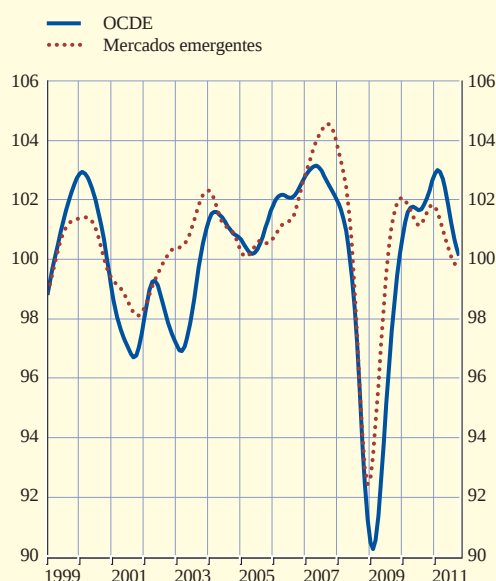
Entre el 30 de septiembre de 2011 y el 11 de enero de 2012, las monedas que participan en el MTC II se mantuvieron, en general, estables frente al euro, cotizando al tipo de cambio correspondiente a las respectivas paridades centrales o en torno a dichas paridades. El lats letón se aproximó a su paridad central dentro de la banda de fluctuación de $\pm 1\%$ establecida unilateralmente.

1.4 PERSPECTIVAS DEL ENTORNO EXTERIOR

De cara al futuro, se prevé que el crecimiento de la economía mundial siga siendo moderado como consecuencia del aumento de la incertidumbre, de las tensiones en los mercados financieros mundiales y del proceso de ajuste en curso en las principales economías avanzadas. En octubre, el indicador

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.

El sintético adelantado de la OCDE seguía apuntando a una desaceleración en los países de esta organización y en otras grandes economías, con alguna variación en su intensidad según los países. Además, los datos más recientes sobre el comercio mundial también sugieren un crecimiento lento en los próximos meses. En el recuadro 1 se analizan con más detalle las tendencias recientes del comercio mundial.

En un entorno de elevada incertidumbre, los riesgos para la actividad siguen situándose a la baja y están relacionados, principalmente, con la posibilidad de que se reintensifiquen las tensiones en algunos segmentos de los mercados financieros, así como las presiones proteccionistas, y de que se produzca una corrección desordenada de los desequilibrios mundiales.

Recuadro 1

LA RECIENTE DEBILIDAD DEL COMERCIO MUNDIAL

El comercio mundial ha mostrado cierta debilidad en los últimos trimestres. En el segundo trimestre de 2011, el comercio mundial de mercancías experimentó una contracción del 0,5 % en tasa intertrimestral y solo registró un moderado crecimiento del 1 % en el tercer trimestre. La reciente debilidad del comercio mundial evoca el período 2008-2009, cuando se produjo la última contracción. Entonces, la caída del comercio mundial no solo fue excepcionalmente acusada, sino que además sobrepasó significativamente a la experimentada por la producción mundial. Varios factores, como la composición y los efectos de las existencias, las restricciones financieras y las relaciones verticales, amplificaron la caída del comercio en 2008 y 2009¹. En este contexto, se investiga a continuación si la reciente debilidad del comercio mundial obedece a factores como los mencionados o si se trata, básicamente, de un proceso acorde con el enfriamiento generalizado de la actividad económica mundial.

Normalmente, el comercio mundial crece y se reduce al compás del nivel general de actividad económica mundial. Este movimiento conjunto fue también evidente en el segundo y en el tercer trimestres de 2011, cuando la atonía del crecimiento de la producción industrial mundial se reflejó en la debilidad de la dinámica del comercio (véase gráfico A). No obstante, aún está por determinar si la magnitud de la reciente caída del comercio mundial (y la moderación del crecimiento en el trimestre siguiente) fue proporcional a las condiciones económicas mundiales. Para responder a este interrogante, en este recuadro se ha adoptado la «metodología de cuña»². Basándose en

Gráfico A Comercio mundial de bienes y producción industrial mundial

(tasas de variación intertrimestral)



Fuente: Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis (CPB).
Nota: La observación más reciente corresponde al tercer trimestre de 2011.

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

2 Para más información sobre la metodología, véase A. Levchenko, L. Lewis y L. Tesar, «The collapse of international trade during the 2008-2009 crisis: in search of the smoking gun», *Economic Review*, FMI, vol. 58, n.º 2, 2010.

datos nacionales de las principales economías de la OCDE no pertenecientes a la zona del euro hasta el tercer trimestre de 2011, se calcula la cuña entre el crecimiento observado de las importaciones de un país y la tasa de crecimiento de las importaciones «que predice la teoría». Esta última se basa en una relación calibrada de la demanda de importaciones, que se apoya en el supuesto de que las importaciones aumentarán con: i) la absorción interna («demanda»), y ii) el precio de los productos nacionales en relación con los precios de importación. Un valor de la cuña próximo a cero sugiere que el crecimiento del comercio exterior se explica satisfactoriamente por la absorción y los precios relativos.

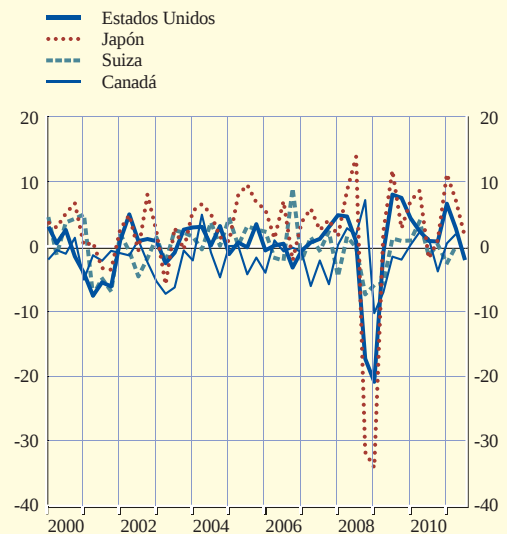
Las cuñas han resultado relativamente pequeñas (en valores absolutos) en los dos últimos trimestres de la muestra (véase gráfico B). En otras palabras, el crecimiento de las importaciones fue, en general, coherente con la evolución de la absorción y de los precios relativos, y hay escasa evidencia de que el comercio mundial se haya visto lastrado por factores especiales. Para otras economías de la OCDE se extraen conclusiones similares. Por el contrario, en 2008-2009 se registraron cuñas negativas excepcionalmente grandes en países como Estados Unidos y Japón, lo que confirma que la caída de las exportaciones en aquel momento fue notablemente más acusada que lo que habría predicho una ecuación sencilla de demanda de importaciones. Modelos de comercio empíricos más elaborados confirman ampliamente estas conclusiones.

Los indicadores de corto plazo sugieren que el comercio internacional seguirá, probablemente, una trayectoria muy similar a la de la producción mundial en los próximos meses. Tras varias lecturas más bien desfavorables, los índices de directores de compras (PMI) que registran la evolución de la producción mundial y de los nuevos pedidos de exportación en el sector manufacturero mostraron señales de estabilización en el último trimestre de 2011. No obstante, el índice PMI global de nuevos pedidos de exportación se mantuvo ligeramente por debajo del umbral teórico de 50, que separa la expansión de la contracción, en consonancia con la débil dinámica del comercio que se observa a finales del año.

Como conclusión, puede afirmarse que la reciente debilidad del comercio internacional ha sido, en general, coherente con la falta de dinamismo de las condiciones económicas mundiales, sin que haya evidencia concluyente de que los factores especiales hayan sido un lastre en este sentido. Los indicadores adelantados sugieren que el comercio y la producción mundiales seguirán evolucionando de forma muy acompasada a corto plazo.

Gráfico B «Cuñas» de importación de algunos de los principales países de la OCDE no pertenecientes a la zona del euro

(puntos porcentuales)



Fuentes: OCDE (Quarterly National Accounts) y expertos del BCE. Nota: Las cifras positivas indican que el crecimiento intertrimestral observado de las importaciones fue mayor que el crecimiento implícito en una ecuación de importaciones estándar. La observación más reciente corresponde al tercer trimestre de 2011 (salvo en el caso de Canadá y Suiza, que corresponde al segundo trimestre de 2011). No se dispone de datos puntuales para el Reino Unido.

2 EVOLUCIÓN MONETARIA Y FINANCIERA

2.1 DINERO Y CRÉDITO DE LAS IFM

La tasa de crecimiento interanual de M3 disminuyó significativamente en noviembre de 2011. En conjunto, la débil evolución monetaria continuó reflejando los elevados niveles de incertidumbre en la economía y en los mercados financieros. Esta incertidumbre se manifestó en la nueva reducción de los depósitos de M3 por parte de los inversores institucionales y en el descenso observado en las operaciones interbancarias llevadas a cabo a través de entidades de contrapartida central pertenecientes al sector tenedor de dinero. Además, algunos tenedores de dinero siguieron desplazando sus fondos hacia fuera de la zona del euro. La tasa de crecimiento interanual de los préstamos de las IFM al sector privado registró un marcado retroceso, como consecuencia de la caída de los préstamos concedidos a intermediarios financieros no monetarios. Al mismo tiempo, los modestos flujos de entrada mensuales observados en los préstamos a los hogares en noviembre se vieron contrarrestados, en gran parte, por una contracción de los préstamos a las sociedades no financieras. Las cifras sobre préstamos no apuntan todavía a que se esté produciendo un recorte significativo del crédito en la zona del euro en su conjunto. Sin embargo, teniendo en cuenta que los efectos en la oferta de crédito podrían manifestarse con retardo, es necesario vigilar atentamente la evolución del crédito y de la situación de financiación de las entidades de crédito en los próximos meses. En conjunto, la tasa subyacente de expansión monetaria y crediticia se mantuvo en niveles moderados.

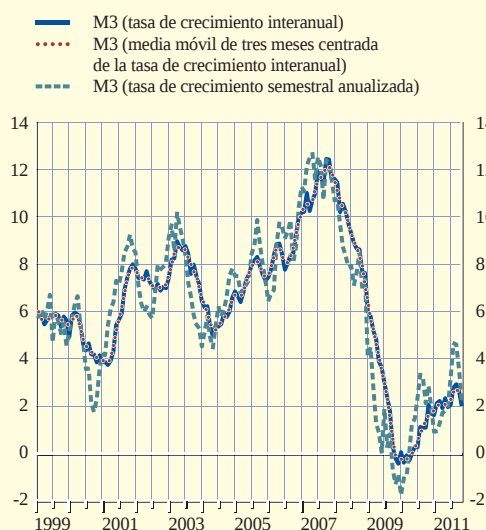
EL AGREGADO MONETARIO AMPLIO M3

La tasa de crecimiento interanual de M3 disminuyó significativamente hasta situarse en el 2% en noviembre de 2011, frente al 2,6% de octubre (véase gráfico 7). Por un lado, tres cuartas partes de esta moderación del crecimiento interanual de M3 responden a un efecto de base relacionado con cuantiosas operaciones interbancarias llevadas a cabo a través de entidades de contrapartida central en noviembre de 2010. Por otro, la tasa de crecimiento intermen-
sual fue moderadamente negativa (-0,15%) en noviembre. Los flujos mensuales negativos fueron atribuibles a la contracción de las cesiones temporales, lo que, a su vez, reflejó un descenso de las operaciones de préstamo realizadas en el mercado monetario con garantías a través de entidades de contrapartida central ubicadas en la zona del euro. Si se ajustan por el impacto de las cesiones temporales realizadas a través de entidades de contrapartida central, las tenencias de M3 aumentaron ligeramente con respecto al mes anterior. De igual modo, la tasa de crecimiento interanual del agregado M3 ajustado, pese a mantenerse en niveles reducidos, se incrementó moderadamente, situándose en el 1,6% en noviembre, frente al 1,4% de octubre.

En conjunto, como ocurrió en octubre, la débil evolución monetaria continuó reflejando los elevados niveles de incertidumbre en la economía y en los mercados financieros. Por lo que respecta a los componentes, esta incertidumbre se manifestó en la nueva reducción de los depósitos de M3 por

Gráfico 7 Crecimiento de M3

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



Fuente: BCE.

parte de los inversores institucionales y en el descenso observado en las operaciones interbancarias llevadas a cabo a través de entidades de contrapartida central. En cambio, los depósitos de M3 de los hogares volvieron a registrar pequeñas entradas en el contexto de la intensificación de la crisis de la deuda soberana y de las caídas de las cotizaciones bursátiles durante la mayor parte del mes. Los hogares también desplazaron parte de sus depósitos a la vista hacia depósitos menos líquidos, en respuesta a sus distintas rentabilidades.

En cuanto a las contrapartidas, la tasa de crecimiento interanual de los préstamos concedidos por las IFM al sector privado no financiero (ajustados por el impacto de las ventas y titulizaciones) descendió ligeramente en noviembre, ya que los modestos flujos de entrada mensuales registrados en los préstamos a los hogares se vieron contrarrestados, en gran parte, por una contracción de los préstamos a las sociedades no financieras. Sin embargo, la tenue evolución de los préstamos no apunta todavía a que se esté restringiendo significativamente la oferta de crédito en la zona del euro. El sector tenedor de dinero también continuó desplazando fondos hacia fuera de la zona del euro en noviembre, lo que se evidencia en el retroceso de la posición acreedora neta frente al exterior de las IFM. Al mismo tiempo, las presiones de financiación en el sector bancario se intensificaron nuevamente como consecuencia de la escasa emisión de valores distintos de acciones a largo plazo y de la retirada de depósitos por parte de no residentes en la zona del euro. Sin embargo, las medidas no convencionales introducidas por el Eurosistema a principios de diciembre —particularmente las operaciones de financiación a plazo más largo con vencimiento a tres años— deberían aliviar estas presiones.

Los principales activos mantenidos por las IFM de la zona del euro (excluido el Eurosistema) descendieron en noviembre por segundo mes consecutivo, lo que refleja claramente el impacto de las presiones para desapalancar el balance de las entidades de crédito. Esta disminución observada en noviembre estuvo determinada, sobre todo, por una notable reducción de los activos exteriores, principalmente préstamos a no residentes, pero también por una caída de las tenencias de valores distintos de acciones emitidos por no residentes. A este respecto, el comportamiento de las entidades de crédito ha seguido un «orden de preferencia» (*pecking order*), según el cual se desprenden antes de los activos de elevada liquidez o que no constituyen activos básicos que de aquellos que forman parte de su actividad principal.

PRINCIPALES COMPONENTES DE M3

La desaceleración del crecimiento interanual de M3 observada en noviembre fue reflejo, principalmente, de los acusados descensos de las tasas de crecimiento interanual de los instrumentos negociables y, en menor medida, de los depósitos a corto plazo distintos de los depósitos a la vista. El agregado monetario estrecho M1, cuya tasa de crecimiento interanual se incrementó ligeramente, fue el único componente principal que sustentó la evolución monetaria en noviembre.

La tasa de crecimiento interanual de M1 ascendió hasta el 2,1 % en noviembre, frente al 1,7 % del mes anterior, siendo los depósitos a la vista los principales causantes de este aumento. En concreto, el sector financiero no monetario incrementó sus tenencias de depósitos a la vista en noviembre, probablemente como consecuencia de la acumulación de la liquidez procedente de las ventas de valores y de la necesidad de retener instrumentos líquidos en un entorno de persistencia de las elevadas tensiones en los mercados financieros. En cambio, las sociedades no financieras y los hogares redujeron sus tenencias de depósitos a la vista. Los hogares continuaron prefiriendo dirigir tanto los ahorros previamente acumulados como los nuevos hacia otros componentes de M3, en particular depósitos a plazo hasta dos años. En el recuadro 2 se proporciona un análisis detallado de los desplazamientos de carteras hacia y desde M1, así como del papel que desempeña la incertidumbre.

Recuadro 2

CRECIMIENTO MONETARIO E INCERTIDUMBRE

Aunque existe evidencia abundante de que el crecimiento monetario tiene propiedades de indicador adelantado de la inflación a medio y a largo plazo, estas propiedades pueden debilitarse durante determinados períodos, especialmente en aquellos que se caracterizan por una variación significativa en la demanda de dinero provocada por un aumento de la incertidumbre acerca del entorno económico, ya que en esos momentos es posible que los saldos monetarios se mantengan principalmente por motivos de precaución o de cartera, más que por motivos de transacción¹. La intensificación de las tensiones observada en los mercados de deuda soberana desde agosto de 2011 ha incrementado las tensiones financieras en el sector bancario de la zona del euro y en el sistema financiero en general. Estos elevados niveles de estrés, que son reflejo de los distintos tipos de incertidumbre, también han afectado a la evolución monetaria de la zona del euro. En este recuadro se analiza la naturaleza de las incertidumbres que subyacen a las tensiones en los mercados financieros y se consideran los efectos potencialmente ambiguos que pueden tener en relación con la evolución monetaria. Asimismo, se intenta cuantificar el impacto que las tensiones en los mercados financieros derivadas de la incertidumbre han tenido en el agregado monetario estrecho M1 durante la crisis financiera y de la deuda soberana.

Desplazamientos de carteras relacionados con la incertidumbre

Las tensiones en los mercados financieros pueden deberse al incremento de la incertidumbre entre prestamistas e inversores en relación con el valor fundamental de los activos financieros y reales². Por consiguiente, es probable que la incertidumbre afecte a las decisiones sobre la asignación de carteras, observándose dos efectos que se compensan parcialmente entre sí. En primer lugar, un aumento del grado de incertidumbre puede provocar desplazamientos hacia activos nacionales de menos riesgo, como los instrumentos monetarios líquidos. En segundo lugar, dependiendo de la naturaleza de la incertidumbre, las tenencias de activos monetarios pueden disminuir, pues los agentes querrán cambiar los activos nominales por activos reales o los activos nacionales por activos exteriores. La importancia relativa de estos dos efectos y el resultado total dependen, entre otros factores, del agregado monetario considerado y de la correlación entre el rendimiento de los activos³.

En general, para que el crecimiento del agregado monetario amplio aumente como consecuencia de los desplazamientos de carteras, el sector tenedor de dinero tiene que vender los activos con riesgo a las IFM de la zona del euro, a un Gobierno de la zona o a no residentes en la zona del euro. Los desplazamientos de cartera observados en el período comprendido entre 2001 y 2003 son un ejemplo. Dicho período se caracterizó por la repatriación de fondos por parte de los tenedores de dinero de la zona del euro, que vendieron a no residentes los activos exteriores que habían adquirido previamente (principalmente acciones), manteniendo los ingresos obtenidos en activos monetarios⁴. Esta tendencia a repatriar fondos a nivel mundial y esta preferencia por activos líquidos y seguros también se pudo observar en la fase inicial de la crisis financiera, en 2007 y 2008.

1 Para un análisis detallado, véase el artículo titulado «Demanda de dinero e incertidumbre», *Boletín Mensual*, BCE, octubre de 2005.

2 Véase C. Hakkio y W. Keeton, «Financial Stress: What Is It, How Can It Be Measured, and Why Does It Matter?», *Economic Review*, segundo trimestre, Banco de la Reserva Federal de Kansas City, 2009.

3 Véanse J. Atta-Mensah, «The Demand for Money in a Stochastic Environment», *Working Papers*, n.º 2004-7, Banco de Canadá, marzo de 2004; y W. Choi y S. Oh, «A money demand function with output uncertainty, monetary uncertainty, and financial innovations», *Journal of Money, Credit y Banking*, vol. 35, n.º 5, 2003.

4 Véase, por ejemplo, el recuadro titulado «El impacto sobre M3 de los desplazamientos de cartera producidos por una mayor incertidumbre», en el artículo mencionado en la nota 1.

En el período actual, en el que la incertidumbre se deriva, principalmente, de los problemas de la deuda soberana en algunos países de la zona del euro, a los que se suman las presiones sobre el sector bancario, la posibilidad de un período prolongado de desplazamientos de cartera hacia activos monetarios puede ser más limitada, ya que las IFM están intentando desapalancarse y los inversores no residentes podrían optar por no invertir en activos de la zona del euro, lo que contribuiría a generar presiones a la baja sobre el crecimiento monetario.

Medidas de incertidumbre

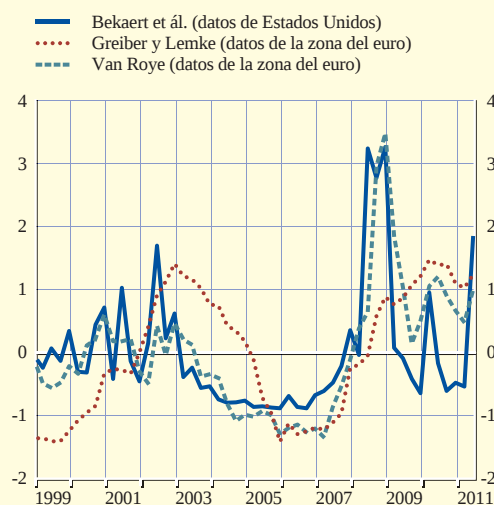
La literatura económica ofrece numerosas definiciones de incertidumbre, que, a su vez, dan lugar a una amplia gama de indicadores. En el gráfico A se presentan algunos indicadores de la incertidumbre y de las tensiones en los mercados financieros. Es importante señalar que existen diferencias considerables en los tipos de incertidumbre subyacente que recogen los distintos indicadores. Por ejemplo, la medida de incertidumbre propuesta por Bekaert, Hoerova y Lo Duca⁵ se centra en el mercado de valores de Estados Unidos y, por tanto, es probable que refleje el impacto de la incertidumbre relacionada tanto con los acontecimientos económicos generales como con los geopolíticos. Greiber y Lemke⁶ construyen una variable que permite aproximar el impacto de la incertidumbre en las preferencias de liquidez de los agentes económicos con la ayuda de: i) la rentabilidad a medio plazo de las acciones y los bonos; ii) las medidas de pérdidas en los mercados de valores y de volatilidad, y iii) los indicadores de confianza de los consumidores y las empresas. Una amplia gama de indicadores de los mercados financieros sirven para obtener los indicadores de incertidumbre

5 Véase G. Bekaert, M. Hoerova, y M. Lo Duca, «Risk, uncertainty and monetary policy», *NBER Working Paper Series*, n.º 16397, National Bureau of Economic Research, 2010. Esta medida también proporciona una estimación de la aversión al riesgo.

6 Véase C. Greiber y W. Lemke, «Money demand and macroeconomic uncertainty», *Discussion Paper Series 1*, n.º 26, Deutsche Bundesbank, 2005.

Gráfico A Medidas de incertidumbre

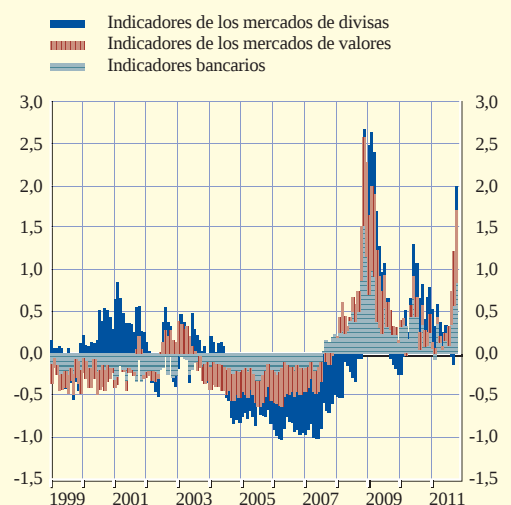
(desviación escalada con respecto a la media; datos trimestrales)



Fuentes: Véanse los documentos mencionados en las notas 5, 6 y 7, respectivamente.
Nota: Todas las series están ajustadas a la media y normalizadas de forma que tienen la misma desviación estándar general.

Gráfico B Descomposición de un indicador de las tensiones en los mercados financieros para la zona del euro

(contribuciones en puntos porcentuales; datos mensuales)



Fuente: Véase el documento mencionado en la nota 7.

propuestos por van Roye⁷. Los datos que utilizan Bekaert et al. corresponden a Estados Unidos, mientras que los que usan Greiber y Lemke y van Roye se refieren a la zona del euro.

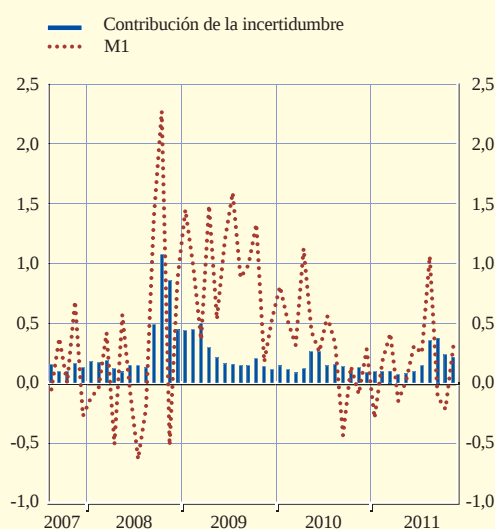
En el gráfico B, la medida estimada por van Roye de las tensiones en los mercados financieros de la zona del euro se descompone en: i) indicadores bancarios; ii) indicadores de los mercados de valores, y iii) indicadores de los mercados de divisas. El gráfico muestra que, tras una situación de calma en los mercados financieros entre 2004 y 2007, las tres fuentes de incertidumbre se han desplazado en la misma dirección desde 2008, contribuyendo los *shocks* bancarios en mayor medida que los otros dos componentes. En el tercer trimestre de 2011, las contribuciones de los indicadores bancarios y de los indicadores de los mercados de valores aumentaron de forma acusada, al igual que en el período que siguió a la quiebra de Lehman Brothers en el otoño de 2008. El gráfico también ilustra la diferencia entre la crisis financiera actual y el período de intensificación de la incertidumbre financiera, económica y geopolítica causante de los desplazamientos de cartera hacia el dinero entre 2001 y 2003. En dicho período, la incertidumbre, más que originarse en la zona del euro, se transmitió a la misma, de modo que la contribución más importante procedió de los indicadores de los mercados de divisas. En particular, en dicho período los indicadores bancarios y de los mercados de valores compensaron parcialmente el impacto del aumento de la incertidumbre cambiaria. En cambio, durante la actual crisis financiera, y especialmente tras la intensificación de la crisis de la deuda soberana en agosto de 2011, tanto los indicadores bancarios como los de los mercados de valores han conducido la medida de incertidumbre de van Roye en la misma dirección.

Cuantificación del impacto de la incertidumbre sobre la evolución monetaria

El gráfico C indica que la incertidumbre (medida por el indicador calculado por Bekaert et ál.⁸) tuvo un impacto significativo en el crecimiento mensual de M1 en agosto y septiembre de 2011. Más concretamente, el análisis sugiere que la incertidumbre representó alrededor de tres cuartas partes de los flujos acumulados totales correspondientes a esos dos meses. Estos resultados cuantitativos señalan que la magnitud del impacto directo de la incertidumbre en esos dos meses fue solo la mitad que en octubre y noviembre de 2008 (es decir, los dos meses siguientes a la quiebra de Lehman Brothers). A diferencia de lo ocurrido en el período actual, en el otoño de 2008 se produjo un episodio agudo, aunque breve, de desconfianza hacia el sistema bancario, en el que casi la mitad del aumento del crecimiento de M1 asociado a la incertidumbre correspondió a una mayor demanda de billetes en euros (procedente,

Gráfico C Impacto de la incertidumbre en el crecimiento de M1

(tasas de variación mensual; contribución en puntos porcentuales)



Fuente: Estimaciones del BCE.

Nota: Para consultar detalles sobre la metodología aplicada, véase el documento mencionado en la nota 8.

7 Véase B. van Roye, «Financial stress and economic activity in Germany and the Euro Area», *Kiel Working Papers*, n.º 1743, Kiel Institute for the World Economy, 2011.

8 El impacto de la incertidumbre se cuantifica a partir de un modelo mensual de M1 basado en el análisis de L. Stracca, «The functional form of the demand for euro area M1», *The Manchester School*, vol. 71(2), 2003, pp. 172-204.

en gran medida, de no residentes en la zona del euro). Las perturbaciones relacionadas con la incertidumbre de agosto y septiembre de 2011 dieron lugar, fundamentalmente, a un aumento de los niveles de depósitos a la vista, ya que la demanda de billetes no registró un incremento significativo. Posteriormente, parte de estos fondos salieron de M1 en octubre y noviembre de 2011, como consecuencia de la persistente incertidumbre, lo que indujo a los inversores institucionales, en especial, a desplazar algunos de los fondos previamente aparcados hacia activos de fuera de la zona del euro. Los hogares también redujeron sus tenencias de depósitos a la vista en octubre y noviembre de 2011.

Conclusión

El período actual se caracteriza por un aumento significativo de la incertidumbre en los mercados financieros, que ha influido en las decisiones de cartera de las empresas, los hogares y los inversores institucionales de la zona del euro, con el resultado de que sus tenencias de activos monetarios incluidos en el agregado monetario estrecho M1 fueron considerablemente mayores en agosto y septiembre de 2011 de lo que hubiera cabido esperar sobre los determinantes habituales de la demanda de dinero. Sin embargo, en octubre y noviembre de 2011 se observó un descenso de los depósitos a la vista (y, por ende, de las tenencias totales de M1) debido a la continua incertidumbre y las persistentes tensiones en los mercados, que indujeron a algunos inversores a desplazar fuera de la zona del euro fondos previamente aparcados. Un aumento del grado de incertidumbre puede tener un impacto notable en las decisiones de cartera y afectar también a los agregados monetarios más amplios. Por consiguiente, es necesario analizar detenidamente las fuentes del crecimiento monetario en la zona del euro antes de extraer conclusiones definitivas sobre la señal obtenida de la evolución monetaria subyacente en relación con la dinámica de los precios a medio plazo.

La tasa de crecimiento interanual de los depósitos a corto plazo distintos de los depósitos a la vista disminuyó ligeramente y se situó en el 2,1 % en noviembre, frente al 2,3 % de octubre. Sin embargo, este resultado oculta una evolución dispar de las tasas de crecimiento interanual de los dos subcomponentes. La tasa de crecimiento interanual de los depósitos a plazo hasta dos años descendió, ya que los intermediarios financieros no monetarios distintos de las empresas de seguros y fondos de pensiones (OIF) redujeron significativamente sus tenencias de este activo. En la parte relacionada con los fondos de inversión, es probable que este dato refleje la retirada de liquidez para reinvertir fondos que habían quedado temporalmente aparcados durante las tensiones observadas en los mercados financieros en los últimos meses. Las salidas mensuales registradas en el caso de las sociedades no financieras fueron compensadas, en gran parte, por las entradas observadas en los depósitos de los hogares. La tasa de crecimiento interanual de los depósitos de ahorro a corto plazo (es decir, depósitos disponibles con preaviso hasta tres meses) se mantuvo prácticamente sin variación, a pesar de las considerables entradas registradas en los depósitos de OIF y, en particular, de las sociedades no financieras.

La tasa de crecimiento interanual de los instrumentos negociables disminuyó de forma acusada y se situó en el 1,1 % en noviembre, frente al 7,8 % de octubre. La evolución de estos instrumentos estuvo totalmente determinada por el considerable descenso de la tasa de crecimiento interanual de las cesiones temporales, que reflejó tanto un efecto de base como significativas salidas mensuales, como consecuencia de la contracción de las cesiones temporales realizadas en el mercado interbancario a través de entidades de contrapartida central. De hecho, si se ajusta el crecimiento interanual de M3 por el impacto de dichas operaciones, se obtiene un crecimiento marginal en noviembre. A pesar de seguir enfrentándose a un entorno difícil, las participaciones en fondos del mercado monetario registraron entradas mensuales en el citado mes, aunque la tasa de crecimiento interanual no varió con respecto a octubre. Estas entradas fueron

reflejo, en parte, del ligero ascenso de la demanda de fondos de inversión en activos exteriores. La tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones a corto plazo (es decir, con vencimiento hasta dos años) experimentó un incremento considerable, principalmente debido a un efecto de base.

La tasa de crecimiento interanual de los depósitos de M3, que incluyen los depósitos a corto plazo y las cesiones temporales, y que constituyen el agregado monetario más amplio para el que se dispone de un detalle puntual por sectores, disminuyó hasta el 2,2 % en noviembre, un descenso notable con respecto al 3 % registrado el mes anterior. Como en octubre, esta evolución fue reflejo de las significativas salidas mensuales registradas en los depósitos del sector de OIF. Al mismo tiempo, las salidas fueron solo escasas en el caso de las empresas de seguros y fondos de pensiones y de las sociedades no financieras, mientras que los depósitos de M3 de los hogares y, en particular, de las Administraciones Públicas distintas de la Administración Central crecieron en noviembre.

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 descendió hasta el 0,8 % en noviembre, en comparación con el 1,6 % del 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 (incluidas las compras realizadas por el Eurosistema en el marco del Programa para los Mercados de Valores), que se vieron contrarrestadas parcialmente por un descenso de la tasa de crecimiento interanual de los préstamos otorgados a este sector.

Cuadro 2 Cuadro resumen de variables monetarias

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

	Saldo vivo en porcentaje de M3 ¹⁾	Tasas de crecimiento interanual					
		2010 IV	2011 I	2011 II	2011 III	2011 Oct	2011 Nov
M1	49,0	4,9	3,2	1,7	1,4	1,7	2,1
Efectivo en circulación	8,7	5,6	4,9	4,2	4,5	6,5	6,5
Depósitos a la vista	40,3	4,8	2,9	1,1	0,8	0,7	1,2
M2 - M1 (= otros depósitos a corto plazo)	38,9	-1,1	1,3	3,4	3,5	2,3	2,1
Depósitos a plazo hasta dos años	18,7	-8,7	-2,7	2,3	3,2	1,9	1,6
Depósitos disponibles con preaviso hasta tres meses	20,2	7,2	5,4	4,5	3,7	2,7	2,6
M2	87,9	2,2	2,4	2,4	2,3	1,9	2,1
M3 - M2 (= instrumentos negociables)	12,1	-3,1	-1,7	-0,3	3,0	7,8	1,1
M3	100,0	1,5	1,9	2,1	2,4	2,6	2,0
Crédito a residentes en la zona del euro		3,4	3,7	3,1	2,4	1,6	0,8
Crédito a las Administraciones Públicas		11,8	10,9	6,5	5,1	-0,5	0,2
Préstamos a las Administraciones Públicas		15,5	17,7	10,7	7,0	-1,2	-5,6
Crédito al sector privado		1,5	2,1	2,3	1,7	2,1	1,0
Préstamos al sector privado		1,7	2,4	2,6	2,5	2,7	1,7
Préstamos al sector privado ajustados de ventas y titulizaciones ²⁾		2,2	2,9	2,8	2,7	3,0	1,9
Pasivos financieros a más largo plazo (excluidos capital y reservas)		2,7	2,8	3,4	3,6	3,4	2,3

Fuente: BCE.

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

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

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 Oct	2011 Nov
Sociedades no financieras	42,3	-0,3	0,6	1,0	1,5	1,8	1,6
<i>Ajustados de ventas y titulizaciones²⁾</i>	-	0,6	1,5	1,9	2,2	2,2	1,8
Hasta un año	24,7	-4,6	-1,2	1,6	4,1	4,6	3,8
De uno a cinco años	18,2	-2,6	-2,4	-2,9	-3,6	-3,2	-3,1
Más de cinco años	57,1	2,6	2,4	2,2	2,1	2,4	2,2
Hogares³⁾	46,6	2,8	3,1	3,4	3,0	2,2	2,1
<i>Ajustados de ventas y titulizaciones²⁾</i>	-	3,0	3,1	3,0	2,7	2,5	2,3
Crédito al consumo ⁴⁾	11,9	-0,9	-0,9	-1,0	-2,0	-1,9	-2,2
Préstamos para adquisición de vivienda ⁴⁾	72,1	3,6	4,0	4,4	4,0	3,0	3,0
Otras finalidades	16,0	2,6	2,4	2,0	2,4	2,2	1,6
Empresas de seguros y fondos de pensiones	0,8	7,7	7,6	3,2	7,2	5,7	1,4
Otros intermediarios financieros no monetarios	10,3	4,8	7,1	6,0	4,0	8,5	0,4

Fuente: BCE.

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

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

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

3) Según la definición del SEC 95.

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

La tasa de crecimiento interanual del crédito otorgado al sector privado cayó hasta el 1 % en noviembre, desde el 2,1 % registrado el mes anterior. Esta evolución es consecuencia de la contracción de las tenencias de acciones y valores distintos de acciones por parte de las IFM, así como de la disminución de los préstamos concedidos por este sector. El flujo de salidas mensual de préstamos de las IFM al sector privado (ajustados de ventas y titulizaciones) fue casi igual que el de los préstamos mantenidos en los balances de estas instituciones, lo que sugiere que las ventas y titulizaciones de préstamos fueron moderadas en noviembre. Las salidas de préstamos otorgados al sector privado fueron consecuencia, principalmente, de la reducción de los préstamos concedidos por las IFM a OIF. En particular, los préstamos realizados a través de entidades de contrapartida central experimentaron un acusado descenso en noviembre, que puede reflejar, en parte, la desaparición de las cuantiosas entradas registradas en octubre, aunque también es resultado de una disminución más general de las cesiones temporales realizadas a través de entidades de contrapartida central en determinados países de la zona del euro.

La tasa de crecimiento interanual de los préstamos a las sociedades no financieras (ajustados de ventas y titulizaciones) disminuyó hasta el 1,8 % en noviembre, desde el 2,2 % del mes anterior, lo que refleja unas salidas mensuales moderadas. Estos flujos negativos se registraron tras tres meses de actividad relativamente intensa de concesión de préstamos a las sociedades no financieras entre agosto y octubre. La mayor parte de las salidas mensuales fueron atribuibles a los préstamos a corto plazo (es decir, préstamos hasta un año; véase cuadro 3), observándose un cambio de sentido con respecto a las entradas observadas en octubre. Los préstamos a largo plazo (esto es, préstamos a más de cinco años) solo registraron entradas menores. Al mismo tiempo, la heterogeneidad entre los distintos países de la zona del euro en la evolución de los préstamos siguió siendo notable, en consonancia con la desigual recuperación de la actividad económica y con las diferencias en las necesidades de financiación externa de los diversos sectores industriales, en los grados de tensión en relación con la financiación de las entidades de crédito y en los niveles de endeudamiento de las sociedades no financieras de cada país.

La tasa de crecimiento interanual de los préstamos concedidos por las IFM a los hogares (ajustados de ventas y titulaciones) descendió hasta el 2,3% en noviembre, frente al 2,5% de octubre, continuando así la desaceleración paulatina observada desde mayo de 2011. Los préstamos a hogares estuvieron apuntalados por los préstamos para adquisición de vivienda, cuya tasa de crecimiento interanual se mantuvo en el 3%, sin variación con respecto al mes anterior. El impacto de los planes públicos para apoyar a los mercados inmobiliarios de determinados países siguió siendo un importante factor impulsor de estos préstamos. Al mismo tiempo, los flujos mensuales del crédito al consumo y de otros préstamos se mantuvieron cercanos a cero, ya que las expectativas económicas de los consumidores siguieron deteriorándose. Las tasas de crecimiento interanual del crédito al consumo y de otros préstamos cayeron al -2,2% y al 1,6%, respectivamente.

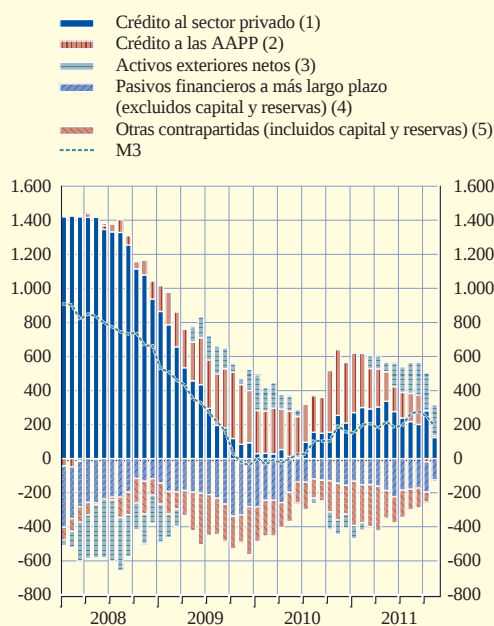
En cuanto a las demás contrapartidas de M3, la tasa de crecimiento interanual de los pasivos financieros a más largo plazo de las IFM (excluidos capital y reservas) descendió hasta el 2,3% en noviembre, frente al 3,4% de octubre, como consecuencia de la disminución de las tasas de crecimiento interanual de todos los componentes. Noviembre fue testigo de amortizaciones netas de valores distintos de acciones a largo plazo, dinámica observada desde agosto de 2011. Las escasas salidas netas registradas en el balance consolidado de las IFM en noviembre ocultan una intensa actividad de amortizaciones como consecuencia de la reducción, por parte de las entidades de crédito, de sus tenencias de estos instrumentos. Además, en dicho mes los intermediarios financieros no monetarios disminuyeron significativamente sus depósitos a plazo a más de dos años, debido en parte a la reversión de una operación de titulación. A pesar del gran incremento observado en capital y reservas en noviembre, la tasa de crecimiento interanual de esta partida cayó hasta el 6%, frente al 6,8% del mes anterior.

Los flujos interanuales de entrada registrados en la posición acreedora neta frente al exterior de las IFM disminuyeron hasta situarse en 188 mm de euros en noviembre, frente a los 224 mm de euros de octubre (véase gráfico 8), como resultado, en parte, de una cuantiosa salida mensual de 25 mm de euros. Para obtener más detalles sobre las variaciones en la posición de inversión internacional de la zona del euro en los últimos años, véase el recuadro 3.

En conjunto, la evolución observada en octubre continuó en noviembre, en líneas generales, y gran parte del débil crecimiento monetario fue consecuencia de que los inversores institucionales recortaran sus tenencias de activos monetarios. Al mismo tiempo, las presiones sobre los balances de las entidades de crédito se intensificaron en noviembre y estuvieron acompañadas por un considerable retroceso adicional de su posición acreedora neta frente al exterior. Además, el crédito de las IFM al sector privado disminuyó, ya que las IFM redujeron sus préstamos y sus tenencias de

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.

valores. La moderación del crecimiento de los préstamos se debió, en gran medida, a la contracción de los préstamos a OIF (en particular a las entidades de contrapartida central). Los modestos flujos de entrada en préstamos a hogares fueron contrarrestados, en gran medida, por un descenso de los préstamos a sociedades no financieras, que se produjo tras tres meses de actividad bastante intensa de concesión de préstamos. Corregida por el impacto de las ventas y titulizaciones, en los últimos meses la dinámica de los préstamos experimentó una moderación en términos interanuales. Por consiguiente, los datos no apuntan todavía a que se esté produciendo un recorte significativo del crédito en la zona del euro en su conjunto; sin embargo, es necesario vigilar atentamente su evolución, en especial teniendo en cuenta que los efectos en la oferta de crédito se manifiestan con retardo.

Recuadro 3

RECIENTE MEJORA DE LA POSICIÓN DE INVERSIÓN INTERNACIONAL DE LA ZONA DEL EURO

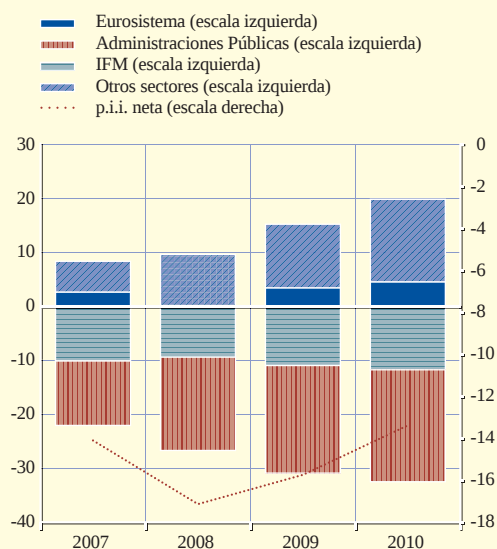
La posición de inversión internacional (p.i.i.) indica el saldo de las tenencias totales de activos exteriores en poder de residentes en la zona del euro (activos) y de las tenencias totales de activos de la zona del euro en poder de no residentes en la zona (pasivos). A continuación, se analizan los aspectos más destacados de la evolución de la p.i.i. de la zona del euro en los últimos años.

La p.i.i. neta de la zona del euro ha mejorado en los últimos años, tras el significativo deterioro experimentado en 2008, que tuvo su origen en una expansión de los pasivos netos del sector de Administraciones Públicas. Desde 2009, la p.i.i. de la zona del euro se ha ido aproximando a los niveles registrados antes de la crisis. La reducción de la posición deudora neta se debió, principalmente, a variaciones significativas favorables de los precios¹ y de los tipos de cambio, que compensaron con creces el continuo endeudamiento neto de la zona del euro, en particular por parte de las Administraciones Públicas, como consecuencia de los estabilizadores automáticos y de las medidas de estímulo fiscal adoptadas para hacer frente a la crisis financieras. Ello dio lugar a un aumento del orden de casi un 10 % del PIB en la posición deudora neta del sector de Administraciones Públicas, que solo se compensó en parte con un incremento de la posición acreedora neta de «otros sectores»² (véase gráfico A).

Para entender mejor el impacto de las variaciones de los saldos financieros que no recogen las transacciones financieras, se presenta en el gráfico B

Gráfico A Posición de inversión internacional neta de la zona del euro por sectores institucionales

(en porcentaje del PIB de la zona del euro)



Fuentes: BCE y cálculos de los expertos del BCE.
Nota: No se incluyen los derivados financieros.

1 Las variaciones de precios en la p.i.i. se refieren a las variaciones de los precios de los activos y pasivos exteriores.

2 «Otros sectores» incluye las sociedades no financieras, las instituciones financieras distintas de las IFM —es decir, los fondos de inversión, las empresas de seguros, los fondos de pensiones y otras instituciones financieras— y los hogares.

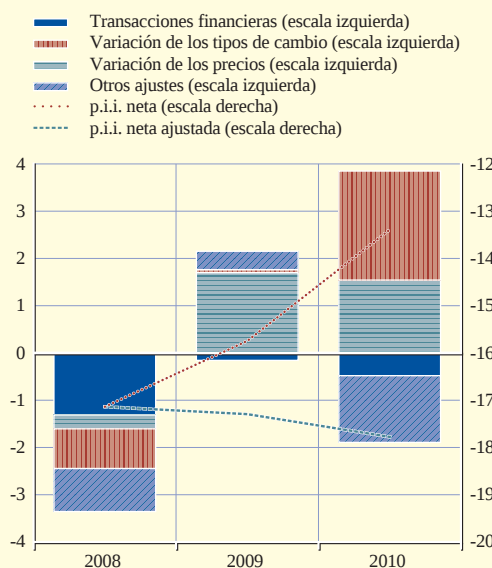
la p.i.i. comparándola con una posición exterior calculada suponiendo que no varían los rendimientos (es decir, sin variaciones de precios ni de tipos de cambio, ni otros ajustes³). Concretamente, se indica que, en las circunstancias más recientes, la posición deudora neta a finales de 2010 habría sido más de un 4% del PIB más elevada de lo que en realidad fue.

Hay tres explicaciones para justificar por qué el rendimiento de los activos exteriores de los residentes en la zona del euro observado recientemente fue mayor que el de los respectivos pasivos: la primera se refiere a la composición del balance exterior de la zona del euro, la segunda a los diferenciales de rendimiento entre las distintas categorías de activos, y la tercera al tipo de cambio. En primer lugar, la principal fuente de financiación de la zona del euro ha sido normalmente la inversión de cartera y, al mismo tiempo, la zona ha sido un exportador neto de inversión extranjera directa. En la medida en que la zona del euro se financia con instrumentos de alta calificación y mayor liquidez y, al mismo tiempo, es tenedora de activos de mayor riesgo, la distribución asimétrica de instrumentos tanto en el activo como en el pasivo es una de las causas del favorable diferencial de rendimientos de la zona. En segundo lugar, las tenencias de algunos tipos de instrumentos en poder de los inversores de la zona del euro produjeron, en promedio, un rendimiento mayor que el mismo tipo de instrumento, emitido por residentes en la zona del euro, en poder de inversores no residentes. Ello se manifiesta en el comportamiento relativamente más débil de los mercados de renta variable de la zona del euro en comparación con el resto del mundo durante el período considerado, así como en la reducción del valor de mercado de los valores distintos de acciones de la zona del euro en poder de inversores extranjeros en 2010, que, hasta cierto punto, podría haber reflejado el descenso de los precios de la deuda pública emitida por algunos países de la zona del euro. En tercer lugar, la depreciación del euro frente a otras principales monedas en 2010 —en la medida en que elevó el valor de los activos no denominados en euros— dio lugar a un notable incremento del valor de los activos de los inversores de la zona del euro.

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

Gráfico B Detalle de las variaciones de la posición de inversión internacional neta de la zona del euro

(en porcentaje del PIB de la zona del euro)



Fuentes: BCE y cálculos de los expertos del BCE.

Nota: La p.i.i. «ajustada» es la posición neta obtenida suponiendo que no se produjeran variaciones de los precios ni de los tipos de cambio, ni otros ajustes.

2.2 EMISIONES DE VALORES

La tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones emitidos por residentes en la zona del euro aumentó ligeramente, hasta el 3,4%, en octubre de 2011. El repunte de la actividad emisora por parte de las IFM y la menor tasa de contracción interanual de las emisiones de valores por parte de las instituciones financieras distintas de las IFM compensaron la reducción del crecimiento interanual de las emisiones de valores distintos de acciones por parte de las Administraciones Públicas y

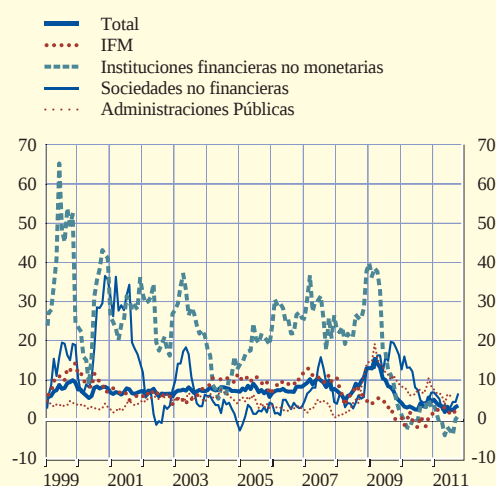
de las sociedades no financieras. Al mismo tiempo, la tasa de crecimiento interanual de la emisión de acciones cotizadas disminuyó levemente, hasta el 1,7%, como consecuencia del descenso de la actividad emisora por parte de las IFM, mientras que la emisión de acciones por parte de las sociedades no financieras y de las instituciones financieras distintas de las IFM prácticamente no varió.

VALORES DISTINTOS DE ACCIONES

En octubre de 2011, la tasa de crecimiento anualizada de los valores distintos de acciones emitidos por residentes en la zona del euro aumentó ligeramente, hasta el 3,4%, desde el 3,3% registrado el mes anterior (véase cuadro 4). Esta evolución general estuvo impulsada, sobre todo, por la menor tasa de contracción interanual de la emisión de valores a corto plazo, mientras que la tasa de crecimiento interanual de la emisión de valores a largo plazo a tipo de interés fijo se mantuvo prácticamente sin variación. Si se analizan las tendencias a corto plazo, la tasa de crecimiento semestral anualizada y desestacionalizada de las emisiones de valores distintos de acciones se incrementó hasta situarse en el 3,5% en octubre de 2011, frente al 3,1% del mes anterior (véase gráfico 9). El repunte de la tasa de crecimiento de la emisión de valores distintos de acciones a corto plazo reflejó el ascenso en todos los sectores, excepto el de Administraciones Públicas.

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.

Aunque las emisiones de valores a corto plazo han ido reduciéndose en términos interanuales 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. Dicho patrón se mantuvo en octubre

Cuadro 4 Valores emitidos por residentes en la zona del euro

Sector emisor	Saldo vivo (mm de euros) Octubre 2011	Tasas de crecimiento interanual ¹⁾					
		2010 IV	2011 I	2011 II	2011 III	2011 Sep	2011 Oct
Valores distintos de acciones	16.327	3,6	3,8	3,5	3,5	3,3	3,4
IFM	5.412	-0,1	0,6	1,1	1,9	2,3	2,9
Instituciones financieras no monetarias	3.269	1,4	1,9	0,8	-0,3	-0,5	0,0
Sociedades no financieras	859	8,4	6,2	4,1	4,9	4,8	4,5
Administraciones Públicas	6.788	7,5	7,3	6,9	6,6	5,9	5,4
De las cuales:							
Administración Central	6.181	7,1	6,7	6,1	5,9	5,1	4,7
Otras Administraciones Públicas	607	12,4	13,0	15,8	14,6	14,2	12,9
Acciones cotizadas	4.044	1,7	1,4	1,5	1,9	2,0	1,7
IFM	361	6,6	6,4	7,5	12,4	13,1	10,2
Instituciones financieras no monetarias	288	4,2	3,4	4,2	5,0	5,8	5,8
Sociedades no financieras	3.395	0,8	0,6	0,5	0,4	0,3	0,3

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».

de 2011. 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 a comienzos de 2011, pero su evolución no fue sostenida en el resto de 2011. Sin embargo, la disminución de estas emisiones registró una ligera ralentización en octubre de 2011.

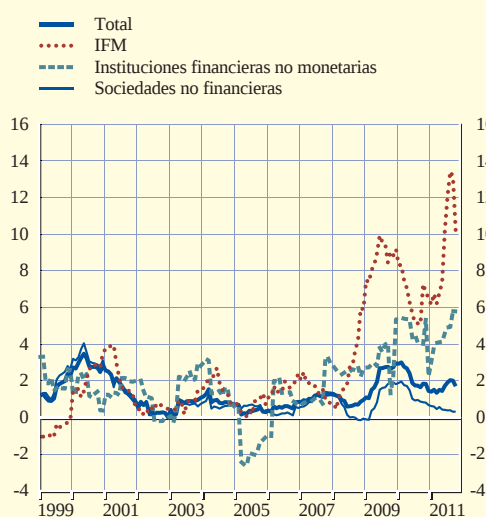
La tasa de crecimiento total de las emisiones de valores distintos de acciones registrada en octubre oculta una evolución dispar en los distintos sectores. La tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones emitidos por las sociedades no financieras disminuyó hasta situarse en el 4,5% en dicho mes, frente al 4,8% de septiembre. El ritmo de crecimiento más lento de la emisión de valores por parte del sector de sociedades no financieras debe valorarse en un entorno de empeoramiento de las perspectivas económicas y de intensificación de las tensiones en los mercados financieros. En este sentido, en un contexto de adopción de medidas para mejorar la situación presupuestaria de los distintos países, la tasa de crecimiento interanual de los valores emitidos por el sector de Administraciones Públicas se redujo de nuevo, hasta situarse en el 5,5% en octubre, frente al 5,9% de septiembre. En el sector financiero, la tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones emitidos por las IFM se incrementó un 0,6% y se situó en el 2,9% en octubre, un nivel que continúa siendo bajo en términos históricos. Las emisiones de valores de las instituciones financieras distintas de las IFM se mantuvieron en el mismo nivel que en octubre del año anterior (tasa de crecimiento interanual del 0%), en comparación con una contracción interanual del 0,3% en septiembre de 2011.

ACCIONES COTIZADAS

La tasa de crecimiento interanual de la emisión de acciones cotizadas por parte de residentes en la zona del euro disminuyó levemente, hasta situarse en el 1,7% en octubre de 2011, debido sobre todo al descenso de la actividad emisora de las IFM. La tasa de crecimiento interanual de la emisión de acciones por parte de las IFM cayó hasta el 10,2% en octubre de 2011, desde el 13,1% de septiembre (véase gráfico 10). El menor dinamismo de las emisiones de acciones por parte de las IFM de la zona del euro fue reflejo, en parte, de las continuas tensiones en los mercados financieros. Al mismo tiempo, las tasas de crecimiento interanual de las acciones cotizadas emitidas por las sociedades no financieras y por las instituciones financieras distintas de las IFM se mantuvieron casi sin variación en octubre, en el 0,3% y el 5,8%, 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 redujeron notablemente entre principios de diciembre de 2011 y comienzos de enero de 2012. En el duodécimo período de mantenimiento de 2011, que comenzó el 14 de diciembre, el eonia se mantuvo en un nivel relativamente reducido, siendo reflejo del abundante exceso de liquidez.

Los tipos de interés del mercado monetario sin garantías se redujeron notablemente entre principios de diciembre de 2011 y comienzos de enero de 2012. El 11 de enero, los tipos euríbor a un mes, a tres meses, a seis meses y a doce meses se situaron en el 0,88 %, el 1,26 %, el 1,54 % y el 1,87 %, respectivamente, es decir, 33, 22, 17 y 17 puntos básicos, respectivamente, por debajo de los niveles observados el 7 de diciembre. Además, 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 hasta situarse en 99 puntos básicos el 11 de enero (véase gráfico 11).

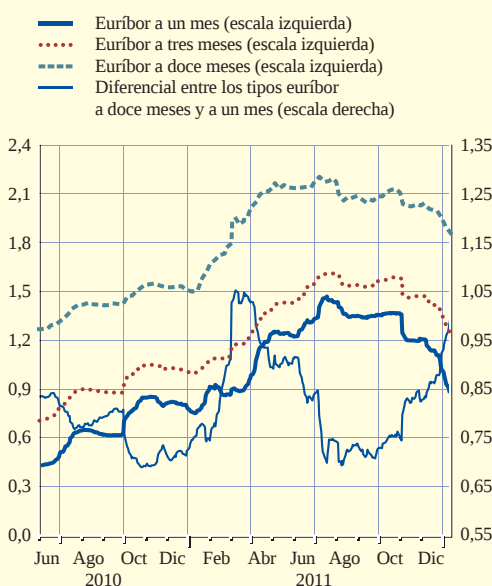
El tipo *swap* del eonia a tres meses se situó en el 0,35 % el 11 de enero, 11 puntos básicos por debajo del nivel observado el 7 de diciembre. El tipo sin garantías correspondiente se redujo 22 puntos básicos, hasta el 1,26 %, el 11 de enero, por lo que el diferencial entre el euríbor a tres meses sin garantías y el tipo *swap* del eonia al mismo plazo disminuyó 11 puntos básicos y se situó en 91 puntos básicos en dicha fecha.

El 11 de enero, los tipos de interés implícitos en los precios de los futuros del euríbor a tres meses con vencimiento en marzo, junio, septiembre y diciembre de 2012 se situaron en el 1,02 %, el 0,91 %, el 0,86 % y el 0,86 %, respectivamente, lo que representa descensos de 2, 6, 9 y 15 puntos básicos, respectivamente, en comparación con los niveles observados el 7 de diciembre.

Entre el 7 de diciembre y el 13 de diciembre, el final del undécimo período de mantenimiento de 2011, el eonia permaneció estable en torno al 0,70 %, en un contexto de continuos excesos de liquidez, antes de repuntar y situarse en el 1,02 % el último día del período de mantenimiento. Durante el resto de diciembre, el eonia registró una ligera volatilidad, manteniendo el patrón observado desde principios de año. El 14 de diciembre, este índice cayó notablemente, hasta el 0,58 %, antes de experimentar un nuevo

Gráfico 11 Tipos de interés del mercado monetario

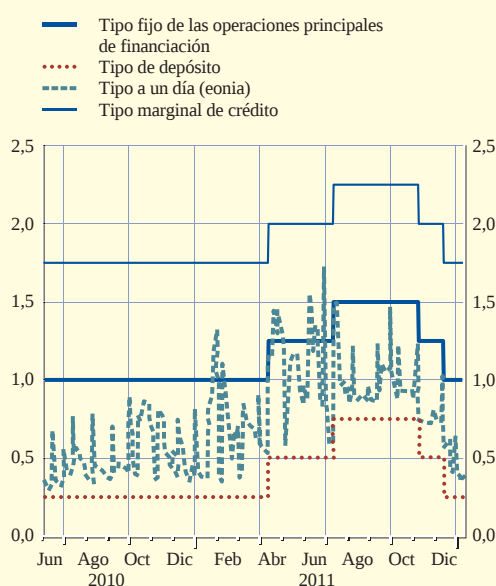
(porcentajes; diferencial en puntos porcentuales; datos diarios)



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.

y pronunciado descenso el 23 de diciembre, hasta situarse en el 0,42 %. Posteriormente fluctuó alrededor de este nivel, con excepción del último día del año, cuando repuntó y se colocó en el 0,63 %. En conjunto, el diferencial negativo entre el eonia y el tipo de interés de las operaciones principales de financiación fue reflejo del volumen total de exceso de liquidez. El 11 de enero el eonia se situó en el 0,38 %.

El Eurosistema llevó a cabo varias operaciones de financiación entre el 7 de diciembre y el 11 de enero. El 13 de diciembre efectuó una operación de ajuste en la que se absorbieron 258 mm de euros, con el fin de contrarrestar el superávit de liquidez que se originó al final del undécimo período de mantenimiento del año. En las operaciones principales de financiación del duodécimo período de mantenimiento, realizadas los días 13, 20 y 27 de diciembre y 3 y 10 de enero, el Eurosistema adjudicó 291,6 mm de euros, 169 mm de euros, 144,7 mm de euros, 130,6 mm de euros y 110,9 mm de euros, respectivamente. El Eurosistema también llevó a cabo tres operaciones de financiación a plazo más largo (OFPML) en diciembre, en las que aplicó un procedimiento de subasta a tipo de interés fijo con adjudicación plena: una operación de financiación a plazo especial efectuada el 13 de diciembre con plazo de vencimiento de un período de mantenimiento (en la que se adjudicaron 41,1 mm de euros), una OFPML a tres meses realizada el 21 de diciembre (en la que se adjudicaron 29,7 mm de euros), y una OFPML a tres años llevada a cabo en esa misma fecha (en la que se adjudicaron 489,2 mm de euros). El descenso observado en los volúmenes de adjudicación de las operaciones principales de financiación y de las OFPML con vencimientos más cortos fue reflejo del deseo del sector bancario de recibir liquidez con el plazo más largo posible. Esta operación no convencional a tres años está desempeñando un papel esencial de apoyo a la provisión de crédito a la economía, al permitir a las entidades bancarias gestionar su riesgo de liquidez. En el recuadro 4 se analiza esta cuestión con mayor profundidad.

El Eurosistema también ejecutó cinco operaciones de absorción de liquidez a una semana los días 13, 20 y 27 de diciembre y 3 y 10 de enero, aplicando un procedimiento de subasta a tipo de interés variable con un tipo máximo de puja del 1 %. Además, con estas operaciones, el Eurosistema también absorbió totalmente la liquidez proporcionada mediante las adquisiciones efectuadas en el marco del Programa para los Mercados de Valores.

El duodécimo período de mantenimiento del año, que comenzó el 14 de diciembre, se caracterizó por unos niveles elevados de exceso de liquidez, situándose el recurso medio diario a la facilidad de depósito en 378 mm de euros el 11 de enero.

Recuadro 4

EFFECTO DE LA PRIMERA OPERACIÓN DE FINANCIACIÓN A PLAZO MÁS LARGO CON VENCIMIENTO A TRES AÑOS

El objetivo de las medidas adicionales de política monetaria no convencionales adoptadas por el Consejo de Gobierno el 8 de diciembre de 2011 fue garantizar que la política monetaria siguiera transmitiéndose de manera eficaz a la economía real, apoyando con ello la capacidad de los bancos para mantener y ampliar el crédito a los hogares y a las sociedades no financieras de la zona del euro, lo que es esencial para salvaguardar la estabilidad de precios en la zona del euro.

Como parte del paquete de medidas adoptado, se anunciaron dos operaciones de financiación a plazo más largo (OFPML) con vencimiento a tres años para apoyar la oferta de crédito a la economía de la

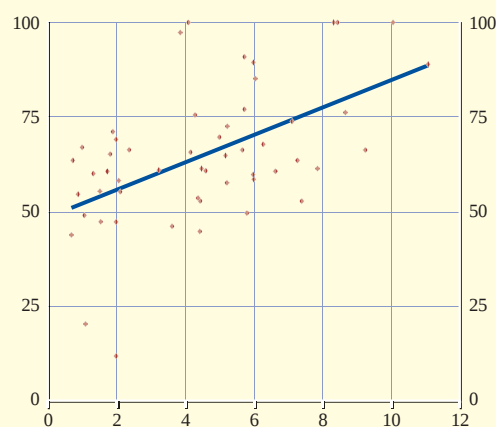
zona del euro. La primera operación se realizó en diciembre de 2011, y la segunda tendrá lugar en febrero de 2012¹. Con estas operaciones, llevadas a cabo mediante subastas a tipo de interés fijo con adjudicación plena, el Eurosistema pretende, concretamente, que las entidades de crédito sigan teniendo acceso a una financiación estable a plazos más largos. A su vez, este hecho limitará el impacto de las difíciles condiciones existentes en los mercados de financiación sobre los bancos de la zona del euro. Además, al cabo de un año las entidades de crédito tendrán la posibilidad de devolver los importes recibidos en estas operaciones, lo que les da un alto grado de flexibilidad y facilita la gestión de sus pasivos.

La primera operación, llevada a cabo el 21 de diciembre de 2011, proporcionó 489.190,75 millones a 523 entidades de crédito. En este importe se incluyen 45.721,45 millones que fueron traspasados desde la OFPML a doce meses que se adjudicó en octubre de 2011 a esta primera operación a tres años. Un total de 123 contrapartidas optaron por este cambio, mientras que 58 bancos decidieron retener los importes tomados en préstamo en la OFPML a doce meses, cuyo saldo vivo actual asciende a 11.213,00 millones. Además, la liquidez proporcionada a través de las operaciones principales de financiación con periodicidad semanal y de las OFPML a tres meses se redujo sustancialmente. En resumen, el aumento de la liquidez, en la fecha de liquidación de la OFPML a tres años, fue de 193,4 mm de euros. El importe récord adjudicado al sistema bancario en esta primera OFPML a tres años incrementó automáticamente la base monetaria y, por lo tanto, quedará reflejado, a nivel agregado, bien en las cuentas corrientes de las entidades de crédito o bien en el recurso a la facilidad de depósito, independientemente del uso que cada banco haga de la nueva liquidez disponible.

Cabe realizar algunas observaciones en relación con el comportamiento de las entidades en la subasta de la OFPML a tres años. En primer lugar, la gran cantidad de liquidez obtenida por los bancos de la zona del euro en esta operación puede considerarse reflejo de sus necesidades de financiación durante los tres próximos años, tal como se muestra en el gráfico A. Dicho con mayor precisión, midiendo las necesidades de renovación de financiación a horizontes más cortos, por ejemplo, para los próximos seis meses, si bien se capta el gran volumen de refinanciación que se precisa en el primer semestre de 2012, no se explica totalmente el comportamiento de las entidades a la hora de hacer las peticiones en la subasta. Ello sugiere que las consideraciones de financiación a medio plazo podrían haber tenido, asimismo, una influencia significativa sobre este comportamiento. De hecho, además de evaluar el riesgo de renovación de la financiación al que tienen que hacer frente los bancos, conviene tener en cuenta el plazo residual de la deuda viva de las entidades de crédito. Cuanto mayor sea ese plazo residual, menor será el riesgo de que los bancos acudan al

Gráfico A Necesidades de renovación de la financiación en los tres próximos años y comportamiento de las entidades en las subastas

(eje de ordenadas: porcentaje de valores de renta fija a largo plazo con vencimiento en 2012-2014; eje de abscisas: importe de pujas en la OFPML a tres años en porcentaje de activos totales)



Fuentes: BCE, Fitch Rating y DCM Dealogic.

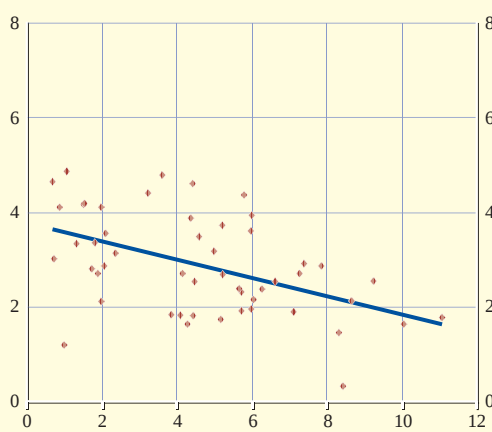
1 La primera operación fue adjudicada el 21 de diciembre de 2011 y sustituyó a la OFPML a doce meses anunciada el 6 de octubre. Se permitió a las entidades de contrapartida traspasar todos los saldos vivos recibidos en la OFPML a doce meses, adjudicada en octubre, a la primera OFPML a tres años.

mercado a financiarse en condiciones desfavorables. En el gráfico B se ilustra una clara relación negativa entre el tamaño de las pujas y el plazo residual de la deuda de las entidades, que también sugiere que las consideraciones de financiación pueden haber desempeñado un importante papel a la hora de determinar el comportamiento de las entidades en las subastas. En segundo lugar, las entidades de crédito pueden haber presentado pujas relativamente elevadas en la primera OFPML a tres años, al considerar que el tipo de interés era especialmente atractivo en relación con los tipos de interés que podían inferirse de las curvas *swap* del euríbor o también con los diferenciales exigidos por el mercado en 2011 para emitir bonos.

En resumen, el análisis indica que las consideraciones de financiación desempeñaron un importante papel en el comportamiento de las entidades en la primera OFPML a tres años, lo que confirma la opinión del Consejo de Gobierno de que las medidas anunciadas ayudarán a eliminar los obstáculos que impiden acceder a la financiación, derivados, especialmente, del contagio de la crisis de la deuda soberana a los mercados de financiación de las entidades de crédito.

Gráfico B Plazo residual de la deuda viva y comportamiento de las entidades en las subastas

[eje de ordenadas: media ponderada de los plazos residuales de los valores de renta fija a largo plazo (años); eje de abscisas: importe de pujas en la OFPML a tres años en porcentaje de activos totales]



Fuentes: BCE, Fitch Rating y DCM Dealogic.

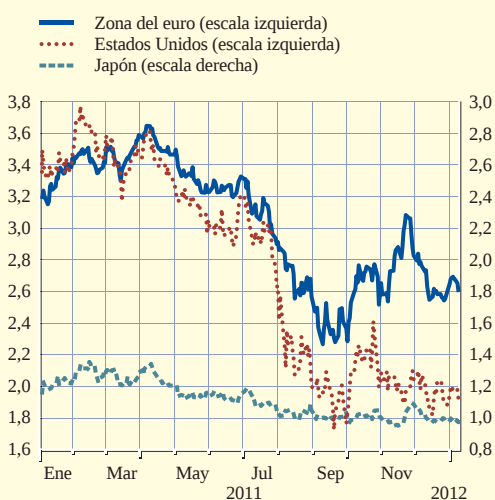
2.4 MERCADOS DE RENTA FIJA

En diciembre de 2011 y principios de enero de 2012, los rendimientos de la deuda pública a largo plazo con calificación AAA de la zona del euro descendieron de manera más acusada que los de la deuda pública correspondiente de Estados Unidos. La evolución reciente de los rendimientos de la deuda fue reflejo de la publicación de datos económicos dispares, ya que las cifras de Estados Unidos resultaron ser sorprendentemente positivas, en general, mientras que se observaron señales de empeoramiento en la zona del euro. La evolución de los rendimientos de la deuda pública en la zona del euro y, en cierta medida, también en Estados Unidos siguió evidenciando las tensiones asociadas a la crisis de la deuda soberana de la zona del euro. La publicación de datos fiscales peores de lo esperado en algunos países de la zona, así como el riesgo de rebaja de la calificación crediticia de muchos de ellos, influyeron en el clima de los mercados. La incertidumbre acerca del comportamiento futuro de los mercados de renta fija, medida por la volatilidad implícita de estos mercados, disminuyó tanto en la zona del euro como en Estados Unidos. Dentro de la zona del euro, los diferenciales de rendimiento de la deuda soberana se estrecharon ligeramente para la mayor parte de los países. Al mismo tiempo, los indicadores de mercado sugieren que las expectativas de inflación de los participantes en el mercado siguen estando plenamente en consonancia con la estabilidad de precios.

Entre finales de noviembre de 2011 y el 11 de enero de 2012, los rendimientos de la deuda pública a largo plazo con calificación AAA de la zona del euro se redujeron 40 puntos básicos y se situaron en el 2,6% al final del período analizado. En Estados Unidos, los rendimientos de la deuda a largo plazo disminuyeron 15 puntos básicos, y se situaron en el 1,9% el 11 de enero (véase gráfico 13). En consecuencia,

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.

el diferencial de tipos de interés nominales entre los rendimientos de la deuda pública a diez años de Estados Unidos y los de la zona del euro se estrechó durante el período de referencia. En Japón, los rendimientos de la deuda pública al mismo plazo descendieron 10 puntos básicos durante el período considerado, situándose en el 1 % el 11 de enero.

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 redujo con respecto a las elevadas cotas máximas alcanzadas en noviembre de 2011 cuando se intensificaron las tensiones en los mercados de deuda soberana. La volatilidad implícita de los mercados de renta fija de Estados Unidos retornó a niveles más acordes con las condiciones imperantes antes de la crisis, aunque en la zona del euro siguió siendo pronunciada.

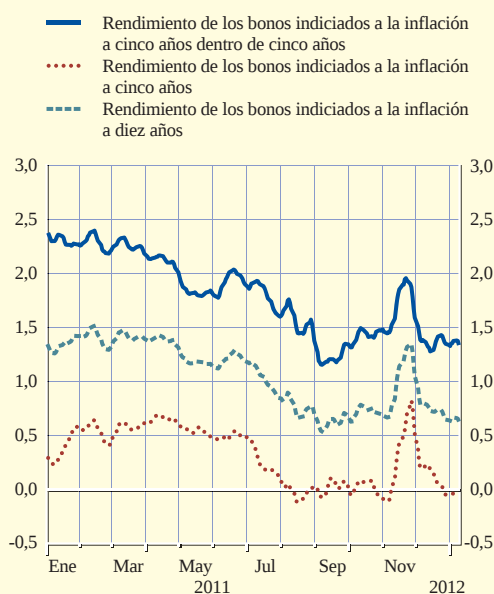
Durante el período de referencia, la evolución de los rendimientos de la deuda pública a largo plazo con calificación AAA de la zona del euro y de Estados Unidos siguió reflejando las tensiones asociadas a la crisis de la deuda soberana de la zona del euro. En particular, la preocupación en torno a la aplicación y la aprobación institucional del acuerdo alcanzado en la cumbre de la UE de principios de diciembre de 2011 influyó en el clima de los mercados y provocó una búsqueda de activos más seguros que hizo que las presiones a la baja influyeran en los rendimientos de la deuda pública con calificación AAA de los países de la zona del euro. Los rendimientos de la deuda pública a largo plazo de Estados Unidos se vieron impulsados, en cierta medida, por la publicación de datos económicos mejores de lo esperado, pero la inquietud asociada a la crisis de la deuda soberana de la zona del euro siguió ejerciendo presiones bajistas sobre los rendimientos de la deuda a largo plazo de Estados Unidos. Entre los aspectos más positivos se ha de mencionar que las medidas adoptadas conjuntamente por el BCE y otros cinco bancos centrales para proporcionar liquidez al sistema financiero mundial, así como las medidas de liquidez no convencionales introducidas por el BCE a principios de diciembre, contribuyeron a mejorar el clima de los mercados.

Durante el período de referencia, los diferenciales de rendimiento de la deuda soberana frente a la de Alemania se redujeron ligeramente en la mayor parte de los países de la zona del euro. La publicación de datos fiscales peores de lo esperado en algunos países de la zona, el riesgo de rebaja de la calificación crediticia de muchos de ellos y la preocupación de los mercados acerca de la solidez de las entidades de crédito y la recapitalización del sistema bancario ejercieron presiones al alza sobre algunos diferenciales soberanos. Al mismo tiempo, el anuncio de medidas de austeridad adicionales por parte de algunos Gobiernos de países de la zona contribuyó a aliviar las tensiones en los mercados.

Los rendimientos de la deuda pública a cinco y a diez años indiciada a la inflación de la zona del euro se redujeron unos 50 puntos básicos durante el período considerado (véase gráfico 14). El 11 de enero, el rendimiento real *spot* a cinco y diez años era del 0 % y el 0,6 %, respectivamente. En el mismo

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

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

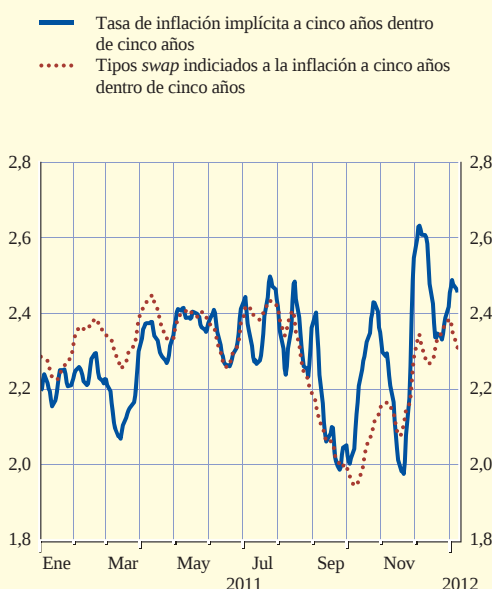


Fuentes: Thomson Reuters y cálculos del BCE.

Nota: Desde finales de agosto de 2011, los tipos reales se calculan como media ponderada por el PIB de los tipos reales de Francia y Alemania, estimados por separado. Antes de esa fecha, los tipos reales se calculaban estimando una curva combinada de rendimientos reales para Francia y Alemania.

Gráfico 15 Tasas de inflación implícitas en los bonos cupón cero de la zona del euro y tipos *swap* indicados a la inflación

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



Fuentes: Thomson Reuters y cálculos del BCE.

Nota: Desde finales de agosto de 2011, las tasas de inflación implícitas se calculan como media ponderada por el PIB de las tasas de inflación implícitas de Francia y Alemania, estimadas por separado. Antes de esa fecha, las tasas de inflación implícitas se calculaban comparando los rendimientos de la curva de rendimientos nominales de la deuda de la zona del euro con calificación AAA con una curva combinada de rendimientos reales obtenida a partir de la deuda pública indicados a la inflación de Francia y Alemania.

período, las tasas de inflación implícitas a cinco años dentro de cinco años de la zona del euro disminuyeron 10 puntos básicos, situándose en el 2,5% el 11 de enero (véase gráfico 15). Los correspondientes tipos *swap* indicados a la inflación prácticamente no se modificaron y en la misma fecha se situaron en el 2,3%. Las tasas de inflación implícitas han continuado siendo variables en los últimos meses, reflejo de la considerable volatilidad de los mercados de deuda pública y de las elevadas y volátiles primas de liquidez. Por tanto, las expectativas de inflación obtenidas de los mercados de renta fija han sido más volátiles que las basadas en las señales recibidas de los mercados de *swaps* indicados a la inflación. En conjunto, los indicadores de mercado sugieren que las expectativas de inflación de los participantes en los mercados siguen estando plenamente 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 noviembre, la estructura temporal de los tipos *forward* a corto plazo se desplazó a la baja unos 40 puntos básicos para todos los horizontes. Esta evolución se debió principalmente a ajustes de las expectativas de rendimientos y a un ligero deterioro de las perspectivas para la actividad económica.

Los diferenciales de los valores de renta fija privada con grado de inversión emitidos por las sociedades no financieras prácticamente no se modificaron durante el período analizado. 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 de manera más acusada en las de calificación más baja. Pese al descenso registrado recientemente, los diferenciales se mantuvieron muy por encima de los niveles anteriores a la crisis y sin distar mucho de los máximos observados en el verano y en noviembre de 2011. En este contexto de necesidad de recapitalizaciones adicionales, el coste nominal de la financiación mediante valores de renta fija para las instituciones financieras de la zona del euro sigue siendo elevado y la obtención de fondos en los mercados de renta fija sin garantías continúa planteando muchas dificultades a la mayoría de estas instituciones.

2.5 TIPOS DE INTERÉS DE LOS PRÉSTAMOS Y DE LOS DEPÓSITOS

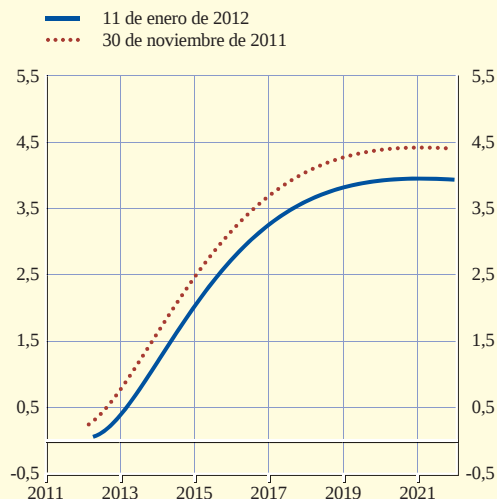
En noviembre de 2011, los tipos de interés aplicados por las IFM tendieron a descender en todas las categorías de préstamos y en todos los plazos. Los tipos aplicados a los préstamos y créditos experimentaron un descenso particularmente acusado en el caso de los préstamos a corto plazo de más de un millón de euros concedidos a las empresas, mientras que las caídas registradas en los demás casos fueron más moderadas.

En noviembre de 2011, los tipos de interés a corto plazo aplicados por las IFM tendieron a descender no solo en el caso de los depósitos, sino también en el de la mayoría de las categorías de préstamos. Los tipos de interés de los depósitos a corto plazo experimentaron una caída más acusada en los depósitos a plazo hasta un año de los hogares, mientras que las reducciones observadas en los depósitos disponibles con preaviso hasta tres meses de este sector y en los de las sociedades no financieras fueron más moderadas (véase gráfico 17). Los tipos de interés aplicados por las IFM a los préstamos a corto plazo concedidos a los hogares solo descendieron ligeramente, 1 punto básico, en el caso de los préstamos para adquisición de vivienda, mientras que en el del crédito al consumo el descenso fue de unos 5 puntos básicos. Los tipos de interés de los descubiertos de las sociedades no financieras cayeron alrededor de 2 puntos básicos. En noviembre de 2011, los tipos de interés aplicados por las IFM a los préstamos hasta un millón de euros concedidos a las empresas se incrementaron ligeramente, 6 puntos básicos, mientras que los de los préstamos de más de un millón de euros y hasta un año de fijación del tipo inicial cayeron 14 puntos básicos. Como el euríbor retrocedió 12 puntos básicos tras el recorte de los tipos de interés oficiales del BCE en noviembre de 2011, aumentó el diferencial frente a los tipos de interés aplicados por las IFM a los préstamos a corto plazo concedidos a los hogares, mientras que se redujo ligeramente frente a los tipos de interés de los préstamos de más de un millón de euros otorgados a las sociedades no financieras (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

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.

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)

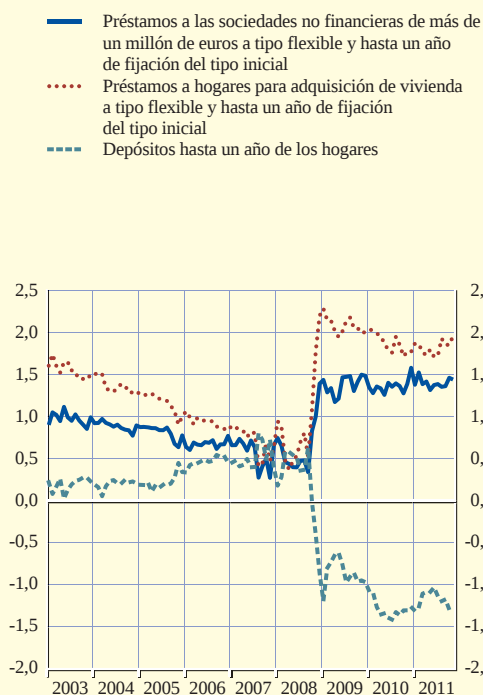


Fuente: BCE.

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).

observadas en los tipos de interés de mercado a los tipos aplicados por las entidades de crédito a los préstamos y 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 la evolución más reciente, las regularidades históricas sugerirían que los descensos de los tipos de mercado deberían quedar reflejados gradualmente en los tipos de interés aplicados a los préstamos, en particular considerando que las medidas no convencionales más recientes adoptadas por el BCE tenían por objeto asegurar el funcionamiento adecuado del mecanismo de transmisión de la política monetaria.

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 en noviembre de 2011 (véase gráfico 19). Más concretamente, los tipos de los préstamos a hogares para adquisición de vivienda a más de cinco años y hasta diez años de fijación del tipo inicial experimentaron

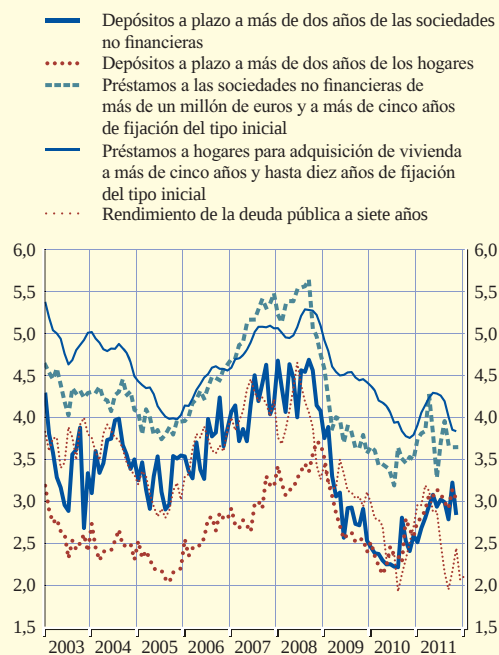
un ligero descenso de 2 puntos básicos. Los tipos de interés de los préstamos hasta un millón de euros y más de cinco años de fijación del tipo inicial otorgados a empresas también se redujeron levemente, mientras que los de los préstamos de más de un millón de euros con un plazo de vencimiento similar prácticamente no variaron.

En noviembre de 2011, los diferenciales con respecto al rendimiento de la deuda pública a siete años con calificación AAA cayeron de manera pronunciada, debido principalmente al aumento de los rendimientos de la deuda pública en un entorno de persistente inquietud en torno a la situación fiscal de algunos países de la zona del euro. 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 descendió 30 puntos básicos, hasta el 1,4 %. 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 también se redujo, 27 puntos básicos, hasta situarse en el 1,2 %.

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 los préstamos a largo plazo de más de un millón de euros a este último sector han evolucionado de manera más acorde con los rendimientos de la deuda pública a largo plazo con calificación AAA. Las regularidades históricas observadas entre los tipos de interés a largo plazo aplicados a los préstamos y créditos y los rendimientos de la deuda pública con calificación AAA correspondiente pueden haberse visto considerablemente distorsionadas por las vulnerabilidades de los balances de las entidades de crédito de la zona del euro y las tensiones relacionadas con sus costes de financiación, así como por la prima de liquidez incorporada a los rendimientos de la deuda soberana con calificación AAA.

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 diciembre de 2011 y principios de enero de 2012, las cotizaciones bursátiles subieron tanto en la zona del euro como en Estados Unidos. Las tensiones en los mercados de deuda soberana de la zona siguieron determinando el clima de los mercados, mientras que el impacto de la publicación de los datos macroeconómicos continuó siendo, en general, poco favorable. En Estados Unidos, por el contrario, la publicación de los datos económicos y las expectativas de ingresos tuvieron, en conjunto, un efecto más positivo y respaldaron las cotizaciones. La incertidumbre en los mercados bursátiles, medida por la volatilidad implícita, se redujo a ambos lados del Atlántico, aunque se mantuvo en niveles elevados.

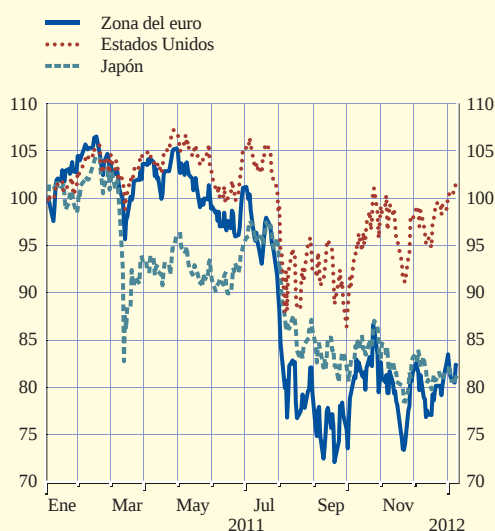
En el período considerado, los precios de las acciones aumentaron tanto en la zona del euro como en Estados Unidos. En general, las cotizaciones bursátiles en la zona, medidas por el índice Dow Jones EURO STOXX amplio, se incrementaron un 1 % entre finales de noviembre y el 11 de enero de 2012. Al mismo tiempo, en Estados Unidos el índice Standard and Poor's 500 registró una subida del 3,7 % (véase gráfico 20). Durante el mismo período, las cotizaciones en Japón, medidas por el índice Nikkei 225, aumentaron un 0,2 %.

Durante el período analizado, las tensiones en los mercados de deuda soberana de la zona del euro siguieron siendo el principal factor determinante de la evolución observada en los mercados de renta variable de la zona. Los efectos de la publicación de los datos macroeconómicos de la zona del euro continuaron siendo, en general, poco favorables, y los analistas privados revisaron a la baja las perspectivas de crecimiento. El anuncio de beneficios en la zona del euro no resultó ser mejor de lo previsto y las expectativas de beneficios en el largo plazo mantuvieron su tendencia decreciente. En Estados Unidos, por el contrario, la publicación de los datos económicos, en general, y de los relacionados con la situación del empleo y del sector hogares, en particular, constituyó de nuevo una sorpresa positiva. El anuncio de beneficios en Estados Unidos también supuso un respaldo para la favorable evolución de las cotizaciones.

Tanto en la zona del euro como en Estados Unidos, la incertidumbre existente en el mercado de renta variables medida por la volatilidad implícita, se redujo ligeramente durante el período considerado (véase gráfico 21). A comienzos de enero, la volatilidad implícita se mantuvo en niveles significativamente más elevados en la zona del euro que en Estados Unidos, como consecuencia, fundamentalmente,

Gráfico 20 Índices bursátiles

(índice: 1 de enero de 2011 = 100; datos diarios)

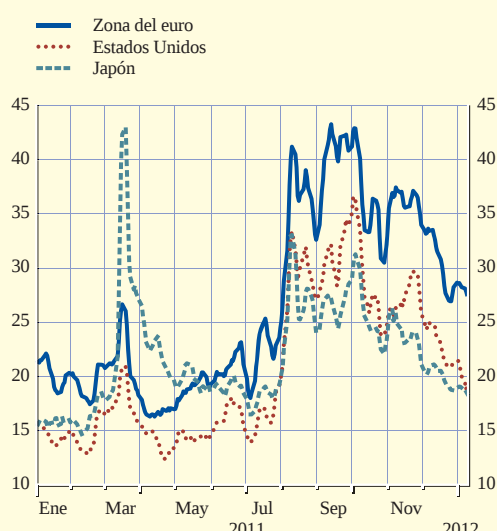


Fuentes: Thomson Reuters.

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

Gráfico 21 Volatilidad implícita en 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.

de la propagación de las tensiones existentes en los mercados de deuda soberana a los mercados de renta variable, ambos de la zona del euro. La volatilidad implícita en los mercados de renta variable se mantuvo en valores próximos a los observados en mayo a ambos lado del Atlántico.

En lo que se refiere a la evolución por sectores, el aumento de las cotizaciones bursátiles en la zona del euro estuvo impulsado por los valores no financieros. Las cotizaciones del sector financiero en la zona del euro registraron una caída cercana al 1,7% en el período de referencia. En contraposición con la evolución del sector financiero, las cotizaciones correspondientes al sector no financiero se incrementaron un 1,8% durante el mismo período. La rebaja de la calificación crediticia de algunos de los principales bancos de la zona y el anuncio de que se estaba considerando la rebaja de la calificación de la deuda subordinada emitida por un gran número de entidades de crédito de la zona del euro afectó negativamente al clima existente en el mercado. Además, la inquietud acerca de las perspectivas de recapitalización de las entidades de crédito de la zona del euro de conformidad con la recomendación de la Autoridad Bancaria Europea también contribuyó al descenso de las cotizaciones del sector financiero. En cambio, los índices bursátiles de Estados Unidos mejoraron en todos los sectores.

3 PRECIOS Y COSTES

Según el avance de Eurostat, la inflación interanual medida por el IAPC de la zona del euro fue del 2,8% en diciembre de 2011, frente al 3% de los tres meses anteriores. Este descenso era esperado y responde a un efecto base a la baja procedente de los precios de la energía. Las tasas de inflación han estado en niveles elevados desde finales de 2010, como consecuencia principalmente de la subida de los precios de la energía y de otras materias primas. De cara al futuro, es probable que se mantengan por encima del 2% durante varios meses, antes de caer por debajo del 2%. Este patrón refleja la expectativa de que, en un entorno de crecimiento económico más débil en la zona del euro y a escala mundial, las presiones subyacentes sobre los precios, los salarios y los costes en la zona del euro sigan siendo moderadas. Los riesgos para las perspectivas de evolución de los precios a medio plazo continúan estando, en general, equilibrados.

3.1 PRECIOS DE CONSUMO

Según el avance de Eurostat, la inflación interanual medida por el IAPC de la zona del euro fue del 2,8% en diciembre de 2011, frente al 3% de los tres meses precedentes (véase cuadro 5). Este descenso de la tasa de variación interanual del IAPC se debió a un efecto de base de -0,2 puntos porcentuales procedente del componente energético. Los precios de la energía fueron el principal factor determinante de las elevadas tasas de inflación medida por el IAPC observadas en 2011, ya que supusieron casi la mitad de la tasa total del 2,7% registrada en los once primeros meses del año, una proporción considerablemente superior a su peso (alrededor de una décima parte) en la cesta del IAPC. Para obtener información más detallada sobre la evolución reciente de los precios de consumo del petróleo, véase el recuadro 5, titulado «La evolución de los precios de consumo de los productos derivados del petróleo en 2011».

En noviembre de 2011, el último mes para el que se dispone de una desagregación oficial del IAPC, la tasa de crecimiento interanual de la inflación medida por el IAPC general se mantuvo estable, en el 3%, en comparación con la observada en octubre (véase gráfico 22), debido a que el ligero descenso de los precios de la energía quedó contrarrestado con unas tasas de variación interanual de los precios de los alimentos elaborados y de los servicios algo más elevadas.

Si se consideran con más detalle los principales componentes del IAPC, la inflación de la energía descendió ligeramente en noviembre, hasta el 12,3%, desde el 12,4% de octubre, como consecuencia de un efecto de base a la baja. Esta disminución fue reflejo, en gran medida, de la reducción de la tasa de

Cuadro 5 Evolución de los precios

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

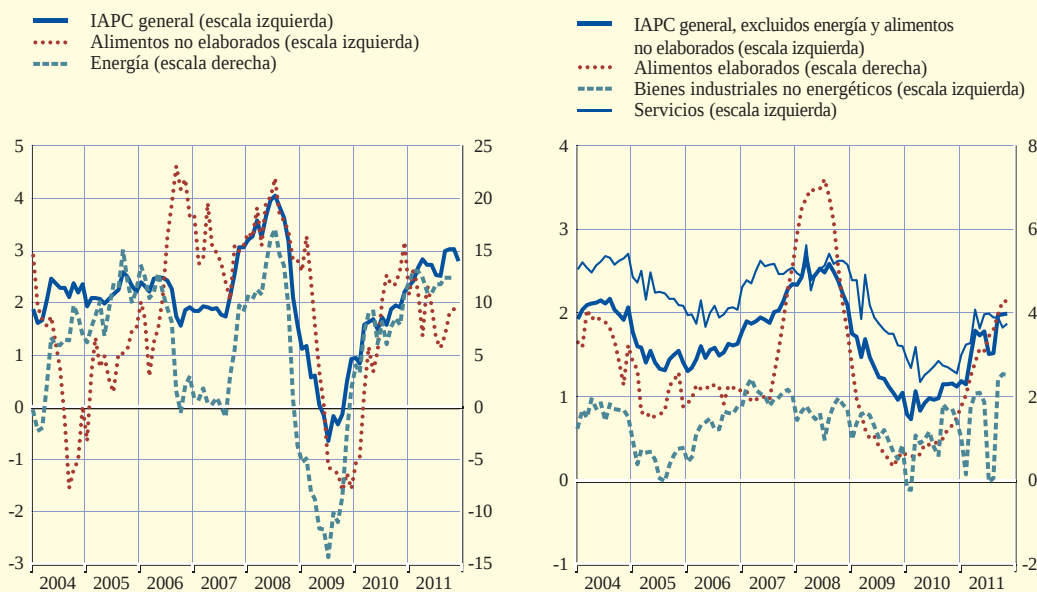
	2010	2011	2011 Jul	2011 Ago	2011 Sep	2011 Oct	2011 Nov	2011 Dic
IAPC y sus componentes								
Índice general ¹⁾	1,6	.	2,5	2,5	3,0	3,0	3,0	2,8
Energía	7,4	.	11,8	11,8	12,4	12,4	12,3	.
Alimentos no elaborados	1,3	.	1,3	1,1	1,4	1,8	1,9	.
Alimentos elaborados	0,9	.	3,4	3,6	4,0	4,3	4,3	.
Bienes industriales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

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

1) La inflación medida por el IAPC de diciembre 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.

variación interanual de los precios de los combustibles y lubricantes para vehículos privados, que compensó con creces el aumento de la tasa de variación interanual de los precios de los combustibles líquidos, mientras que las tasas de variación interanual de los precios de los otros componentes energéticos se mantuvieron estables.

Recuadro 5

LA EVOLUCIÓN DE LOS PRECIOS DE CONSUMO DE LOS PRODUCTOS DERIVADOS DEL PETRÓLEO EN 2011

El aumento de los precios de consumo de la energía fue un factor determinante de las elevadas tasas de inflación medida por el IAPC de 2011, ya que supuso casi la mitad de la tasa total del 2,7% registrada en los once primeros meses del año, una proporción considerablemente superior a su peso (alrededor de una décima parte) en la cesta del IAPC. Dentro de la inflación de los precios de la energía (12,1%) en ese mismo período, los precios de los productos derivados del petróleo (combustibles para transporte y combustibles líquidos para calefacción) se incrementaron el doble (15,8%) que los de los productos energéticos no derivados del petróleo (7,9%)¹. En este recuadro se explica el comportamiento de los precios de consumo de los derivados del petróleo descomponiendo la evolución de 2011 en sus principales factores determinantes. El análisis se lleva a cabo mediante una representación

1 Entre los productos derivados del petróleo, las tasas medias de variación interanual fueron del 14% para el combustible para transporte y el 24,8% para los combustibles líquidos para calefacción. Entre los productos energéticos no derivados del petróleo, las tasas medias de variación interanual fueron del 8,7% en el caso del gas natural y el 7,5% en el de la electricidad (los otros dos productos energéticos no derivados del petróleo, la energía calórica y los combustibles sólidos, que tienen un peso menor en el IAPC, aumentaron un promedio del 7,2% y el 3,3%, respectivamente).

simplificada de la cadena de precios de los productos derivados del petróleo, que comienza con los precios internacionales del crudo, continúa con el proceso de refino y la distribución a los consumidores y finaliza con la aplicación de impuestos².

Precios del crudo y de los productos refinados

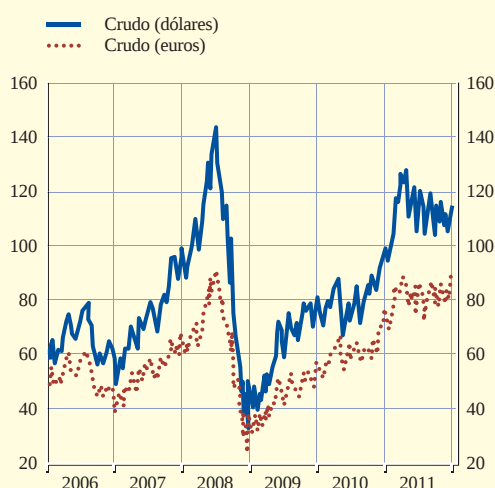
El principal factor determinante del aumento de los precios de consumo de los productos derivados del petróleo en 2011 fue la evolución de los precios del crudo, que, en promedio, se situaron en torno a los 110 dólares estadounidenses por barril, un aumento significativo en relación con los niveles medios observados en 2010 (80 dólares por barril). No obstante, aunque los productos petrolíferos (tanto el crudo como los productos de refino) suelen negociarse en dólares estadounidenses en los mercados internacionales, para entender su impacto sobre los precios de consumo de la zona del euro y, en particular, el comportamiento de los márgenes de distribución, lo importante es su precio en euros. A este respecto, en promedio, el tipo de cambio del euro frente al dólar fue más elevado en 2011 que en 2010, aunque disminuyó durante el año. Por consiguiente, a diferencia del perfil ligeramente descendente de los precios del crudo en dólares, entre marzo y diciembre de 2011, los precios en euros fluctuaron en torno a un nivel ligeramente por encima de los 80 euros por barril (véase gráfico A). Con todo, dado que los niveles registrados en 2010 fueron mucho más bajos, esto se tradujo en unas tasas de crecimiento interanual acusadas, que se mantendrán hasta marzo de 2012, aproximadamente. Siempre que los precios del petróleo no experimenten una subida considerable, la inflación interanual de los precios de la energía debería disminuir como consecuencia de efectos de base negativos.

La siguiente fase importante en la cadena de precios es el proceso de refino. Antes de que el crudo pueda ser utilizado por los consumidores debe refinarse para obtener gasolina o gasóleo, pudiendo emplearse este último para transporte y para calefacción. El gráfico B muestra los márgenes de refino

2 Para una descripción y un análisis más detallados, véase A. Meyler «The pass-through of oil prices into euro area consumer liquid fuel prices in an environment of high and volatile oil prices», *Energy Economics*, vol. 31, n.º 6, pp. 867-881.

Gráfico A Precios del crudo (brent)

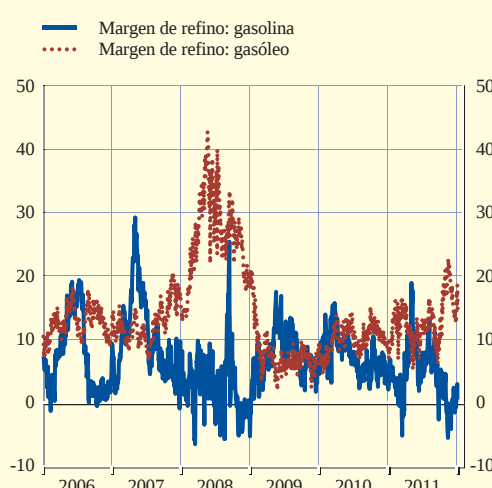
(dólares/euros por barril)



Fuentes: Bloomberg, Thomson Reuters y cálculos del BCE.

Gráfico B Márgenes de refino

(dólares por barril)



Fuentes: Bloomberg, Thomson Reuters y cálculos del BCE.

de la gasolina y el gasóleo refinados, que se calculan simplemente como la diferencia entre el precio del producto refinado y el del crudo³. Los márgenes de refino del gasóleo fluctuaron en torno a un nivel ligeramente por encima de 10 dólares por barril durante la mayor parte de 2011, antes de aumentar sustancialmente hasta situarse en unos 20 dólares por barril durante un breve período a finales de noviembre y principios de diciembre. Sin embargo, los márgenes de la gasolina mostraron un patrón bastante diferente y registraron oscilaciones considerables, de entre 0 y 10 dólares, durante gran parte de 2011, aunque se situaron en terreno negativo a finales de noviembre y comienzos de diciembre (esto es, el precio de la gasolina refinada era inferior al del crudo).

Una de las causas de la diferencia observada entre los márgenes de refino hacia finales de año puede radicar en el hecho de que se considera que, estructuralmente, Europa tiene «abundancia» de gasolina (es decir, produce más de la que necesita), pero «escasez» de gasóleo (el porcentaje de automóviles diésel en los nuevos vehículos matriculados aumentó considerablemente en la década de 2000; además, el gasóleo es el principal tipo de combustible utilizado en los vehículos de carga). Esta abundancia estructural de gasolina puede verse acentuada por el hecho de que el proceso de refino generalmente exige que, para incrementar la producción de gasóleo, las empresas de refino también tengan que aumentar la de gasolina (ya que ambos son productos del proceso de refino). Es posible que estas características estructurales del mercado, junto con el comienzo del invierno (cuando se eleva la demanda de combustibles líquidos para calefacción), hayan sido los principales factores determinantes de la acusada divergencia detectada recientemente en los márgenes de refino de la gasolina y el gasóleo.

Distribución e impuestos

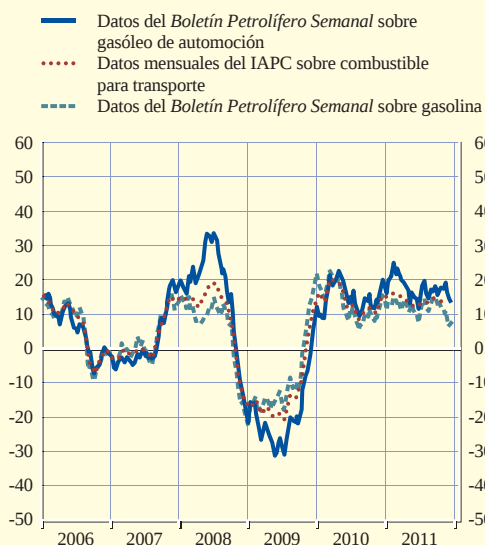
Las siguientes fases en la cadena de precios son la distribución de los productos refinados a los consumidores y la aplicación de impuestos. Para estimar los márgenes de distribución y el impacto de los impuestos, el BCE utiliza datos de los precios de consumo de los combustibles para transporte y de los combustibles líquidos para calefacción del Boletín Petrolífero Semanal de la Comisión Europea, que, a diferencia de los datos del IAPC: i) están disponibles en términos de nivel de precios (es decir, céntimos de euro por litro), en lugar de en índices; ii) se proporcionan incluyendo y excluyendo impuestos, y iii) en el caso del combustible para transporte, se descomponen en gasolina y gasóleo⁴. Los gráficos C y D, que presentan las tasas de variación interanual de los datos del Boletín Petrolífero Semanal junto con los datos mensuales del IAPC, muestran que, aunque los datos del Boletín no son estadísticas oficiales de los precios de consumo, captan muy bien la evolución de las cifras oficiales del IAPC. Además, como incluyen los precios de la gasolina y el gasóleo, puede apreciarse que, en promedio, los precios del gasóleo aumentaron a un ritmo más intenso (17,5 %) que los de la gasolina (12 %) en 2011, lo que puede deberse a diferencias en los márgenes de refino, como se ha indicado anteriormente. También se apreció un aumento de la tasa de variación interanual de los precios de los combustibles líquidos para calefacción (en promedio, alrededor del 25 %), lo que fue atribuible no solo a los márgenes de refino (que también influyeron en los precios del gasóleo de automoción), sino también a que los impuestos especiales que gravan el gasóleo de calefacción son inferiores a los de otros derivados del petróleo. Como los impuestos

3 El margen real de la empresa de refino puede depender del tipo específico de crudo utilizado como factor productivo, del precio de los otros productos refinados obtenidos y de factores de coste no relacionados con el petróleo.

4 Estos datos pueden consultarse en http://ec.europa.eu/energy/observatory/oil/bulletin_en.htm. Además de facilitarse en términos de precios antes y después de impuestos, estos datos tienen otras características interesantes, concretamente que están disponibles con alta frecuencia (semanal) y puntualidad (los datos sobre los precios de consumo del lunes suelen estar disponibles el miércoles o el jueves de la misma semana).

Gráfico C Combustibles para transporte

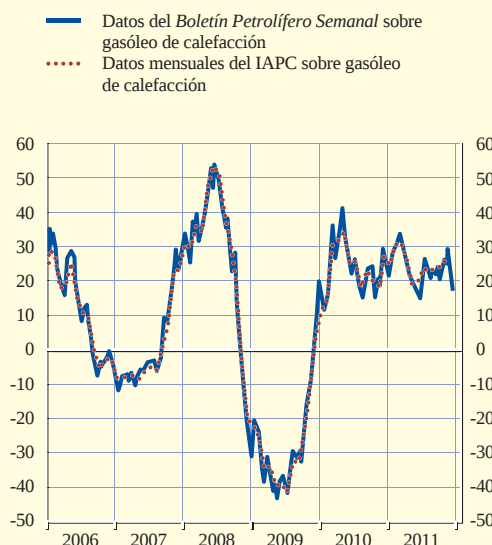
(tasas de variación interanual)



Fuentes: Comisión Europea (DG ENER), Eurostat y cálculos del BCE.

Gráfico D Combustibles líquidos para calefacción

(tasas de variación interanual)



Fuentes: Comisión Europea (DG ENER), Eurostat y cálculos del BCE.

especiales son importes fijos, unos impuestos especiales más elevados (más bajos) hacen que la tasa de variación de los precios de consumo se reduzca (se incremente) en respuesta a una tasa de variación determinada de los precios del petróleo.

Para cuantificar las contribuciones de los distintos factores a la evolución de los precios de consumo del petróleo en 2011, en el cuadro se presenta una estimación de la descomposición de los precios de consumo de los productos derivados del petróleo (basada en datos del Boletín Petrolífero semanal), en la que cada componente se ha convertido en céntimos de euro por litro con el fin de realizar una comparación. En comparación con 2010, en 2011, el precio de la gasolina con impuestos incluidos aumentó, en promedio, 16 céntimos de euro por litro, hasta situarse en 151 céntimos de euro en la zona del euro. En cambio, debido a que los impuestos indirectos son más reducidos, los precios del gasóleo de automoción y del gasóleo de calefacción se mantuvieron en niveles más bajos, en promedio, en 2011 (135 y 91 céntimos de euro por litro, respectivamente), aunque las subidas de precios fueron más acusadas (20 y 18 céntimos de euro por litro, respectivamente).

El factor común más importante que contribuyó a estos aumentos fue la subida de los precios del crudo (12,7 céntimos de euro por litro). Los impuestos fueron el segundo factor más relevante, con una combinación de incrementos de los impuestos especiales y de efectos «multiplicadores» procedentes del impuesto sobre el valor añadido (IVA). Estos efectos se deben al hecho de que el IVA es un porcentaje del precio antes de impuestos más el impuesto especial y, por tanto, una subida de los precios antes de impuestos o de los impuestos especiales también provocará un aumento del IVA. El impacto real causado por los incrementos de los tipos del IVA (en promedio, entre 0,2 y 0,4 puntos porcentuales) fue más reducido. En todos los casos, los impuestos impulsaron al alza el precio de consumo, registrándose la subida más acusada en el gasóleo de automoción (4,8 céntimos de euro

Estimación de la descomposición de los precios medios de consumo de los productos derivados del petróleo en la zona del euro

(céntimos de euro por litro, salvo indicación en contrario)

	Gasolina			Gasóleo de automoción			Gasóleo de calefacción		
	2010	2011	Variación	2010	2011	Variación	2010	2011	Variación
Crudo	38,0	50,7	12,7	38,0	50,7	12,7	38,0	50,7	12,7
Costes y márgenes de refino	3,5	2,0	-1,6	4,8	5,8	1,0	4,8	5,8	1,0
Costes y márgenes de distribución	12,2	13,0	0,8	12,9	14,5	1,6	9,7	10,1	0,4
Precio de consumo antes de impuestos	53,7	65,7	12,0	55,7	71,0	15,3	52,5	66,6	14,1
Impuestos, de los cuales:	81,3	85,5	4,2	59,4	64,2	4,8	21,0	24,5	3,5
Impuestos especiales	59,3	60,5	1,2	40,9	42,1	1,2	9,1	9,6	0,5
IVA	22,0	25,0	3,0	18,5	22,1	3,6	11,9	14,9	3,0
Tipo del IVA	19,5%	19,8%	0,3 pp	19,1%	19,5%	0,4 pp	19,4%	19,6%	0,2 pp
Precio de consumo después de impuestos	135,0	151,1	16,2	115,1	135,2	20,1	73,5	91,0	17,6

Fuente: Cálculos del BCE.

por litro). En comparación, el impacto de los costes y de los márgenes de refino y de distribución fue menor. Los costes y márgenes de distribución dieron lugar a incrementos más pronunciados en el precio del gasóleo de automoción (1,6 céntimos de euro por litro) que en el de la gasolina (0,8 céntimos de euro por litro) y el del gasóleo de calefacción (0,4 céntimos de euro por litro), mientras que los costes y los márgenes de refino presionaron a la baja el precio de consumo de la gasolina (1,6 céntimos de euro por litro), si bien tuvieron un efecto al alza en los precios del gasóleo de automoción y de calefacción (1 céntimo de euro por litro).

De cara al futuro, partiendo del supuesto de que los márgenes de refino no varíen sustancialmente y de que no se produzcan modificaciones generalizadas importantes de los impuestos que gravan los productos derivados del petróleo, la perspectiva de evolución de los precios del crudo implícita en los actuales precios de los futuros es que tendrán un efecto moderador significativo en la tasa de variación interanual de los precios de consumo de los derivados del petróleo en los primeros meses de 2012, debido principalmente a efectos de base.

En noviembre, la tasa de variación interanual de los precios de los alimentos no elaborados aumentó 0,1 puntos porcentuales, hasta el 1,9 %, debido principalmente a los precios de la carne, mientras que la de los alimentos elaborados se mantuvo estable, en el 4,3 %, reflejando cambios menores en los precios de varios productos. Ese mismo mes, la tasa de variación interanual de los precios del tabaco experimentó un ligero descenso.

Si se excluyen los alimentos y la energía, que representan en torno al 30 % de la cesta del IAPC, la inflación interanual medida por el IAPC se mantuvo estable, en el 1,6 %, en noviembre. 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 de los precios de los bienes industriales no energéticos se mantuvo en el 1,3 % en noviembre, sin variación con respecto al mes anterior. La inflación de los servicios aumentó 0,1 puntos porcentuales, hasta el 1,9 %, y las tasas de variación interanual de sus principales subcomponentes (vivienda, transporte, servicios recreativos y personales, y servicios de comunicación) permaneció estable con respecto a octubre.

En el período comprendido entre enero de 1999 y diciembre de 2011, la inflación media de la zona del euro fue del 2,03 %, muy próxima, por tanto, al objetivo del Consejo de Gobierno de que la tasa de variación interanual del IAPC de la zona se mantenga por debajo del 2 % a medio plazo, aunque próxima a este valor. En el recuadro 6, titulado «Factores que limitan el margen disponible para los incrementos de los precios internos», se consideran algunos de los factores especiales que han influido en la inflación desde 1999.

Recuadro 6

FACTORES QUE LIMITAN EL MARGEN DISPONIBLE PARA LOS INCREMENTOS DE LOS PRECIOS INTERNOS

El Consejo de Gobierno del BCE se propone mantener la tasa de variación interanual del IAPC de la zona del euro por debajo del 2 %, aunque en un nivel próximo a esa cifra, en el medio plazo. Este objetivo define el margen total disponible para los incrementos de los precios de consumo, con independencia de su naturaleza y origen. En el período comprendido entre enero de 1999 y diciembre de 2011, la tasa media de inflación de la zona del euro se situó en un nivel muy próximo a este objetivo: 2,03 %. A continuación se examinan algunos factores especiales que han afectado a la inflación desde 1999, como los incrementos de los precios del petróleo y de los impuestos indirectos. Se demuestra que los incrementos tendenciales de estos factores limitan el margen para otros aumentos de los precios, de origen interno, como la evolución de los salarios y los beneficios, dado que la estabilidad de precios, tal y como se define más arriba, ha de mantenerse en el medio plazo.

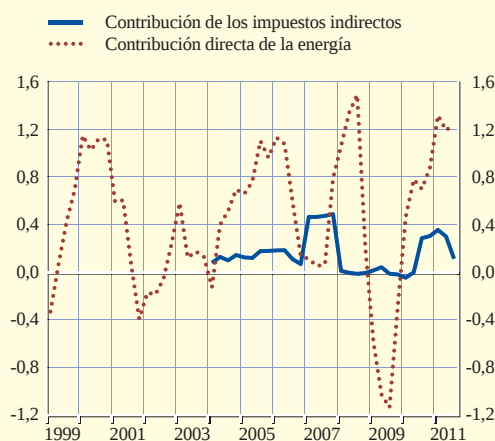
Efectos en los precios derivados de las variaciones de los impuestos indirectos y de los precios del petróleo

Al examinar los 13 primeros años de la Unión Monetaria, desde 1999 hasta 2011, se observa que, en conjunto, las variaciones de los impuestos indirectos y de los precios del petróleo han presionado al alza la inflación medida por el IAPC de la zona del euro, presiones que han tenido que contrarrestarse con factores internos.

En lo que respecta a los impuestos indirectos, la presión al alza es el resultado, por ejemplo, de un incremento del tipo impositivo, ya que ello implica un aumento del componente tributario de los precios de consumo mayor que el del componente antes de impuestos. Calculado por la diferencia entre la inflación medida por el IAPC y la medida de la inflación del IAPC que utiliza Eurostat manteniendo constantes los tipos impositivos, el impacto directo de los impuestos indirectos ascendió, en promedio, a casi 0,2 puntos

Gráfico A Contribución de los impuestos indirectos y de los precios de la energía a la inflación medida por el IAPC

(puntos porcentuales)



Fuente: Eurostat.

Notas: No se dispone de datos anteriores a 2004 sobre la contribución de los impuestos indirectos (véase nota 1 a pie de página). La observación más reciente corresponde al tercer trimestre de 2011. Cabe señalar que las contribuciones de los impuestos indirectos y de los precios de la energía no son estrictamente separables, porque esta última incluye cierto impacto de la imposición indirecta.

porcentuales anuales durante el período considerado¹. El impacto fue casi siempre positivo, y solo durante un brevísimo período, a comienzos de 2010, se registraron valores ligeramente negativos (véase gráfico A). También se registraron incrementos mayores que la media en el caso de los precios administrados, es decir, precios que el Gobierno fija directamente o en los que influye de forma significativa. Estos precios han aumentado, en promedio, un 2,5 % anual desde 1999.

En el caso de los precios del petróleo, el impacto directo puede observarse en los precios de consumo de los carburantes líquidos de forma casi inmediata y, con cierto desfase, en los precios de consumo del gas y de otras fuentes de energía. Así pues, una forma de calibrar el impacto directo de las perturbaciones de los precios del petróleo es examinar el crecimiento de los precios de consumo totales de la energía. En el período comprendido entre 1999 y 2011, la tasa de crecimiento interanual del componente energético del IAPC fue, en promedio, del 5,2 %, cifra notablemente superior al incremento medio del IAPC de la zona del euro. Los efectos indirectos de dichas perturbaciones sobre los precios de consumo a través de un aumento de los costes de los insumos de la energía a lo largo de la cadena de producción han ejercido presiones adicionales al alza sobre la inflación total de la zona del euro medida por el IAPC, pero esos efectos resultan más difíciles de cuantificar².

Consecuencias para la fijación de los precios internos y los salarios

Los efectos sobre los precios analizados anteriormente reflejan demandas de los Gobiernos y de los países productores de materias primas sobre el valor añadido de la economía de la zona del euro. Estas demandas reducen el margen de maniobra disponible para que los salarios y los beneficios crezcan en consonancia con la estabilidad de precios. Las cuantificaciones sencillas expuestas anteriormente sugieren que, en el período comprendido entre 1999 y 2011, alrededor de medio punto porcentual de una tasa media de inflación medida por el IAPC del 2 % fue absorbido, de facto, por aumentos de los precios inducidos por el Gobierno y de los precios del petróleo y, por lo tanto, no se pudo destinar a crecimiento de la renta interna³.

Estas cifras han de compararse con un incremento medio claramente inferior al 2 % representado por factores de coste internos. Los salarios ajustados por la productividad, medidos por los costes laborales unitarios, aumentaron un 1,6 % en promedio entre 1999 y el tercer trimestre de 2011, mientras que la evolución del margen sobre los salarios, medido por los márgenes de beneficio, sumó otros 0,1 puntos porcentuales (véase gráfico B)⁴.

- 1 La inflación medida por el IAPC con tipos impositivos constantes, publicada por Eurostat, solo está disponible a partir de 2004. El impacto medio de los impuestos en el período comprendido entre 2004 y 2010 fue de 0,15 puntos porcentuales (véase el recuadro titulado «Cómo calibrar el impacto de los impuestos indirectos sobre la inflación medida por el IAPC de la zona del euro», *Boletín Mensual*, BCE, marzo de 2011). Las estimaciones de todo el período 1999-2010 sugieren una contribución media ligeramente más elevada, de 0,2 puntos porcentuales, cifra que se aproxima más a la contribución media de los impuestos indirectos de 0,2 puntos porcentuales al crecimiento del deflactor del PIB durante ese período.
- 2 La estimación de los efectos indirectos está sujeta a una considerable incertidumbre. Los cálculos de los expertos del Eurosistema sitúan el efecto indirecto de un incremento de los precios del petróleo del 10 % sobre la inflación medida por el IAPC en la zona del euro en un intervalo de 0,1 a 0,3 puntos porcentuales. Existe también cierta evidencia de un impacto reducido a lo largo del tiempo, que podría tener su origen en la menor intensidad en energía de la actividad económica. Véase cuadro 12 de «Energy markets and the euro area macroeconomy», *Occasional Paper Series*, n.º 113, BCE, junio de 2010, página 76, del Grupo de trabajo del Comité de Política Monetaria del SEBC.
- 3 Alrededor de medio punto porcentual suma, *grosso modo*, los siguientes impactos: i) menos de 0,20 puntos porcentuales de los impuestos indirectos (véase también nota 2 del gráfico A); ii) 0,05 puntos porcentuales del aumento de los precios administrados por encima del 2 %; iii) 0,33 puntos porcentuales del aumento de los precios de la energía por encima del 2 %, y iv) 0,15 puntos porcentuales de los efectos indirectos de los precios del petróleo (véase nota 2).
- 4 El indicador del margen de beneficio se obtiene por diferencia entre la tasa de crecimiento del deflactor del PIB a precios básicos y la tasa de crecimiento de los costes laborales unitarios. Cabe señalar que los conceptos de deflactor del PIB e IAPC no son directamente comparables. La tasa media de crecimiento interanual del deflactor del PIB al coste de los factores durante el período comprendido entre 1999 y el tercer trimestre de 2011 fue del 1,8 %.

Si bien el análisis anterior es retrospectivo, existen razones para suponer que las variaciones de los impuestos indirectos y de los precios del petróleo probablemente seguirán siendo importantes cuando se considera la evolución futura. En particular, los impuestos indirectos probablemente continuarán siendo un elemento de primer orden en las políticas presupuestarias de los Gobiernos, tanto en lo que se refiere a la consolidación fiscal necesaria en muchos países como con respecto a una tendencia general a reequilibrar la carga impositiva desde los impuestos directos a los indirectos, a fin de reducir los costes laborales y el sesgo tributario en contra del ahorro⁵. Además, en vista del crecimiento persistentemente alto de la demanda de materias primas en los mercados emergentes, no hay que descartar que pueda intensificarse la presión sobre estos productos más adelante. Por lo tanto, en conjunto, los interlocutores sociales en la zona del euro habrán de seguir teniendo en cuenta debidamente las probables limitaciones en el ámbito de la distribución interna de la renta asociadas a los efectos de los impuestos indirectos y de la relación real de intercambio.

Gráfico B Costes laborales unitarios en la zona del euro

(tasas de variación interanual)



Fuente: Eurostat.

Nota: La observación más reciente corresponde al tercer trimestre de 2011.

5 Véase el recuadro 12, titulado «Devaluación fiscal: una herramienta de ajuste económico», *Boletín Mensual*, BCE, diciembre de 2011. Véase también Å. Johansson et ál., «Taxation and Economic Growth», *OECD Economic Department Working Papers*, n.º 620, OCDE, 2008, en donde los autores llegan a la conclusión de que el IVA y los impuestos sobre la propiedad son los impuestos menos nocivos para el crecimiento, mientras que los impuestos sobre las rentas del trabajo y los impuestos de sociedades son los más perjudiciales.

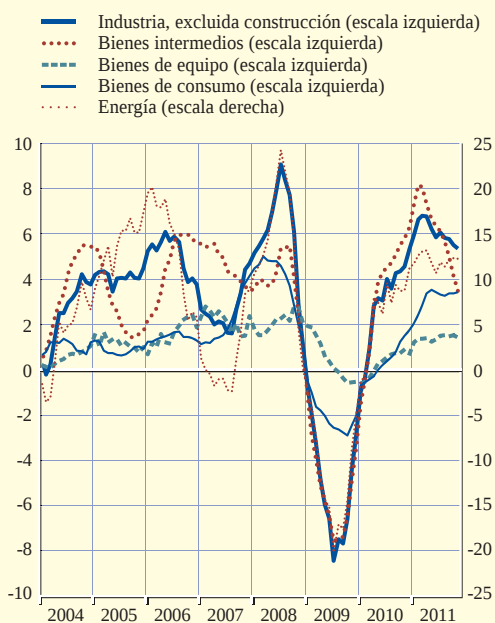
3.2 PRECIOS INDUSTRIALES

La inflación de los precios industriales (excluida la construcción) cayó hasta el 5,3% en noviembre de 2011, desde el 5,5% de octubre (véase gráfico 23), lo que apunta a una nueva disminución de las presiones sobre los precios de los consumos intermedios. Actualmente, esta reducción es más evidente en las primeras fases de la cadena de precios (es decir, los precios industriales de los bienes intermedios) que en fases posteriores (esto es, los precios industriales de los bienes de consumo excluidos los alimentos). La inflación de los precios industriales, excluidas la construcción y la energía, cayó hasta el 3% en noviembre, desde el 3,2% de octubre, debido principalmente al descenso de la tasa de variación interanual de los precios de los bienes intermedios, que fue resultado de un efecto de base negativo.

En fases posteriores de la cadena de producción, la inflación de los precios industriales en la rama de bienes de consumo se situó en el 3,4% en noviembre, sin haber registrado prácticamente variaciones en el período transcurrido desde abril. La tasa de variación interanual del componente no alimenticio se incrementó hasta el 1,7% en noviembre, la más alta observada desde octubre de 2001, lo que indica la existencia de presiones latentes sobre la inflación subyacente de los precios de consumo. En cambio, la tasa de variación interanual del componente alimenticio se redujo ligeramente, hasta el 4,8%, y se espera que siga cayendo en los próximos meses, como consecuencia de los acusados descensos recientes de la tasa de variación interanual de los precios de las materias primas alimenticias en la UE.

Gráfico 23 Desagregación de los precios industriales

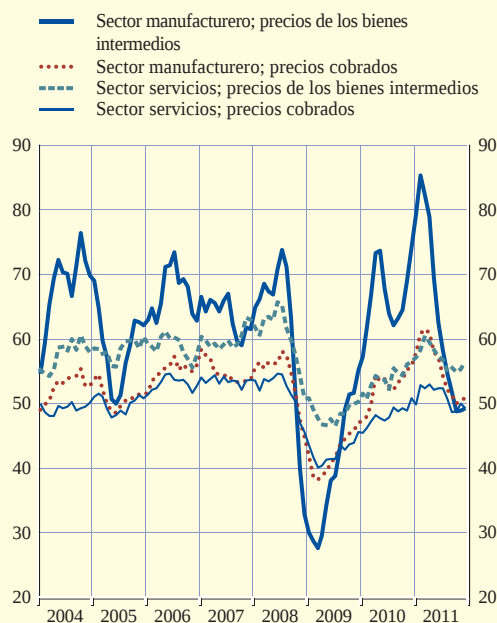
(tasas de variación interanual; datos mensuales)



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.

En diciembre de 2011, los indicadores de precios de las encuestas, que adelantan la evolución de los precios industriales, repuntaron de nuevo, señalando que la tendencia a la baja iniciada en la primavera del año pasado se ha interrumpido (véase gráfico 24). En lo que respecta al índice de directores de compras (PMI), el índice de precios de bienes intermedios de los servicios aumentó de 55,4 en noviembre a 56,6 en diciembre, lo que representa un incremento ligeramente superior al observado en las manufacturas, donde se elevó de 48,9 a 49,3 en ese mismo período. El índice de precios de venta de las manufacturas ascendió de 50,6 en noviembre a 50,8 en diciembre, mientras que el de los servicios descendió de 50 a 49,3, situándose por debajo del umbral de 50, que indica una bajada de los precios. Según la encuesta de opinión de la Comisión Europea, las expectativas de precios de venta de la industria no se modificaron, aunque permanecieron próximas a su media histórica.

En síntesis, los nuevos efectos de base a la baja, junto con las menores presiones inflacionistas que anticipan los datos sobre precios basados en encuestas, señalan que la inflación de los precios industriales seguirá disminuyendo en los próximos meses. No obstante, los elevados niveles de inflación de estos precios continúan reflejando la existencia de presiones latentes.

3.3 INDICADORES DE COSTES LABORALES

En consonancia con la lenta mejora de la situación del mercado de trabajo, los indicadores de costes laborales de la zona del euro aumentaron gradualmente en 2011 (véanse cuadro 6 y gráfico 25), con un crecimiento de los salarios, incluida la remuneración por asalariado, mayor de lo esperado. Sin embargo,

Cuadro 6 Indicadores de costes laborales

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

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

Fuentes: Eurostat, datos nacionales y cálculos del BCE.

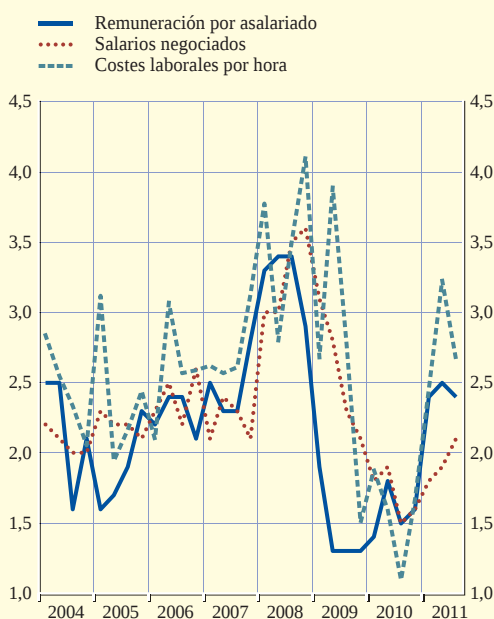
teniendo en cuenta que las perspectivas de crecimiento son bastante débiles, así como la persistente atonía del mercado de trabajo, es probable que las presiones sobre los costes laborales sigan siendo contenidas a medio plazo. Los datos preliminares sobre los salarios negociados en la zona del euro correspondientes a octubre muestran cierta moderación del crecimiento salarial.

Los salarios negociados de la zona del euro crecieron un 2,1%, en términos interanuales, en el tercer trimestre de 2011, frente al 1,9% del trimestre anterior. La tasa de crecimiento interanual de los costes laborales por hora se redujo hasta situarse en el 2,7% en el tercer trimestre, en comparación con el 3,2% del trimestre precedente. Esta desaceleración estuvo determinada fundamentalmente por la evolución de la industria, sector en el que estos costes se incrementaron solo un 2,9% en el tercer trimestre, frente al 4,2% del segundo trimestre (véase gráfico 26). También se observaron reducciones más moderadas de los costes laborales por hora en la construcción y en los servicios de mercado. En general, los costes laborales no salariales siguieron creciendo a un ritmo más rápido que el componente de sueldos y salarios de los costes laborales por hora de la zona del euro.

Al mismo tiempo, la tasa de crecimiento interanual de la remuneración por asalariado se estabilizó y se situó en el 2,4% en el tercer trimestre de 2011, frente al 2,5% del segundo trimestre. Pese a una ligera disminución del crecimiento del empleo, la tasa de crecimiento interanual de la productividad del trabajo cayó hasta el 1% en el tercer trimestre, desde el 1,3% (cifra revisada) del segundo trimestre. En conjunto, el crecimiento interanual de los costes laborales unitarios aumentó de nuevo y se situó en el 1,3% en el tercer trimestre, frente al 1,2% (cifra revisada) del trimestre anterior. De cara al futuro, las encuestas más recientes apuntan a una desaceleración de la productividad en los próximos trimestres, lo que podría seguir impulsando al alza los costes laborales unitarios.

Gráfico 25 Indicadores de costes laborales

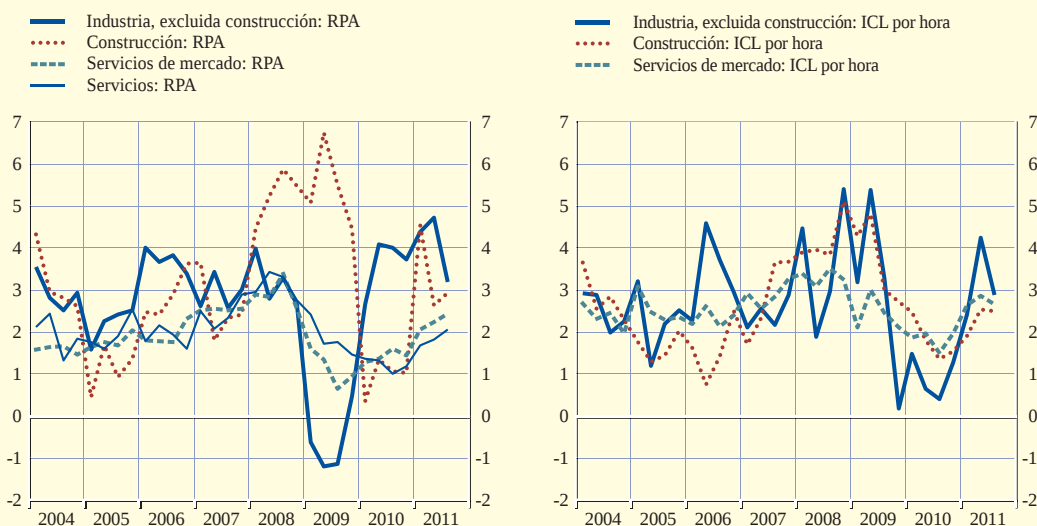
(tasas de variación interanual; datos trimestrales)



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 PERSPECTIVAS DE INFLACIÓN

De cara al futuro, es probable que las tasas de inflación se mantengan claramente por encima del 2% durante varios meses, antes de caer por debajo de este nivel. Este patrón refleja la expectativa de que, en un entorno de crecimiento más débil en la zona del euro y a escala mundial, las presiones subyacentes sobre los precios, los salarios y los costes en la zona del euro sigan siendo moderadas.

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

4 PRODUCTO, DEMANDA Y MERCADO DE TRABAJO

El PIB real de la zona del euro creció un 0,1 %, en tasa intertrimestral, en el tercer trimestre de 2011. En la actualidad, diversos factores, entre los que se incluyen un moderado crecimiento de la demanda mundial y un debilitamiento de la confianza empresarial y de los consumidores, están frenando el dinamismo subyacente del crecimiento en la zona del euro. Es probable que la demanda interna se reduzca a causa de las tensiones existentes en los mercados de deuda soberana de la zona del euro, así como del proceso de ajuste de los balances de los sectores financiero y no financiero. Al mismo tiempo, la actividad económica de la zona del euro debería recuperarse, aunque de manera muy gradual, durante 2012, respaldada por la evolución de la demanda mundial, unos tipos de interés muy bajos y todas las medidas adoptadas para apoyar el funcionamiento del sector financiero. En un entorno de elevada incertidumbre, siguen existiendo sustanciales riesgos a la baja para las perspectivas económicas de la zona del euro.

4.1 PIB REAL Y COMPONENTES DE LA DEMANDA

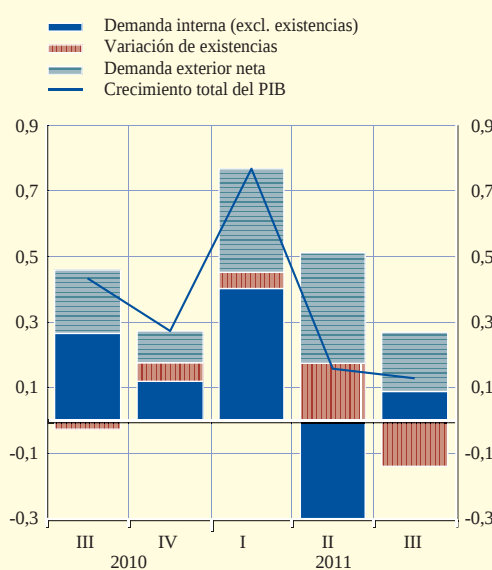
El PIB real de la zona del euro creció un 0,1 %, en tasa intertrimestral, en el tercer trimestre de 2011, tras registrar un crecimiento del 0,2 % en el trimestre anterior (véase gráfico 27). Este resultado, que se ha revisado a la baja en 0,1 puntos porcentuales, fue reflejo de las contribuciones positivas de la demanda interna y del comercio exterior neto, mientras que la aportación de las existencias fue negativa. Aunque el PIB ha crecido, en términos intertrimestrales, durante nueve trimestres consecutivos, el nivel del producto en el tercer trimestre de 2011 seguía estando un 1,8 % por debajo del máximo alcanzado antes de la recesión en el primer trimestre de 2008.

El consumo privado de la zona del euro se elevó un 0,2 % en el tercer trimestre de 2011, en comparación con la contracción del 0,5 % observada en el trimestre anterior. Es muy probable que el crecimiento registrado en el tercer trimestre sea consecuencia de la contribución positiva del consumo de servicios, ya que tanto las ventas del comercio al por menor como las matriculaciones de automóviles (estrechamente correlacionadas con la compra de vehículos) se redujeron en términos intertrimestrales.

Por lo que se refiere al cuarto trimestre de 2011, la información sobre el consumo privado apunta a una persistente falta de dinamismo en el gasto en consumo. Las ventas del comercio al por menor disminuyeron un 0,8 % en noviembre, y en los dos primeros meses del cuarto trimestre se situaron, en promedio, un 0,7 % por debajo de la media del tercer trimestre. En esos mismos meses, las matriculaciones de automóviles se mantuvieron en el mismo nivel que en el tercer trimestre de 2011. Los datos de las encuestas relativas al comercio minorista, que están disponibles para el cuarto trimestre, señalan una continua debilidad del consumo de bienes al por menor (véase gráfico 28). El índice de directores de compras (PMI) del sector del comercio al por menor descendió de 48,6 en el tercer trimestre a 46,7 en el cuarto trimestre, lo que pone de manifiesto una reducción de las ventas. Además, según la encuesta de opinión de la Comisión Europea, el indicador de confianza de los consumidores disminuyó en

Gráfico 27 Crecimiento del PIB real y contribuciones

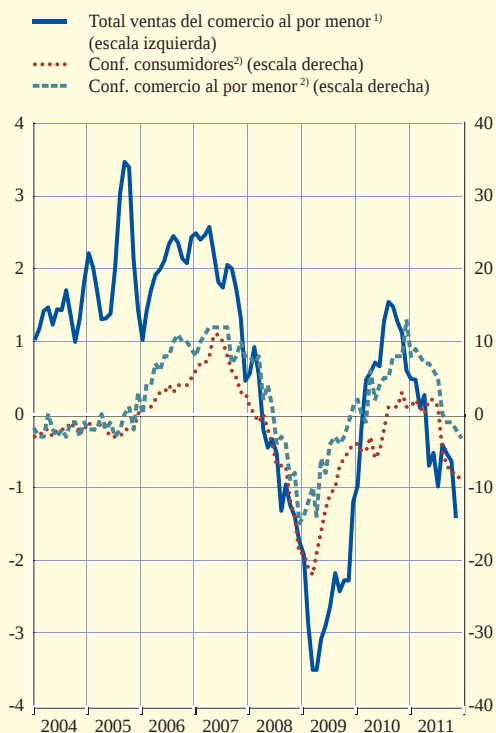
(tasa de crecimiento intertrimestral y contribuciones trimestrales en puntos porcentuales; datos desestacionalizados)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

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

(datos mensuales)



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

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

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

diciembre por sexto mes consecutivo. Como resultado, la media del cuarto trimestre se situó por debajo tanto de la media del tercer trimestre como de su media de largo plazo. Mientras tanto, el indicador de compras esperadas de bienes duraderos se mantuvo en niveles históricamente bajos, lo que sugiere que los consumidores todavía están actuando con cautela a la hora de decidir si compran o no bienes duraderos.

La formación bruta de capital fijo se redujo un 0,1%, en tasa intertrimestral, en el tercer trimestre de 2011, tras un descenso similar en el trimestre anterior. La recuperación de la inversión ha sido más lenta que la de la actividad general, lo que es atribuible, principalmente, a la evolución de la inversión en construcción. Por lo que respecta al detalle de la inversión en el tercer trimestre, la inversión, excluida la construcción, se incrementó un 0,8%, en términos intertrimestrales, mientras que la inversión en construcción se contrajo un 0,9%.

Si se consideran los meses siguientes, la producción industrial de bienes de equipo (indicador de la inversión futura, excluida la construcción) registró un crecimiento intermensual del 0,9% en octubre. No obstante, la producción de bienes de equipo mostró una acusada reducción del 3,8% en septiembre, lo que moderará el crecimiento en el cuarto trimestre como consecuencia del negativo

efecto arrastre. Además, los resultados de las encuestas relativos a la industria, excluida la construcción —tanto del PMI como del indicador de confianza de la Comisión Europea—, apuntan a una marcada desaceleración de la actividad en el cuarto trimestre. El indicador de confianza industrial se sitúa próximo a su media histórica, mientras que el PMI se mantiene por debajo del umbral teórico de 50 que separa la expansión de la contracción, aunque ha mejorado algo en diciembre.

En octubre de 2011, la producción en construcción se redujo un 1,4%, en términos mensuales, tras una disminución de la misma magnitud en el mes anterior. Mientras tanto, el indicador de confianza de la construcción publicado por la Comisión Europea se mantuvo por debajo de su media histórica durante el cuarto trimestre. Al mismo tiempo, y en el mismo trimestre, el PMI de la construcción de la zona del euro se situó, en promedio, en un nivel muy inferior a 50, lo que indica la continuación de un crecimiento negativo en ese trimestre.

En cuanto a los flujos comerciales, las importaciones y las exportaciones crecieron de forma moderada en el tercer trimestre de 2011, lo que refleja principalmente el ligero repunte observado en el comercio mundial a medida que se reducían los cortes en la cadena de producción. Por lo que respecta al cuarto trimestre, las tasas de crecimiento de las importaciones y las exportaciones de bienes a países no pertenecientes a la zona del euro registraron un descenso intermensual en octubre por segundo mes consecutivo. Pese

a una evolución más positiva, en términos intertrimestrales, los datos correspondientes a octubre apuntan a una contracción del comercio de bienes de la zona del euro en el último trimestre de 2011. Al contrario de lo ocurrido con el comercio de bienes, el comercio de servicios a países no pertenecientes a la zona se recuperó ligeramente en octubre (tanto en términos intermensuales como intertrimestrales). De cara al futuro, el PMI de nuevos pedidos exteriores del sector manufacturero de la zona del euro mejoró marginalmente en diciembre, la primera mejora observada desde abril de 2011. Sin embargo, el nivel se mantuvo por debajo de 50, lo que indica un crecimiento negativo de las exportaciones de la zona del euro en el corto plazo.

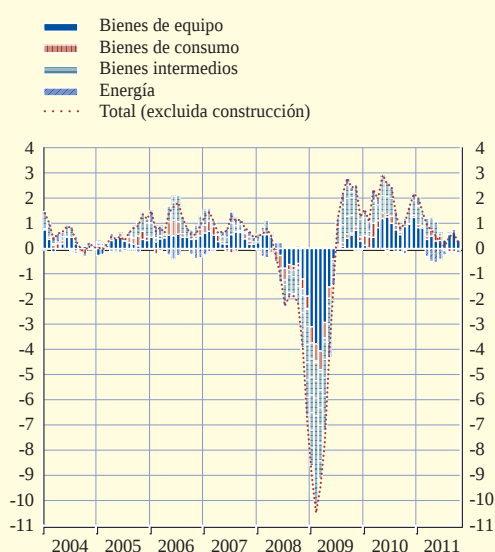
4.2 PRODUCTO, DEMANDA Y MERCADO DE TRABAJO

El valor añadido real se incrementó un 0,1%, en tasa intertrimestral, en el tercer trimestre de 2011. La actividad en la industria (excluida la construcción) creció un 0,3%, mientras que en los servicios aumentó un 0,1%. El valor añadido de la construcción se contrajo un 0,5%, en términos intertrimestrales. En el recuadro 7 se examina brevemente la actualización de la clasificación de actividades económicas (NACE) en las cuentas nacionales, que se ha llevado a cabo recientemente a fin de proporcionar un detalle más preciso de las actividades, sobre todo en el caso de los servicios.

Por lo que se refiere a la evolución observada en el cuarto trimestre de 2011, la producción industrial (excluida la construcción) se redujo un 0,2%, en tasa intermensual, en octubre, tras el descenso del 2%

Gráfico 29 Crecimiento de la producción industrial y contribuciones

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

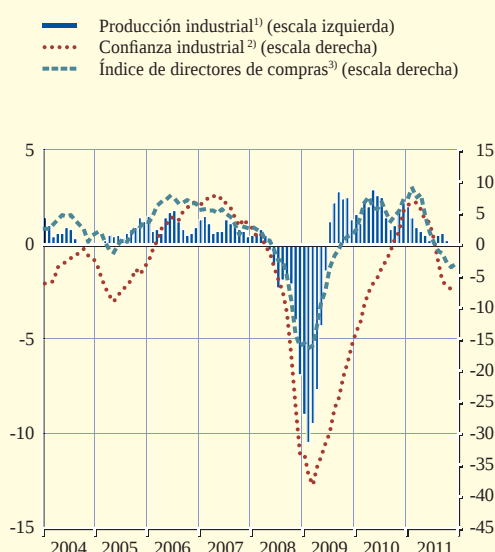


Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

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.

registrado en el mes anterior. La tasa de crecimiento intertrimestral pasó del 0,6% en septiembre al 0,2% en octubre (véase gráfico 29). Mientras tanto, los nuevos pedidos industriales (excluido el material de transporte pesado) de la zona del euro experimentaron un nuevo descenso del 0,6%, en tasa intermensual, en octubre, tras la fuerte caída del 5,5% registrada en el mes anterior. Los datos de las encuestas, que están más actualizados, apuntan a un debilidad de la actividad en el conjunto del trimestre (véase gráfico 30). Por ejemplo, el índice PMI de producción del sector manufacturero se situó en 46,5 en el cuarto trimestre, valor inferior al del tercer trimestre y muy por debajo del umbral de 50. El índice de actividad de los servicios también disminuyó y pasó de 50,6 en el tercer trimestre a 47,6 en el cuarto. Sin embargo, los PMI correspondientes a las manufacturas y a los servicios, aunque se mantuvieron por debajo de 50 en diciembre, han mejorado recientemente, lo que podría sugerir que se están recuperando. Otras encuestas de opinión, como las de la Comisión Europea, básicamente están en línea con la evolución del PMI.

Recuadro 7

INTRODUCCIÓN DEL SISTEMA DE CLASIFICACIÓN DE ACTIVIDADES ECONÓMICAS REVISADO (NACE) EN LAS CUENTAS NACIONALES

Cuando se publicaron los principales agregados de las cuentas nacionales del tercer trimestre de 2011, la clasificación actualizada de actividades económicas NACE¹ Rev. 2 sustituyó a la NACE Rev. 1.1. La «NACE», que es totalmente coherente con la Clasificación Internacional Industrial Uniforme de todas las Actividades Económicas (CIIU), proporciona un marco estadístico obligatorio para una amplia gama de estadísticas europeas, entre las que se incluyen indicadores a corto plazo, estadísticas del mercado de trabajo y las cuentas nacionales. La publicación actual culmina un proceso que ha durado tres años, durante el cual la nueva clasificación² se ha introducido en las estadísticas que sirven de base en la elaboración de las cuentas nacionales. A partir de ahora, en el Boletín Mensual³ solo se utilizarán datos de la agregación de las cuentas nacionales⁴ revisada. En este recuadro se explica la introducción de la nueva clasificación y la revisión efectuada.

Implicaciones de la NACE Rev. 2

La revisión ha afectado principalmente a la desagregación del valor añadido, al empleo y a la remuneración de los asalariados. Los cuadros que figuran en la sección «Estadísticas de la zona del euro» del Boletín Mensual ofrecen ahora diez agregados para las ramas de actividad, frente a los seis agregados anteriores, de acuerdo con el denominado «desglose A10 por ramas de actividad»⁵, facilitando un detalle más preciso de las actividades, sobre todo en el caso de los servicios (véase cuadro A). Este es uno de las principales ventajas de la nueva clasificación, que permite realizar un análisis más pormenorizado de esas ramas de actividad. Existen nuevas rúbricas individuales para

1 NACE es el acrónimo de «Nomenclature statistique des activités économiques dans la Communauté Européenne», la clasificación estadística de las actividades económicas de la Comunidad Europea. Para más información sobre la NACE Rev. 2 y su relación con otras clasificaciones, véase la «NACE Rev. 2: Statistical classification of economic activities in the European Community», disponible en el sitio web de Eurostat (<http://epp.eurostat.ec.europa.eu>).

2 En el recuadro 4 del Boletín Mensual de abril de 2009 se encuentra información más detallada de la introducción de la NACE Rev. 2 en los indicadores a corto plazo.

3 Véanse los cuadros revisados 5.2.2, 5.3.1 y 5.1.4 en la sección «Estadísticas de la zona del euro» en el presente Boletín Mensual.

4 Los responsables de elaborar las distintas cuentas nacionales llegaron a un acuerdo sobre el empleo de desagregaciones concretas de la NACE Rev. 2, que se especifican en el Reglamento (UE) n.º 715/2010 de la Comisión, de 10 de agosto de 2010, por el que se modifica el SEC 95, que introduce la NACE Rev. 2.

5 Véanse los cuadros mencionados en la nota 4. En el anexo del Reglamento (UE) n.º 715/2010 de la Comisión se encuentra una descripción detallada de la desagregación. [En la traducción al español de este recuadro se utiliza la terminología del INE].

Cuadro A Correspondencia de las secciones de la NACE Rev. 1.1 y la NACE Rev. 2.

NACE Rev. 1.1			NACE Rev. 2		
Sección	Actividades	% del total en 2010	Sección	Actividades	% del total en 2010
1 A, B	Agricultura, caza, silvicultura y pesca	1,7	1 A	Agricultura, ganadería, silvicultura y pesca	1,7
2 C, D, E	Industrias extractivas, industria manufacturera y energía	18,6	2 B, C, D, E	Ind. manufacturera, agua, gas y electricidad y otras energías	18,9
3 F	Construcción	5,9	3 F	Construcción	6,2
4 G, H, I	Comercio, reparaciones, hostelería, transporte y comunicaciones	20,6	4 G, H, I	Comercio, transporte y hostelería	19,0
5 J, K	Intermediación financiera, actividades inmobiliarias y de alquiler y servicios empresariales	29,3	5 J	Información y comunicaciones	4,4
6 L, M, N, O, P	Administración pública, educación, sanidad y otros servicios	24,1	6 K	Actividades financieras y de seguros	5,3
			7 L	Actividades inmobiliarias	11,2
			8 M, N	Actividades profesionales, administrativas y servicios auxiliares	10,1
			9 O, P, Q	Administración pública, sanidad y educación	19,6
			10 R, S, T, U	Actividades artísticas, recreativas y otros servicios	3,7

Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Nota: La denominación de las actividades a que se hace referencia en este cuadro puede no coincidir con la denominación oficial. Los porcentajes se refieren al valor añadido.

«Información y comunicaciones», «Actividades financieras y de seguros» y «Actividades inmobiliarias», así como para «Actividades profesionales, científicas y técnicas; actividades administrativas y servicios auxiliares».

Introducción de la NACE Rev. 2

Eurostat publicó los principales agregados de contabilidad nacional de la zona del euro, revisados de conformidad con la clasificación NACE Rev. 2, el 6 de diciembre de 2011, y añadió detalles adicionales el 11 de enero de 2012 en su tercera publicación de datos de la zona del euro y de la UE para el tercer trimestre de 2011. Varios países proporcionaron puntualmente datos que siguen la nueva clasificación en septiembre de 2011, como estaba previsto en la normativa. Sin embargo, otros países no lo han hecho así, por lo que los agregados europeos están incompletos y ha sido necesario posponer su publicación. Si bien la mayoría de los países de la zona del euro han facilitado la mayoría de los principales agregados por ramas de actividad, aún es necesario mejorar en lo que respecta a la disponibilidad del desglose de la remuneración de los asalariados y a una información más detallada de los datos anuales nacionales por ramas de actividad. Hay que acoger con satisfacción el hecho de que varios países hayan proporcionado series históricas revisadas desde los años noventa y ochenta en la NACE Rev. 2, a pesar de que legalmente⁶ solo se exigía transmitir datos a partir del primer trimestre de 2000 antes de finales de septiembre de 2011. Está previsto que la introducción de la nueva clasificación de actividades económicas se complete en septiembre de 2012, cuando estarán disponibles para todos los países datos adicionales sobre períodos anteriores al año 2000, lo que permitirá que se elaboren series históricas para la zona del euro.

Efecto de la introducción

En algunos países, la introducción de la NACE Rev. 2 se ha aprovechado para incorporar mejores métodos de elaboración y nuevas fuentes estadísticas. En el cuadro B se presentan distintas medidas de las

⁶ Véase la referencia de la nota 3.

Cuadro B Revisiones de los principales agregados, publicados trimestralmente, tras la introducción de la NACE Rev. 2

(puntos porcentuales)

Indicador	Revisión media	Rango de la revisión	Revisión media absoluta	Pro memoria: Media absoluta de la variación interanual en %
PIB, volumen encadenado	0,02	-0,1 a 0,1	0,04	0,86
Valor añadido bruto, volumen encadenado	0,02	-0,2 a 0,1	0,05	0,84
<i>Del cual:</i>				
Industria, incluida la construcción	0,05	-0,6 a 0,7	0,27	1,86
Todos los servicios	-0,03	-0,3 a 0,3	0,14	0,53
Total empleo	-0,01	-0,1 a 0,1	0,04	0,34
<i>Del cual:</i>				
Industria, incluida la construcción	-0,02	-0,3 a 0,2	0,10	0,68
Todos los servicios	-0,04	-0,1 a 0,1	0,05	0,60
Total horas trabajadas	-0,08	-0,4 a 0,2	0,17	0,70
<i>Del cual:</i>				
Industria, incluida la construcción	-0,12	-0,7 a 0,6	0,27	1,35
Todos los servicios	-0,09	-0,5 a 0,3	0,19	0,51
Remuneración de todos los asalariados	-0,04	-0,2 a 0,1	0,05	0,56
<i>Del cual:</i>				
Industria, incluida la construcción	0,10	-0,2 a 0,7	0,16	1,20
Todos los servicios	-0,08	-0,2 a 0,1	0,09	0,52

Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Nota: Revisiones de las variaciones interanuales de los datos desestacionalizados y ajustados de días laborables desde el primer trimestre de 2006 al segundo trimestre de 2011.

revisiones que se han efectuado en los principales indicadores económicos a partir del primer trimestre de 2006. Mientras que, como se esperaba, la revisión media de las variaciones interanuales es muy pequeña para la economía en su conjunto, la introducción de la NACE Rev. 2 —que ha supuesto la disponibilidad de información adicional y mejorada— ha ocasionado revisiones ligeramente mayores en el caso de la industria y de los servicios, especialmente en términos del total de horas trabajadas y de la remuneración de los asalariados. Las cifras de empleo no se han visto afectadas prácticamente. Estos resultados se confirman con la revisión media absoluta y con la variación del rango de las revisiones.

En general, las principales mejoras estadísticas que ha producido la introducción de la NACE Rev. 2 se deben a la disponibilidad de información adicional relativa a los servicios. La aplicación de los cambios del producto, la renta y el empleo en las mediciones del PIB restablece la coherencia con los indicadores a corto plazo que se empezaron a elaborar con arreglo a la NACE Rev. 2 en 2009. La evolución de las series temporales con niveles de agregación más elevados solo se ha visto ligeramente afectada por los cambios. Sin embargo, no se puede descartar que se produzcan revisiones adicionales en los próximos meses, sobre todo en los datos relativos a la remuneración de los asalariados, en los que aún hay que incluir otras publicaciones nacionales siguiendo la nueva clasificación.

MERCADO DE TRABAJO

La situación de los mercados de trabajo se está deteriorando. El crecimiento del empleo ha pasado a ser negativo y la tasa de desempleo ha empezado a aumentar. Los datos procedentes de las encuestas prevén un nuevo empeoramiento.

El empleo se redujo un 0,1 %, en tasa intertrimestral, en el tercer trimestre de 2011, tras tres trimestres de crecimiento positivo (véase cuadro 7). Al mismo tiempo, las horas trabajadas aumentaron un 0,1 %. A nivel sectorial, y en términos intertrimestrales, la última cifra de empleo refleja un acusado descenso del 1,6 % en la construcción. El crecimiento del empleo en la industria (excluida la construcción) y en

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	2011 I	2011 II	2011 III	2009	2010	2011 I	2011 II	2011 III
Total de la economía	-1,8	-0,5	0,1	0,2	-0,1	-3,4	0,0	0,6	-0,1	0,1
Del cual:										
Agricultura y pesca	-2,2	-0,9	-1,6	0,8	-1,0	-3,1	-0,7	-0,7	-0,4	-1,6
Industria	-5,6	-3,3	-0,2	0,0	-0,5	-8,7	-1,8	0,5	-0,4	-0,2
Excluida construcción	-5,0	-3,2	0,2	0,1	0,0	-8,9	-0,9	0,7	-0,1	0,2
Construcción	-6,8	-3,7	-1,2	-0,3	-1,6	-8,3	-3,6	0,2	-1,1	-1,1
Servicios	-0,5	0,4	0,2	0,3	0,0	-1,6	0,6	0,7	0,0	0,4
Comercio y transporte	-1,8	-0,7	0,0	0,5	0,2	-2,9	-0,3	0,5	0,2	0,6
Información y comunicaciones	-0,8	-1,0	1,0	0,3	-0,2	-1,3	-0,5	1,4	0,3	0,3
Actividades financieras y de seguros	0,1	-0,8	0,5	-0,2	-0,1	-1,5	-0,3	1,1	-0,5	-0,3
Actividades inmobiliarias	-2,7	-0,5	1,7	-0,5	-1,0	-3,7	0,9	1,0	-1,7	-0,1
Actividades profesionales	-2,5	1,8	0,9	0,9	-0,3	-3,8	2,5	1,5	0,3	0,2
Administración pública	1,4	1,1	-0,2	-0,1	0,0	1,1	1,3	0,3	0,0	0,1
Otros servicios ¹⁾	1,1	0,7	0,4	-0,1	0,2	-0,3	0,1	0,7	-0,7	1,4

Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

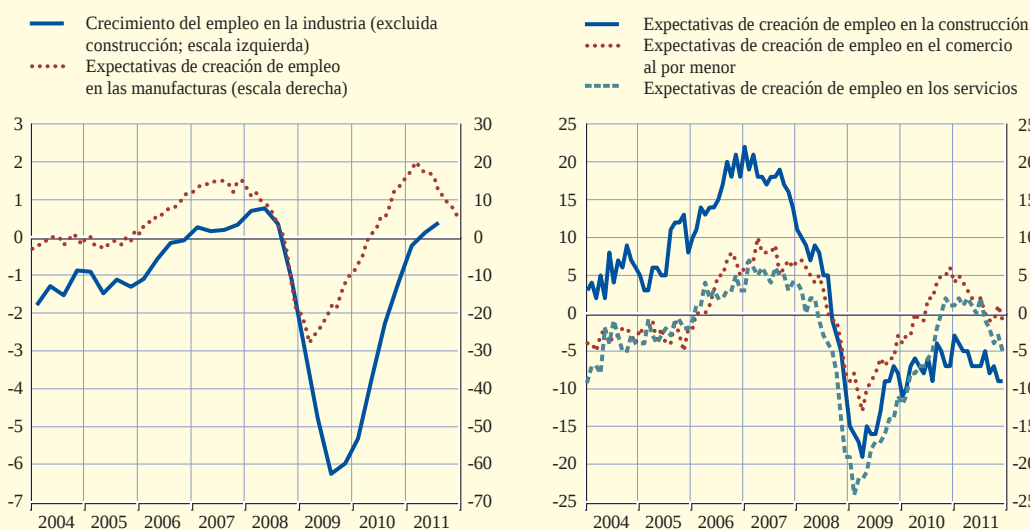
1) También incluye servicios de los hogares y actividades artísticas y de organizaciones extraterritoriales.

los servicios fue nulo en el tercer trimestre. Los indicadores de opinión señalan una posible nueva contracción en el empleo durante el cuarto trimestre de 2011 (véase gráfico 31).

La tasa de variación interanual de la productividad por persona ocupada pasó del 1,3% en el segundo trimestre al 1% en el tercer trimestre de 2011 (véase gráfico 32). El crecimiento de la productividad se elevó en la construcción, mientras que se redujo en la industria (excluida la construcción) y, en menor

Gráfico 31 Crecimiento del empleo y expectativas de creación de empleo

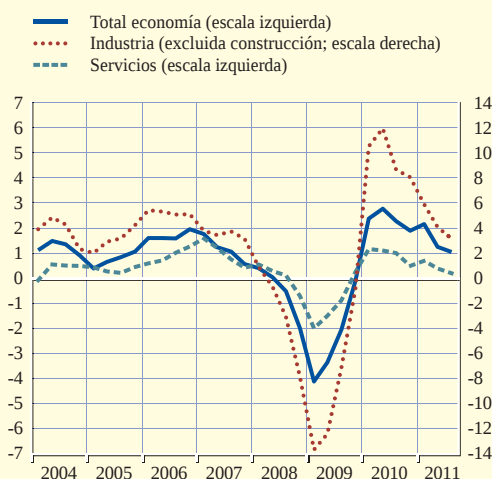
(tasas de variación interanual; saldos netos; datos desestacionalizados)



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

Gráfico 32 Productividad del trabajo por persona ocupada

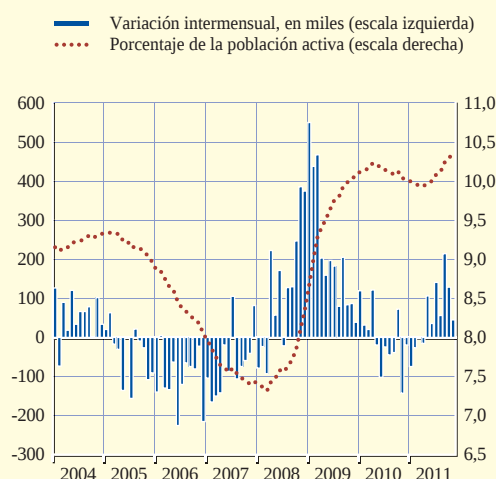
(tasas de variación interanual)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Gráfico 33 Desempleo

(datos mensuales desestacionalizados)



Fuente: Eurostat.

medida, en los servicios. Al mismo tiempo, la tasa de crecimiento interanual de la productividad por hora trabajada disminuyó 0,5 puntos porcentuales, hasta el 0,8 %, entre el segundo y el tercer trimestres. De cara al futuro, los últimos datos del índice PMI de productividad sugieren nuevos descensos en el crecimiento de la productividad en el cuarto trimestre.

La tasa de desempleo, que se elevó 0,1 puntos porcentuales tanto en septiembre como en octubre, se mantuvo sin cambios en el 10,3 % en noviembre de 2011, por encima del nivel máximo en el que se había situado en el segundo trimestre de 2010 (véase gráfico 33).

4.3 PERSPECTIVAS DE LA ACTIVIDAD ECONÓMICA

En la actualidad, diversos factores, entre los que se incluyen un moderado crecimiento de la demanda mundial y un debilitamiento de la confianza empresarial y de los consumidores, están frenando el dinamismo subyacente del crecimiento en la zona del euro. Es probable que la demanda interna se reduzca a causa de las tensiones existentes en los mercados de deuda soberana de la zona del euro, así como del proceso de ajuste de los balances de los sectores financiero y no financiero. Al mismo tiempo, la actividad económica de la zona del euro debería recuperarse, aunque de manera muy gradual, durante 2012, respaldada por la evolución de la demanda mundial, unos tipos de interés muy bajos y todas las medidas adoptadas para apoyar el funcionamiento del sector financiero.

En un entorno de elevada incertidumbre, siguen observándose sustanciales riesgos a la baja para las perspectivas económicas de la zona del euro, que están relacionados principalmente con una nueva intensificación de las tensiones en los mercados de deuda de la zona del euro y con su posible contagio a la economía real de la zona. Los riesgos a la baja están también relacionados con la economía mundial, las presiones proteccionistas y la posibilidad de que se produzca una corrección desordenada de los desequilibrios mundiales.