

EVOLUCIÓN ECONÓMICA Y MONETARIA

I ENTORNO EXTERIOR DE LA ZONA DEL EURO

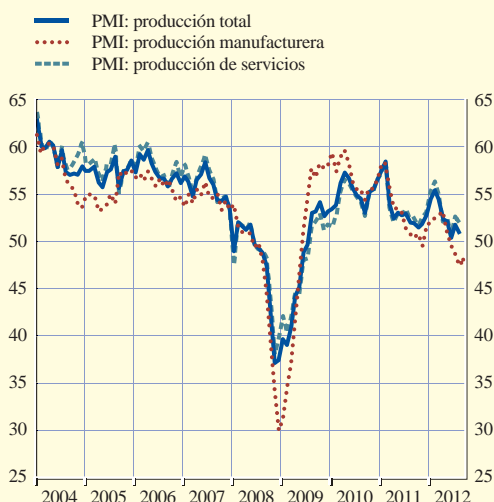
Aunque la recuperación de la economía mundial sigue su curso, los datos de las encuestas más recientes sugieren que el crecimiento se ha ralentizado tanto en las economías avanzadas como en las emergentes en los últimos meses. Pese a esta moderación más bien sincronizada del crecimiento, el ritmo general de expansión en las economías emergentes ha seguido siendo sólido en comparación con las economías avanzadas. La inflación general, a escala mundial, repuntó ligeramente en agosto, principalmente como consecuencia de la evolución de los precios de las materias primas, mientras que la inflación subyacente continuó moderándose.

I.1 EVOLUCIÓN DE LA ECONOMÍA MUNDIAL

Aunque la economía mundial sigue su curso de recuperación gradual, el ritmo de crecimiento mundial ha vuelto a ralentizarse, debido principalmente a la evolución en la zona del euro. Al mismo tiempo, el ritmo de expansión también se ha desacelerado en varias economías emergentes, en parte como consecuencia de un entorno exterior más débil, pero también del anterior endurecimiento de las políticas económicas en algunos de los principales países. Según se desprende de los datos de las encuestas más recientes, en el tercer trimestre se mantuvo la atonía de la actividad, en la medida en que el clima empresarial siguió deteriorándose. En agosto, el índice PMI global de producción de manufacturas y servicios descendió hasta 51,1 desde el nivel de 51,7 observado en julio, como resultado del estancamiento de los nuevos pedidos. El PMI global más reciente de producción manufacturera repuntó ligeramente en septiembre, al moderarse el ritmo de contracción en Estados Unidos, la UE y Asia. La debilidad de la confianza empresarial y de los consumidores, la fragilidad de los mercados de trabajo y el actual proceso de saneamiento de los balances seguirán limitando el ritmo de crecimiento en varias economías avanzadas, mientras que, en comparación, se prevé que en las economías emergentes el crecimiento del PIB, a pesar de la desaceleración, seguirá siendo sólido.

Gráfico 1 PMI: producción mundial

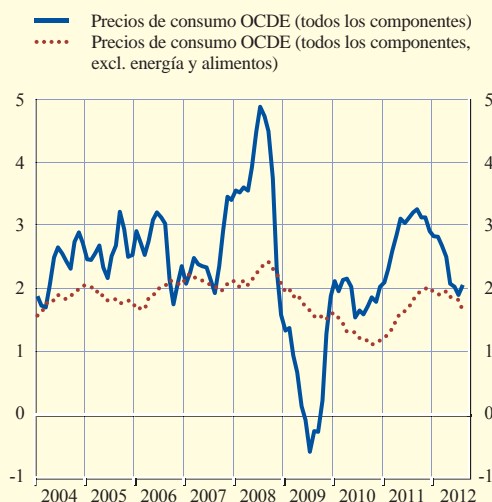
(índice de difusión; datos mensuales desestacionalizados)



Fuente: Markit.

Gráfico 2 Evolución internacional de los precios

(datos mensuales; tasas de variación interanual)



Fuente: OCDE.

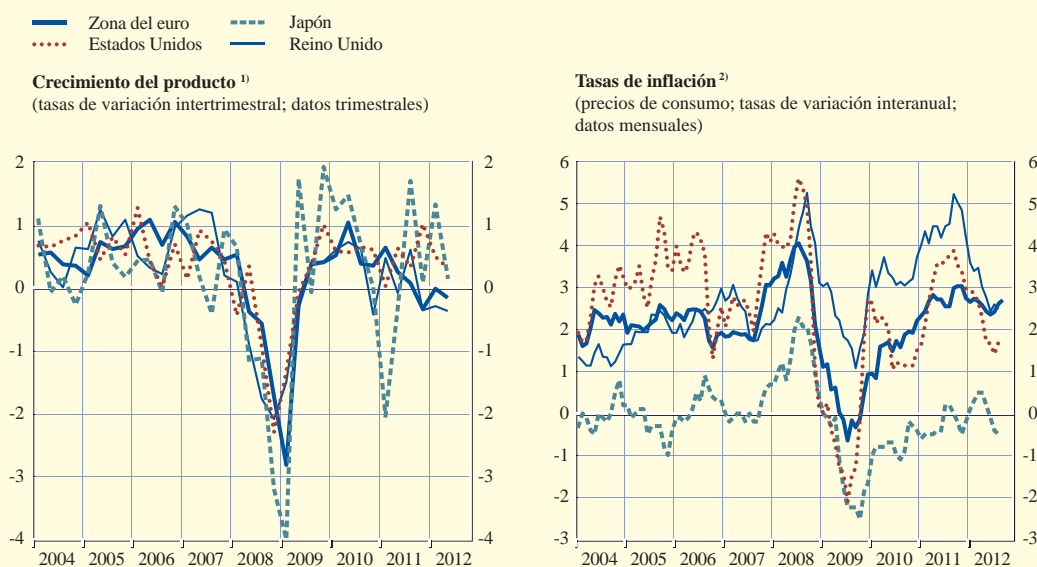
La inflación mundial repuntó ligeramente en agosto, impulsada, en gran medida, por las subidas de los precios del petróleo y de la energía. En los países de la OCDE, la inflación medida por los precios de consumo se elevó hasta el 2% en el año transcurrido hasta agosto, desde el 1,9% observado en julio. Excluidos la energía y los alimentos, la tasa de inflación interanual se redujo aún más, hasta el 1,6% en agosto, desde el 1,8% de julio. En varias economías emergentes, las tasas de inflación interanual también aumentaron, pero se mantienen notablemente por debajo de los máximos registrados el pasado año.

ESTADOS UNIDOS

En Estados Unidos, el crecimiento del PIB real perdió algo de impulso en el segundo trimestre de 2012. Según la tercera estimación de la Oficina de Análisis Económico (Bureau of Economic Analysis), el PIB real creció a una tasa anualizada del 1,3% (0,3% en tasa intertrimestral) en el segundo trimestre de 2012, frente al 2% (0,5% en tasa intertrimestral) del primer trimestre. Ello representa una revisión a la baja de 0,4 puntos porcentuales con respecto al 1,7% declarado anteriormente. La revisión del crecimiento del PIB refleja revisiones a la baja generalizadas de la demanda interna y de las exportaciones, que se compensaron, en parte, con un menor descenso del consumo público. El aumento del PIB real en el segundo trimestre refleja, principalmente, las contribuciones positivas del gasto en consumo personal y, en menor medida, de la inversión privada y la demanda exterior neta, que se contrarrestaron parcialmente con contribuciones negativas de las existencias privadas y del gasto público. En términos reales, el crecimiento de la renta personal disponible se redujo hasta el 3,1% (en tasa anualizada), desde el 3,7% del primer trimestre.

Los datos más recientes publicados ofrecen señales ambivalentes que sugieren una moderada expansión económica en el tercer trimestre de 2012. Entre los aspectos negativos, la confianza empresarial en el tercer trimestre fue inferior a la del trimestre anterior, mientras que la producción industrial registró una

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.

considerable caída en agosto, lo que sugiere una desaceleración de la inversión empresarial. Además, los datos sobre empleo de los dos primeros meses del tercer trimestre mostraron cierta debilidad, mientras que la evolución del comercio exterior en julio fue poco dinámica. Más positiva fue la evolución de la confianza de los consumidores, que aumentó de forma notable en septiembre, de lo que se deduce que el consumo privado podría haber repuntado en el tercer trimestre. Asimismo, los indicadores del mercado de la vivienda siguieron mejorando, lo que evidencia aún más que este mercado está registrando una recuperación sostenida y que se espera que haya contribuido positivamente al crecimiento en el tercer trimestre de 2012.

Por lo que respecta a la evolución de los precios, la inflación interanual, medida por el IPC, aumentó desde el 1,4 % registrado en julio hasta el 1,7 % en agosto, alcanzando su nivel máximo desde mayo de 2012. El aumento de la inflación general reflejó, principalmente, el repunte de los precios de la energía en agosto, frenando la tendencia a la baja. La inflación interanual de precios de los alimentos siguió moderándose aún más, situándose en el 2 %, frente al máximo del 4,7 % observado en octubre de 2011. Excluidos la energía y los alimentos, la inflación interanual descendió hasta el 1,9 %, desde el 2,1 % de julio.

El 13 de septiembre de 2012, el Comité de Operaciones de Mercado Abierto de la Reserva Federal decidió poner en marcha una tercera ronda de medidas de relajación cuantitativa (denominada «QE3») para estimular aún más la economía. El Comité se propone comprar un volumen adicional de bonos de titulización hipotecaria de agencias a un ritmo de 40 mm de dólares estadounidenses al mes. También mantendrá su programa de ampliar el vencimiento medio de sus tenencias de valores hasta final de año, conforme a lo anunciado en junio, así como su política actual de reinvertir los pagos del principal de sus tenencias de deuda de agencias y de bonos de titulización hipotecaria de agencias. Con estas medidas, el Comité espera presionar a la baja sobre los tipos de interés a largo plazo, brindar respaldo a los mercados hipotecarios y ayudar a que las condiciones financieras sean, en general, más acomodaticias. El Comité decidió, asimismo, no modificar la banda del 0 % al 0,25 % fijada como objetivo para el tipo de interés de los fondos federales y anticipó que probablemente se justifique mantener dicho tipo en niveles excepcionalmente bajos como mínimo hasta mediados de 2015.

JAPÓN

En Japón, la segunda publicación de los datos sobre las cuentas nacionales mostró que el crecimiento del PIB real se ralentizó hasta el 0,2 % (revisado a la baja desde el 0,3 %), en tasa intertrimestral, en el segundo trimestre del año, en comparación con el 1,3 % del primer trimestre. La desaceleración se debió, en parte, al estancamiento del consumo privado, que contribuyó tan solo 0,1 puntos porcentuales al crecimiento del PIB en el segundo trimestre de 2012 (en comparación con 0,7 puntos porcentuales en el trimestre anterior). Además, la contribución al PIB real tanto de la demanda exterior neta de bienes y servicios como de las existencias privadas fue negativa en el segundo trimestre (en torno a -0,1 y -0,2 puntos porcentuales, respectivamente). Los datos de alta frecuencia más recientes parecen apuntar a cierta pérdida de impulso del crecimiento en el tercer trimestre. La producción industrial se redujo de nuevo en agosto, un 1,3 %. Al mismo tiempo, las exportaciones reales de bienes descendieron por cuarto mes consecutivo en agosto (un 0,6 %), mientras que las importaciones reales se redujeron casi un 4 %. El índice de difusión Tankan del Banco de Japón de coyuntura económica, correspondiente a las grandes empresas manufactureras, se situó en -3 en el tercer trimestre de 2012 (en comparación con el nivel de -1 del trimestre anterior), lo que confirma la debilidad de las perspectivas para este trimestre.

La inflación interanual medida por el IPC se mantuvo en el -0,4 % en agosto, y la inflación subyacente (excluidos la energía, los alimentos y las bebidas) se mantuvo sin variación en el -0,61 %. El 19 de septiembre de 2012, el Banco de Japón anunció un cambio en su programa de compra de activos. El

saldo vivo máximo de activos financieros adquiridos a través del programa asciende actualmente a 55 billones de yenes, lo que representa un aumento de 10 billones, que se compone de 5 billones en deuda pública japonesa y 5 billones en letras del Tesoro con descuento. También se eliminó el tipo mínimo de puja tanto para la deuda pública como para los valores de renta fija privada. Las compras incrementadas en el marco del programa habrán concluido hacia finales de junio de 2013 en lo que se refiere a las letras del Tesoro con descuento y en torno al final de 2013 en lo que respecta a la deuda pública japonesa. El Banco de Japón mantuvo sin variación, entre el 0% y el 0,1%, el objetivo fijado para los tipos de interés.

REINO UNIDO

En el Reino Unido, el PIB real se redujo un 0,4%, en tasa intertrimestral, en el segundo trimestre de 2012, debido principalmente a factores transitorios. Es probable que el PIB real haya aumentado en el tercer trimestre, debido, una vez más, a este tipo de factores. Los indicadores de opinión del sector manufacturero y del sector servicios mejoraron, en la mayoría de los casos, en agosto, y la producción industrial repuntó en julio. No obstante, los indicadores adelantados siguen siendo relativamente moderados y la confianza de los consumidores continúa siendo baja, lo que confirma la debilidad del ritmo de crecimiento subyacente de la economía. La situación del mercado de trabajo ha dado señales de mejora, con una tasa de paro que se sitúa en el 8,1% y un crecimiento del empleo del 0,8% en los tres meses transcurridos hasta julio de 2012. De cara al futuro, es probable que la recuperación económica solo cobre impulso de manera muy gradual, ya que se prevé que la demanda interna siga estando limitada por las restrictivas condiciones de concesión de crédito, el ajuste de los balances de los hogares y las sustanciales restricciones presupuestarias.

La inflación interanual medida por el IPC descendió hasta el 2,5% en agosto, desde el 2,6% de julio, mientras que, si se excluyen la energía y los alimentos no elaborados, la tasa se redujo hasta el 2,2%, desde el 2,4%. De cara al futuro, la existencia de capacidad productiva sin utilizar y la lenta recuperación de la actividad económica deberían contribuir a moderar las presiones inflacionistas. En su reunión de 6 de septiembre de 2012, el Comité de Política Monetaria del Bank of England mantuvo el tipo de interés oficial en el 0,5% y el volumen de su programa de compras de activos en 375 mm de libras esterlinas.

CHINA

En China, los indicadores económicos muestran un panorama desigual, lo que sugiere que el crecimiento podría haber tocado fondo, aunque todavía no se observan señales convincentes de recuperación. El crecimiento de la producción industrial se ha seguido debilitando, situándose en una tasa interanual del 8,9% en agosto de 2012. Tanto el índice PMI del sector privado como el PMI oficial del sector manufacturero, correspondientes a septiembre, aumentaron moderadamente, pero se mantuvieron por debajo del umbral de 50 que separa la expansión de la contracción. El subcomponente de nuevos pedidos, que es un indicador adelantado, aumentó de forma más vigorosa, aunque se mantuvo por debajo del umbral de 50, mientras que la acumulación de existencias parece haber tocado a su fin. El mercado de la vivienda siguió mejorando en agosto: los indicadores de actividad muestran, una vez más, crecimiento positivo en tasas interanuales y los precios registran un aumento por tercer mes consecutivo (véase también el recuadro 2). El crecimiento de las ventas del comercio al por menor se estabilizó, mientras que el comercio exterior mantuvo la moderación en agosto. El crecimiento de las exportaciones totales siguió siendo débil, registrándose de nuevo un descenso en tasa interanual de las exportaciones a la zona del euro y una recuperación de las exportaciones a Asia y Estados Unidos. Con la caída de las importaciones en agosto, el superávit comercial mensual volvió a aumentar, hasta situarse en 26,6 mm de dólares estadounidenses. La inflación interanual medida por el IPC se elevó hasta el 2% en agosto, desde el 1,8% del mes anterior, manteniéndose muy por debajo del objetivo del 4% establecido por el Gobierno para 2012, mientras que los préstamos denominados en renminbi y el agregado monetario amplio siguieron aumentando con fuerza.

Recuadro 2

EVOLUCIÓN DEL MERCADO DE LA VIVIENDA EN CHINA

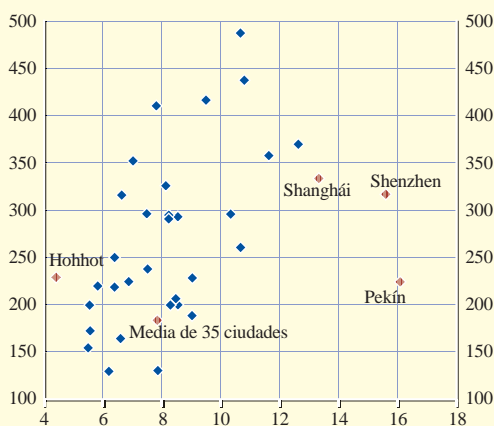
Tras los acusados aumentos de los precios de la vivienda y de la actividad entre 2005 y 2011, la reciente debilidad del mercado de la vivienda chino ha reavivado la inquietud de que una fuerte corrección podría tener un impacto negativo en las perspectivas de crecimiento del país y, a su vez, en la economía mundial. A continuación, se analiza la probabilidad de que se materialice un acontecimiento de esta naturaleza examinando las variables fundamentales del mercado de la vivienda chino y su importancia para la economía de China.

La inversión en vivienda ha sido una fuente de crecimiento cada vez más importante para China en los últimos años. La inversión inmobiliaria representa alrededor del 25 % de la inversión total en activos fijos, a la que es atribuible el 50 % del crecimiento del PIB desde 2006. En porcentaje del PIB, la inversión inmobiliaria aumentó del 10 % en 2006 al 16 % en 2011. La construcción y los servicios en el sector inmobiliario emplean a más del 10 % de la población activa y contribuyen al 13 % del valor añadido total. Además, la inversión inmobiliaria tiene fuertes conexiones con otras industrias como las de maquinaria y equipo.

Los precios de la vivienda en China han aumentado de forma acusada en los últimos años y son elevados en comparación con la renta. En promedio, el precio por metro cuadrado de la vivienda en una muestra de 35 ciudades grandes y medianas casi se triplicó entre 1999 y 2011, aunque este promedio oculta grandes disparidades. El precio de una vivienda de 100 m², expresado en múltiplos de la renta

Gráfico A Precios de la vivienda en 35 ciudades

Eje de abscisas: precio de una vivienda de 100 m² en renta disponible anual en 2011
Eje de ordenadas: incremento porcentual del precio por metro cuadrado, 1999-2011

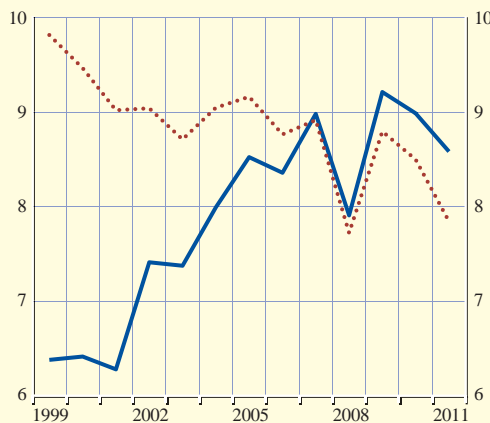


Fuentes: Instituto Nacional de Estadística de China y cálculos del BCE.

Gráfico B Precios de la vivienda (1999-2011, media de 35 ciudades)

Eje de abscisas: precio medio de la vivienda en renta disponible anual

— Vivienda de tamaño medio
..... Vivienda de 100 m²



Fuentes: Instituto Nacional de Estadística de China y cálculos del BCE. Notas: El precio de una vivienda de 100 m² se basa en un tamaño de familia y un espacio vital por persona constantes. En el precio de una vivienda media se tienen en cuenta los cambios en el tamaño de la familia y en el espacio vital por persona.

anual disponible de una familia media de 3,3 personas, también varía notablemente, desde 4,4 veces la renta anual en ciudades de la periferia (Hohhot, Mongolia Interior) hasta casi 16 veces en ciudades grandes y florecientes como Pekín y Shenzhen (véase gráfico A). En promedio, la ratio se redujo entre 1999 y 2011, dado que la renta disponible aumentó a un ritmo más rápido que el precio del metro cuadrado (11 %, frente al 9 %, en tasa interanual. Véase la línea roja de puntos del gráfico B).

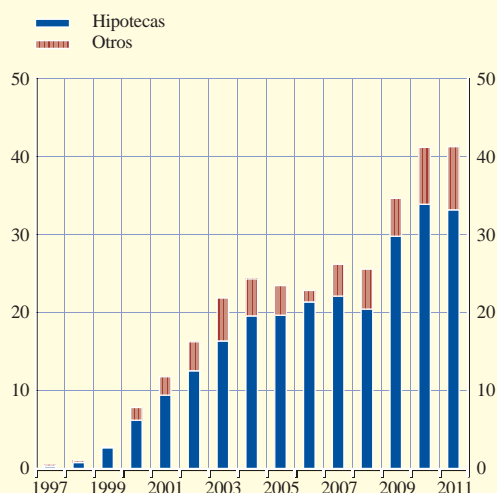
Sin embargo, si se considera el aumento de la superficie de la vivienda promedio, el panorama comienza a ser diferente. En los últimos años, el espacio vital ha aumentado desde una media de 19,4 m² per cápita en 1999 a 32,7 m² per cápita en 2011, mientras que el tamaño medio de los hogares se ha reducido de 3,6 a 3,1 personas, lo que significa que la vivienda media se ha incrementado de 70 m² a 101 m². Como resultado, el precio de la vivienda media (expresado en múltiplos de renta) ha aumentado de 6,4 en 1999 a 8,6 en 2011 (véase la línea azul del gráfico B).

Aunque la inversión inmobiliaria y los precios de la vivienda han aumentado de forma acusada en los últimos años, varios factores sugieren que parece improbable que se produzca una corrección significativa. En primer lugar, la demanda de viviendas sigue siendo elevada como consecuencia de la continua urbanización. Además, las nuevas construcciones reflejan, en parte, la sustitución de viviendas antiguas, de baja calidad, y no suponen un incremento de la oferta neta de viviendas. Al mismo tiempo, las estrictas restricciones administrativas, en particular las que afectan a la compra de segundas y terceras viviendas, desincentivan la especulación. En el caso de que se produjera un brusco enfriamiento del mercado inmobiliario, podrían revertirse esas medidas a fin de estimular la demanda, y también, por motivos de capacidad financiera, podrían cambiar las preferencias recientes por las viviendas más grandes. Finalmente, el excedente de viviendas sin vender, como consecuencia del reciente enfriamiento del mercado inmobiliario, ha comenzado a reducirse últimamente en las grandes ciudades como Pekín.

Cabe la posibilidad de que, si los hogares han extrapolado hacia el futuro las recientes tasas de crecimiento de la renta, las evaluaciones de accesibilidad a la vivienda —reflejadas en la demanda de viviendas más grandes— hayan sido excesivamente optimistas, especialmente dado que se prevé que la tasa de crecimiento potencial de China se desacelere en los próximos años. Como consecuencia, podría producirse una caída de los precios, que deprimiría temporalmente las ventas de viviendas al ajustarse los precios, y crearía un excedente de viviendas sin vender. El apalancamiento de los consumidores no es muy elevado, de modo que el impacto que tendría sobre el consumo una perturbación a la baja del sector inmobiliario sería probablemente menor. La deuda hipotecaria en porcentaje de la renta disponible ha aumentado de forma acusada en los últimos años hasta situarse en el 33 % en 2011 (véase gráfico C). La

Gráfico C Crédito al consumo

(porcentaje de la renta disponible)



Fuentes: CEIC, Banco Central de la República Popular China e Instituto Nacional de Estadística de China.

relación préstamo-valor de las hipotecas de los hogares es normalmente baja; por consiguiente, se prevé que el desapalancamiento del sector inmobiliario asociado a la caída de los precios de la vivienda será limitado. Sin embargo, una fuerte corrección del mercado inmobiliario afectaría negativamente a las transacciones de bienes raíces y a la actividad en la construcción, lo que podría contagiarse a otras ramas de actividad. No obstante, por los motivos antes mencionados, parece improbable que se produzca una corrección fuerte y brusca de los precios de la vivienda, aunque en algunas ciudades sí podrían mostrar cierta volatilidad.

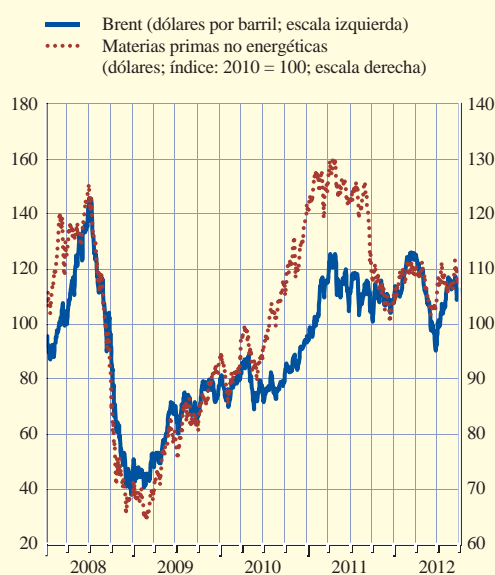
1.2 MERCADOS DE MATERIAS PRIMAS

Los precios del petróleo bajaron en torno al 1,5 % en septiembre, revirtiendo así, en parte, el incremento que se inició en julio. El 2 de octubre, el precio del barril de Brent se situaba en 116 dólares estadounidenses, lo que representa un aumento del 24 % con respecto al mínimo registrado en 2012, el 26 de junio; aún así, los precios se sitúan todavía un 11 % por debajo del máximo alcanzado el 14 de marzo de este año. 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 105 dólares estadounidenses el barril (véase también el recuadro 4).

La reciente bajada de los precios del petróleo refleja una combinación de factores de oferta y de demanda. Por el lado de la oferta, Arabia Saudita anunció un aumento del suministro en respuesta a las pérdidas de producción registradas tras la imposición de sanciones a Irán en particular. Este anuncio contrarrestó, en parte, la presión al alza sobre los precios del petróleo, causada por el descenso de la oferta, tanto de la OPEP como de los países no pertenecientes a la OPEP en los meses anteriores. Los informes de los mercados respecto a una posible liberación de las reservas estratégicas de petróleo por parte de los países industrializados también contribuyeron a rebajar los precios. Por el lado de la demanda, aunque, en general, se prevé que la demanda de crudo siga creciendo a un ritmo constante en 2013, la Agencia Internacional de la Energía revisó ligeramente a la baja sus previsiones de crecimiento de la demanda de petróleo como consecuencia de la desaceleración de la actividad económica mundial.

Los precios de las materias primas no energéticas aumentaron de nuevo en septiembre, tras registrar ligeros descensos en agosto. El aumento tuvo su origen, principalmente, en la subida de los precios de los metales y del mineral de hierro. Los precios de las materias primas agrícolas continuaron su caída tras los máximos registrados en junio y julio como consecuencia de las sequías en Estados Unidos. En términos agregados, el índice de precios de las

Gráfico 4 Evolución de los precios de las materias primas



Fuentes: Bloomberg y HWWI.

materias primas no energéticas (denominado en dólares estadounidenses) se situaba, hacia finales de septiembre, un 3 % por encima del nivel de comienzos del año.

1.3 TIPOS DE CAMBIO

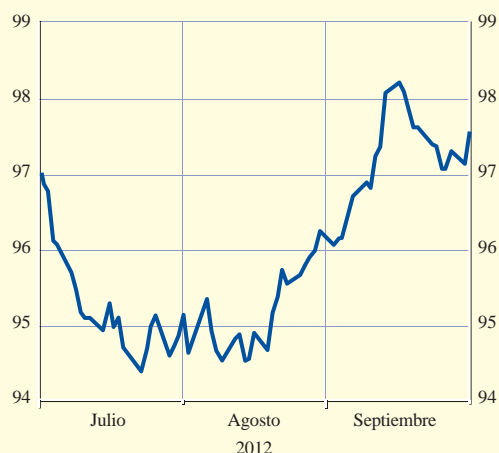
Entre finales de junio y principios de octubre de 2012, el tipo de cambio efectivo del euro prácticamente no experimentó variación en un entorno de descenso de la volatilidad. La depreciación continuada del tipo de cambio de la moneda única durante el mes de julio comenzó a revertirse a mediados de agosto y, el 2 de octubre de 2012, el tipo de cambio efectivo nominal del euro, medido frente a las monedas de 20 de los socios comerciales más importantes de la zona del euro, se situaba un 0,4 % por encima del nivel registrado a finales de junio de 2012 y un 5,6 % por debajo de la media de 2011 (véase gráfico 5).

En términos bilaterales, en los tres últimos meses el euro se ha apreciado frente a la mayoría de las principales monedas. Entre el 29 de junio y el 2 de octubre de 2012, el euro se apreció frente al dólar estadounidense (un 2,7 %), el yen japonés (un 0,9 %) y el franco suizo (un 0,6 %), pero se depreció frente a la libra esterlina (un 0,8 %). Durante el mismo período, el euro también se depreció frente a algunas otras monedas europeas (véase el cuadro 1), como el zloty polaco (un 3,4 %), la corona checa (un 2,3 %) y el forint húngaro (un 0,8 %). La volatilidad de los mercados, medida a partir de los precios de las opciones sobre tipos de cambio, se ha reducido en general en los tres últimos meses y se mantiene por debajo de las medias históricas.

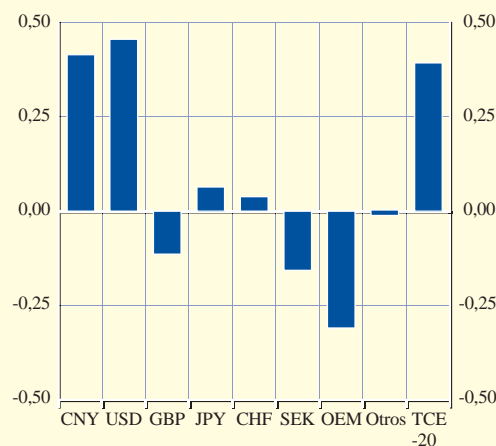
Gráfico 5 Tipo de cambio efectivo del euro (TCE-20) y sus componentes¹⁾

(datos diarios)

Índice: I 1999 = 100



Contribuciones a las variaciones del TCE 20²⁾
Del 29 de junio al 2 de octubre 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 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 utilizando las correspondientes ponderaciones basadas en el comercio del índice TCE-20.

Cuadro I Evolución del tipo de cambio del euro¹⁾

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

	Ponderación en el TCE-20	Nivel a 2 de octubre de 2012	Apreciación (+)/depreciación (-) del euro a 2 de octubre de 2012		
			desde: 29 de junio de 2012	2 de enero de 2012	en comparación con: media de 2011
Renminbi chino	18,8	8,178	2,2	0,3	-9,1
Dólar estadounidense	16,9	1,293	2,7	0,0	-7,1
Libra esterlina	14,9	0,801	-0,8	-4,1	-7,8
Yen japonés	7,2	101,0	0,9	1,5	-9,0
Franco suizo	6,5	1,210	0,6	-0,4	-1,8
Zloty polaco	6,2	4,103	-3,4	-8,3	-0,4
Corona checa	5,0	25,06	-2,3	-1,7	1,9
Corona sueca	4,7	8,533	-2,7	-4,4	-5,5
Won coreano	3,9	1.439	-0,2	-3,7	-6,7
Forint húngaro	3,2	285,6	-0,8	-9,2	2,2
TCEN ²⁾		97,6	0,4	-1,9	-5,6

Fuente: BCE.

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

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

Entre el 29 de junio y el 2 de octubre de 2012, las monedas que participan en el MTC II se han mantenido, en general, estables frente al euro, cotizando al tipo de cambio correspondiente a las respectivas paridades centrales o en torno a dichas paridades. El látex cotizó en la zona más fuerte de su paridad central dentro de la banda de $\pm 1\%$ establecida unilateralmente.

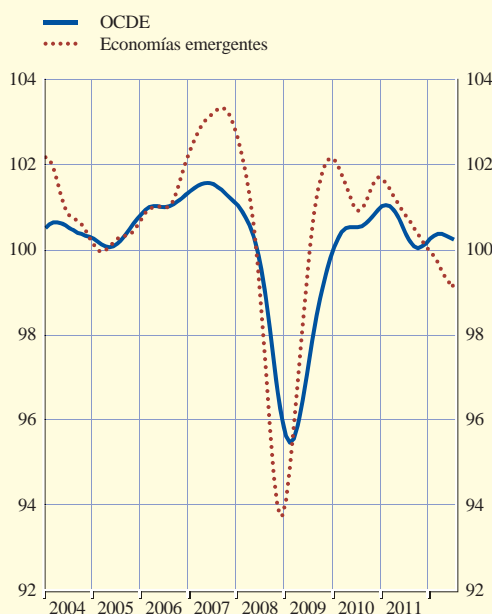
1.4 PERSPECTIVAS DEL ENTORNO EXTERIOR

De cara al futuro, es probable que la pérdida de impulso del crecimiento mundial persista en los próximos meses. El componente de nuevos pedidos del índice PMI global del sector manufacturero muestra señales de estabilización en niveles bajos, con un moderado aumento hasta 48,9 en septiembre, desde el nivel de 46,7 registrado en agosto. El índice se mantiene por debajo del umbral de 50 que separa la expansión de la contracción y muy por debajo de la media de largo plazo, lo que sugiere que las perspectivas de la actividad industrial no son muy halagüeñas. El indicador sintético adelantado de la OCDE, que tiene por objeto anticipar los puntos de giro en la actividad económica en relación con la tendencia, continúa señalando un débil ritmo de crecimiento tanto en el área de la OCDE como en las principales economías no pertenecientes a esta organización.

Las perspectivas del entorno exterior de la zona del euro siguen estando sujetas a un alto grado de incertidumbre, como consecuencia de las tensiones

Gráfico 6 Indicadores sintéticos adelantados de la OCDE

(datos mensuales; ajustados a la amplitud del ciclo)



Fuente: OCDE.

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

en los principales segmentos de los mercados financieros y de los desequilibrios fiscales y mundiales. Los riesgos para las perspectivas mundiales se mantienen a la baja y están relacionados, principalmente, con los efectos de contagio de la evolución en la zona del euro, tanto a través del comercio exterior y la confianza como, en menor medida, la incertidumbre respecto a la escala de las medidas fiscales, especialmente en Estados Unidos.

2 EVOLUCIÓN MONETARIA Y FINANCIERA

2.1 DINERO Y CRÉDITO DE LAS IFM

Los datos monetarios de agosto de 2012 confirman el lento ritmo de expansión monetaria y crediticia subyacente que ya ha venido observándose durante un largo período. Asimismo, la tasa de crecimiento interanual de M1 continuó aumentando, debido a la preferencia del sector tenedor de dinero por activos altamente líquidos en un entorno de reducidos tipos de interés y de elevada incertidumbre. Los préstamos de las IFM al sector privado no financiero de la zona del euro permanecieron en un nivel bajo en términos históricos y continuaron ocultando evoluciones significativamente dispares entre países. Las condiciones de demanda explican gran parte de la actual debilidad de la actividad crediticia, aunque en algunos países también persisten las restricciones de oferta. Para asegurar la financiación adecuada de la economía cuando se recupere la demanda, las entidades de crédito de varios países de la zona del euro tendrán que avanzar en el proceso de ajuste de sus balances.

EL AGREGADO MONETARIO AMPLIO M3

La tasa de crecimiento interanual de M3 disminuyó hasta el 2,9% en agosto de 2012, frente al 3,6% de julio (véase gráfico 7)¹. La moderación de esta tasa fue consecuencia, principalmente, de un efecto de base y de que los flujos de entrada mensuales en activos monetarios fueron limitados en agosto (crecimiento intermensual del 0,2%).

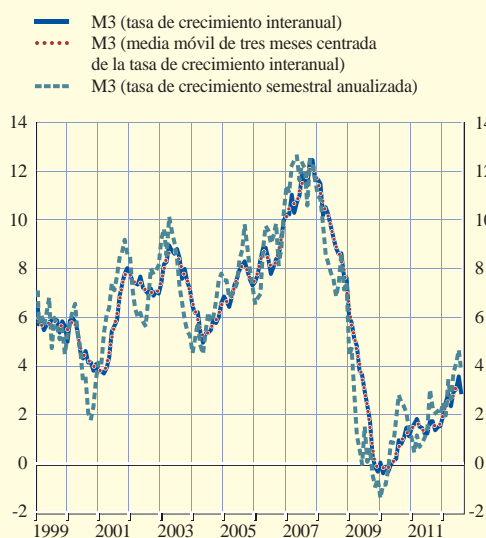
Por lo que respecta a los componentes, el sector tenedor de dinero continuó desplazando volúmenes significativos de fondos hacia activos monetarios altamente líquidos, en detrimento de otros activos tanto incluidos como no incluidos en M3. Esta evolución fue generalizada en los distintos sectores y refleja, sobre todo, una marcada preferencia por la liquidez en el actual entorno de tipos de interés muy bajos (véase el recuadro 3, titulado «El impacto de unos tipos de interés muy bajos en la dinámica monetaria») y de elevada incertidumbre.

En cuanto a las contrapartidas, la tasa de crecimiento interanual del crédito a las Administraciones Públicas continuó siendo elevada en agosto, aunque disminuyó. Los préstamos de las IFM al sector privado no financiero volvieron a contraerse, en gran parte como consecuencia de las significativas amortizaciones neta mensuales de préstamos a sociedades no financieras. La posición acreedora neta frente al exterior de las IFM registró ligeras entradas mensuales, lo que respalda la valoración de que los inversores extranjeros adquirieron deuda pública emitida por países de la zona del euro.

¹ A partir de los datos de agosto de 2012, M3 excluye las cesiones temporales efectuadas a través de entidades de contrapartida central, mientras que los préstamos al sector privado en las contrapartidas de M3 excluyen las adquisiciones temporales de IFM realizadas a través de entidades de contrapartida central. Este cambio es aplicable a los datos monetarios correspondientes a junio de 2010 y posteriores. Para más detalles, véase el recuadro 3, titulado «El ajuste de las estadísticas monetarias sobre cesiones temporales con entidades de contrapartida central», *Boletín Mensual*, BCE, septiembre de 2012.

Gráfico 7 Crecimiento de M3

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



Fuente: BCE.

El volumen de los principales activos de las IFM de la zona del euro se contrajo sustancialmente en agosto, sobre todo como consecuencia de la notable reducción de los préstamos interbancarios y de los activos exteriores.

Recuadro 3

EL IMPACTO DE UNOS TIPOS DE INTERÉS MUY BAJOS EN LA DINÁMICA MONETARIA

En la reunión celebrada el 5 de julio de 2012, el Consejo de Gobierno decidió reducir los tipos de interés oficiales del BCE a mínimos históricos. En este entorno, las sólidas relaciones empíricas derivadas de los niveles de tipos de interés observados históricamente podrían verse afectadas significativamente por posibles fenómenos no lineales. En cuanto al análisis monetario, estos efectos pueden estar relacionados con: i) la demanda de dinero, incluidas las implicaciones para las propiedades del dinero como indicador de la actividad económica y de la inflación, y ii) los fondos del mercado monetario y su papel en la provisión de financiación a las entidades de crédito. En este recuadro se llega a la conclusión de que, en un entorno de tipos de interés próximos a cero, existen no linealidades para la demanda de dinero, aunque su importancia puede calificarse de limitada dados los actuales niveles de tipos de interés.

La demanda de dinero con tipos de interés muy bajos

Las consideraciones teóricas sugieren que extrapolar el comportamiento de la demanda de dinero observado en un rango de niveles habituales de tipos de interés al caso en el que los tipos de interés se aproximan a cero podría no proporcionar información fiable¹. Sin embargo, la posibilidad de que la demanda de dinero esté sujeta a cambios significativos cuando los tipos de interés pasan a ser muy bajos tiene importantes implicaciones para la política monetaria, ya que un incremento atípico de los saldos monetarios a medida que los tipos de interés se aproximan a cero puede interpretarse, erróneamente, como indicativo de la transmisión del estímulo monetario y, por tanto, del aumento de las presiones expansivas, cuando, de hecho, puede reflejar un cambio en el comportamiento convencional de la demanda de dinero.

La evidencia empírica relativa a los efectos de unos tipos de interés oficiales muy bajos a lo largo de un prolongado período de tiempo es escasa, pero existe, por ejemplo, para Estados Unidos y Japón. En el caso de Japón, hay una evidencia sólida de no linealidades en la demanda de M1 cuando los tipos de interés son reducidos. Este patrón es coherente con las predicciones teóricas convencionales de la demanda de dinero con costes de oportunidad bajos. Sin embargo, no puede descartarse que esta observación se viera afectada por la política de relajación cuantitativa explícita adoptada por el Banco de Japón durante el período en el que se observó el citado patrón. En cambio, en Estados Unidos, la evidencia de la existencia de no linealidades en la demanda de dinero es algo más débil. Los resultados empíricos también sugieren que los nuevos fondos tienden a invertirse en activos de mayor riesgo y a más largo plazo para beneficiarse del repunte en la rentabilidad de dichos activos. Al mismo tiempo, no existen indicios empíricos de que se hayan producido ajustes a gran escala en los saldos monetarios con cargo a los pasivos monetarios, que podrían suponer dificultades de financiación significativas para las entidades de crédito.

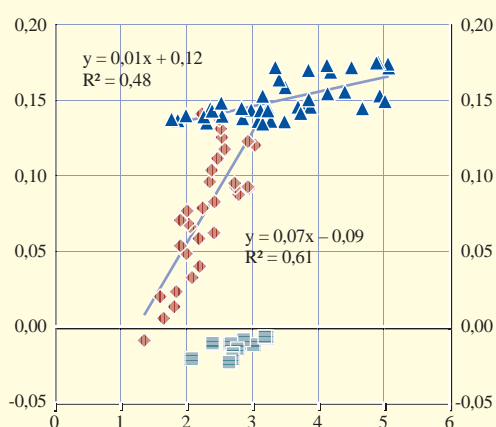
1 Véanse, entre otros, C. Mulligan y X. Sala-i-Martin, «Extensive margins and the demand for money at low interest rates», *Journal of Political Economy*, vol. 108 (5), octubre de 2000, pp. 961-991; J. Nagayasu, «A re-examination of the Japanese money demand function and structural shifts», *Journal of Policy Modeling*, vol. 25 (4), junio de 2003, pp. 359-375; y K. Nakashima, «An extremely-low-interest-rate policy and the shape of the Japanese money demand function», *Macroeconomic Dynamics*, vol. 13 (5), noviembre de 2009, pp. 553-579.

Gráfico A Velocidad de circulación de M3 en la zona del euro y coste de oportunidad de M3

(porcentajes; escala logarítmica)

Eje de abscisas: coste de oportunidad de M3
Eje de ordenadas: velocidad de circulación (logaritmo)

- ▲ I 1990-IV 2000
- ◆ I 2001-IV 2008
- I 2009-IV 2012



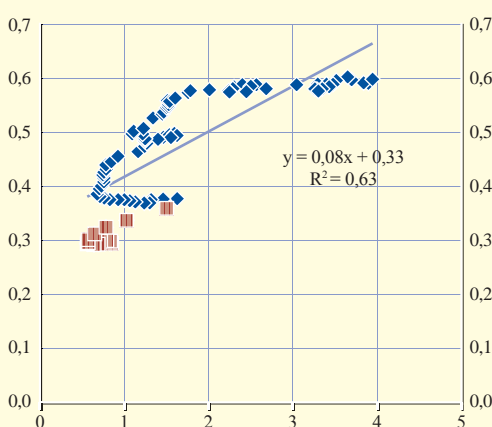
Fuentes: BCE y cálculos del BCE.

Gráfico B Velocidad de circulación de M1 en la zona del euro y coste de oportunidad de M1

(porcentajes; escala logarítmica)

Eje de abscisas: coste de oportunidad de M1
Eje de ordenadas: velocidad de circulación (logaritmo)

- ◆ I 2001-IV 2008
- I 2009-I 2012



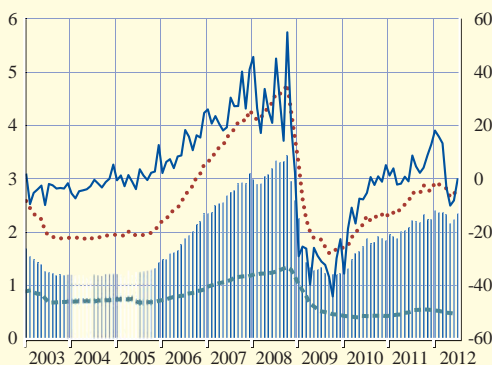
Fuentes: BCE y cálculos del BCE.

El análisis de la relación entre los costes de oportunidad y la velocidad de circulación del dinero en la zona del euro pone de manifiesto un comportamiento acorde con las predicciones teóricas convencionales. La línea de regresión entre estos dos factores tiene, en general, una pendiente positiva, ya que unos tipos de interés más elevados dan lugar a un descenso de los saldos monetarios en relación con el PIB. Sin embargo, parece que esta relación lineal dista mucho de ser estable y es menos pronunciada en el caso de M3 (véase gráfico A) que en el de M1 (véase gráfico B). Desde principios de 2009, cuando los tipos de interés oficiales de la zona del euro se recortaron a mínimos sin precedentes, la velocidad de circulación de ambos agregados monetarios solo registró movimientos menores. Sin embargo, a pesar de la reducción de los tipos de interés oficiales a mínimos históricos, los costes de oportunidad, tras haber caído de forma acusada a finales de 2008, se han incrementado en la zona del euro en los tres últimos años, como consecuencia del impacto de la crisis de la deuda soberana en los rendimientos de la deuda pública de algunos países de la zona (véase gráfico C). Por tanto, en conjunto, la experiencia

Gráfico C Remuneración de los depósitos a corto plazo y de los depósitos a la vista y flujos de entrada en depósitos a corto plazo en la zona del euro

(en porcentaje; flujos en mm de euros)

- Diferencial entre los depósitos a corto plazo y los depósitos a la vista – coste de oportunidad– (escala izquierda)
- Tipo de interés de los depósitos a plazo hasta un año (escala izquierda)
- - - Tipo de interés de los depósitos a la vista (escala izquierda)
- Variación mensual de los depósitos a corto plazo de los hogares (escala derecha)



Fuentes: BCE y cálculos de BCE.

de la zona del euro no apunta a un rápido descenso de la velocidad de circulación de M1 al caer los costes de oportunidad, aunque la pendiente de la línea de regresión se ha allanado claramente a medida que los costes de oportunidad pasaron a ser bastante bajos².

La mayor preferencia por el agregado monetario estrecho en épocas de tipos de interés reducidos también afecta a la cuestión de si se prefieren los depósitos a la vista o los billetes. Hasta el momento se ha observado que los desplazamientos de cartera desde otros tipos de activos se han dirigido predominantemente hacia los depósitos líquidos, más que hacia los billetes. Un motivo no desdeñable es que los depósitos y los billetes no son sustitutos perfectos, ya que estos últimos pueden movilizarse con menor facilidad y, superado un determinado umbral, conllevan unos costes logísticos significativos en concepto de transporte, almacenamiento, seguridad y seguros. La experiencia con unos tipos de interés muy bajos adquirida hasta el momento en grandes áreas monetarias no apunta a una sustitución importante a favor de los billetes.

Consecuencias de los bajos tipos de interés para la financiación de mercado de las entidades de crédito

Como consecuencia de los niveles históricamente bajos de los tipos de interés oficiales en la zona del euro, el rendimiento neto de los instrumentos financieros a corto plazo es exiguo desde hace ya algún tiempo. En estas circunstancias, los fondos del mercado monetario (FMM), por ejemplo, han registrado retiradas en los últimos trimestres. En un entorno de disminución de los activos gestionados por los FMM, la cantidad de liquidez de que disponen estos fondos para adquirir valores de renta fija emitidos por las entidades de crédito también se redujo. Así pues, una situación como esta puede traducirse en nuevas restricciones en el acceso a la financiación de las entidades de crédito. Por consiguiente, la decisión adoptada el 5 de julio por el Consejo de Gobierno de reducir a cero el tipo de interés de la facilidad de depósito del BCE generó cierta inquietud acerca de que descensos adicionales en los rendimientos del mercado monetario pudieran intensificar las presiones sobre los FMM, con posibles consecuencias negativas para la situación de financiación de las entidades de crédito. Además de lo anterior, los requisitos regulatorios de próxima aplicación relacionados con las estrategias de financiación de los bancos tienden a favorecer las fuentes de financiación minorista frente a la financiación de mercado, lo que podría afectar, por tanto, a los esfuerzos de las entidades de crédito por financiarse mediante la emisión de valores.

Parece que el sector bancario de la zona del euro ya ha anticipado estos cambios, por ejemplo captando y manteniendo depósitos minoristas del sector privado no financiero. Así, en la medida en que el aumento de los depósitos a la vista se derive de la venta, por parte de entidades del sector tenedor de dinero, de activos no bancarios con riesgo a no residentes en la zona del euro, los flujos respectivos reflejan, en última instancia, una mejora de la situación de financiación de las entidades de crédito. Al mismo tiempo, en la medida en que la expansión de los depósitos de M1 refleje desplazamientos de cartera en detrimento de otros pasivos bancarios, la situación de financiación de los bancos se ve afectada principalmente en lo que se refiere a su vencimiento.

² Los costes de oportunidad en la zona del euro no han caído nunca, por el momento, hasta unos niveles tan bajos, en los que sería de esperar que se manifestaran efectos no lineales. En Estados Unidos, donde la disminución de los rendimientos a largo plazo se tradujo en unos costes de oportunidad próximos a cero, la demanda de dinero aumentó, con la consiguiente reducción de la velocidad de circulación del dinero.

PRINCIPALES COMPONENTES DE M3

En cuanto a los componentes de M3, la tasa de crecimiento interanual de M1 aumentó hasta el 5,1% en agosto, frente al 4,5% de julio, impulsada por los significativos flujos mensuales de entrada en depósitos a la vista, que fueron generalizados en los distintos sectores. M1 es actualmente el componente que más contribuye al

crecimiento del agregado monetario amplio, y representó 2,6 puntos porcentuales de la tasa de crecimiento interanual de M3 de agosto, que fue del 2,9%. La tasa de crecimiento interanual de los depósitos a corto plazo distintos de los depósitos a la vista (M2 menos M1) cayó hasta el 0,8% en agosto, desde el 2,2% de julio, como consecuencia del desplazamiento de fondos hacia los depósitos a la vista, en detrimento de los depósitos a plazo hasta dos años. Además de la elevada incertidumbre, reflejada en el bajo nivel de confianza de los consumidores y las empresas, el estrechamiento del diferencial entre la remuneración de estos dos tipos de depósito explica, en parte, este trasvase de fondos. En cambio, los depósitos de ahorro a corto plazo (disponibles con preaviso hasta tres meses) continuaron registrando elevadas entradas mensuales.

La tasa de crecimiento interanual de los instrumentos negociables (M3 menos M2), que registraba una tendencia al alza desde el verano de 2011, cayó hasta el -0,5% en agosto, desde el 4,3% de julio, reflejando el fuerte flujo negativo mensual. Las salidas se concentraron principalmente en las tenencias de valores distintos de acciones (con vencimiento inicial hasta dos años) de las IFM. Además, en el difícil entorno de negocio actual en el que operan los fondos del mercado monetario, el sector tenedor de dinero vendió participaciones en estos fondos, al igual que en meses anteriores.

La tasa de crecimiento interanual de los depósitos de M3 (incluidas las cesiones temporales) se redujo hasta el 2,4% en agosto, desde el 2,9% de julio. La contribución de los intermediarios financieros no monetarios distintos de las empresas de seguros y fondos de pensiones (OIF) al crecimiento interanual de este componente pasó a ser negativa en agosto, debido a las significativas salidas que registraron los depósitos a corto plazo distintos de los depósitos a la vista, lo que podría guardar relación con el hecho de que los inversores institucionales desplazaran sus fondos hacia activos alternativos no incluidos en M3. Los hogares siguieron siendo los que más contribuyeron a los depósitos de M3, como reflejan los considerables flujos de entrada mensuales en los depósitos a la vista de este sector.

PRINCIPALES CONTRAPARTIDAS DE M3

La tasa de crecimiento interanual del crédito concedido por las IFM a residentes en la zona del euro se redujo hasta el 0,5% en agosto, frente al 1% de julio (véase cuadro 2). El crédito otorgado a las Administraciones Públicas mantuvo una elevada tasa de crecimiento, aunque esta fue significativamente inferior a la observada en julio, sobre todo debido a un efecto de base. Entre los componentes de esta partida, los préstamos registraron unas amortizaciones netas moderadas en agosto. En cambio, las IFM aumentaron ligeramente sus tenencias de valores de deuda pública. Al mismo tiempo, las IFM de algunos países vendieron volúmenes considerables de estos instrumentos, en parte a no residentes, en el contexto de la mejora del clima de los mercados, que también tuvo su reflejo en la reducción de los rendimientos de la deuda soberana.

La tasa de crecimiento interanual del crédito al sector privado volvió a disminuir en agosto, hasta el -1,2%, frente al -0,9% de julio, debido principalmente a dos factores. En primer lugar, en agosto se observaron considerables amortizaciones netas mensuales de préstamos de las IFM a las sociedades no financieras, por lo que el crecimiento interanual de los préstamos otorgados por las IFM al sector privado (ajustados de ventas y titulizaciones) pasó a ser negativo y se situó en el -0,2% en dicho mes, frente al 0,1% de julio. En segundo lugar, el crecimiento interanual de las tenencias de valores distintos de acciones emitidos por el sector privado en poder de las IFM fue significativamente más negativo, reflejando, en parte, la reversión de anteriores operaciones de titulización.

La tasa de crecimiento interanual de los préstamos concedidos por las IFM a las sociedades no financieras (ajustados de ventas y titulizaciones) volvió a disminuir, situándose en el -0,5% en agosto, frente al -0,2% de julio (véase cuadro 3), como consecuencia, en gran parte, de las considerables amortizaciones netas mensuales de agosto mencionadas anteriormente. Las amortizaciones netas se concentraron en los

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					
		2011 III	2011 IV	2012 I	2012 II	2012 Jul	2012 Ago
M1	51,9	1,4	1,9	2,3	2,8	4,5	5,1
Efectivo en circulación	8,9	4,5	6,2	6,1	5,5	5,9	5,2
Depósitos a la vista	43,0	0,8	1,0	1,5	2,2	4,3	5,0
M2 - M1 (= otros depósitos a corto plazo)	39,4	3,4	2,3	2,7	2,8	2,2	0,8
Depósitos a plazo hasta dos años							
Depósitos disponibles con preaviso hasta tres meses	18,6	3,1	2,0	3,4	2,7	0,7	-2,3
	20,9	3,7	2,5	2,1	2,9	3,6	3,8
M2	91,3	2,3	2,1	2,5	2,8	3,5	3,2
M3 - M2 (= instrumentos negociables)	8,7	-5,9	-3,6	-0,1	2,6	4,3	-0,5
M3	100,0	1,5	1,5	2,2	2,8	3,6	2,9
Crédito a residentes en la zona del euro		2,2	1,1	1,2	1,3	1,0	0,5
Crédito a las Administraciones Públicas		5,2	1,4	5,2	8,4	9,4	8,0
Préstamos a las Administraciones Públicas		7,0	-2,1	-4,6	-1,7	1,3	1,7
Crédito al sector privado		1,6	1,1	0,3	-0,3	-0,9	-1,2
Préstamos al sector privado		2,3	1,8	0,7	-0,1	-0,4	-0,6
Préstamos al sector privado ajustados de ventas y titulizaciones ²⁾		2,5	2,0	1,1	0,5	0,1	-0,2
Pasivos financieros a más largo plazo (excluidos capital y reservas)		3,5	2,6	0,4	-2,4	-4,4	-4,4

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.

préstamos a corto y a medio plazo, mientras que el flujo de préstamos a largo plazo fue nulo. La tasa de crecimiento interanual de los préstamos otorgados por las IFM a los hogares (ajustados de ventas y titulizaciones) se mantuvo sin variación en el 1 % en agosto. El flujo mensual fue moderadamente positivo y correspondió, sobre todo, a préstamos para adquisición de vivienda.

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					
		2011 III	2011 IV	2012 I	2012 II	2012 Jul	2012 Ago
Sociedades no financieras	42,7	1,6	1,7	0,7	0,1	-0,4	-0,8
<i>Ajustados de ventas y titulizaciones²⁾</i>	-	<i>2,3</i>	<i>2,0</i>	<i>0,9</i>	<i>0,3</i>	<i>-0,2</i>	<i>-0,5</i>
Hasta un año	24,7	4,1	3,7	0,6	0,1	0,1	-0,3
De uno a cinco años	17,8	-2,8	-2,6	-3,0	-2,6	-2,7	-3,3
Más de cinco años	57,4	2,1	2,3	2,0	1,0	0,1	0,1
Hogares³⁾	47,8	3,0	2,2	1,2	0,4	0,3	0,2
<i>Ajustados de ventas y titulizaciones²⁾</i>	-	<i>2,7</i>	<i>2,3</i>	<i>1,9</i>	<i>1,4</i>	<i>1,0</i>	<i>1,0</i>
Crédito al consumo ⁴⁾	11,6	-2,0	-2,0	-1,8	-2,1	-2,1	-2,4
Préstamos para adquisición de vivienda ⁴⁾	72,6	4,0	3,0	1,8	0,9	0,8	0,8
Otras finalidades	15,8	2,4	1,8	0,9	0,2	-0,5	-0,4
Empresas de seguros y fondos de pensiones	0,8	7,1	4,2	-3,1	-5,4	-8,6	-11,2
Otros intermediarios financieros no monetarios	8,8	1,5	-0,2	-1,8	-3,3	-2,8	-3,4

Fuente: BCE.

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

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

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

3) Según la definición del SEC 95.

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

En conjunto, los préstamos al sector privado no financiero de la zona del euro permanecen en un nivel bajo en términos históricos y continúan ocultando evoluciones visiblemente dispares entre países, debidas, entre otros motivos, a la diferente importancia de los factores de oferta y de demanda.

Por el lado de la demanda, la persistente debilidad de la actividad económica en un entorno de elevada incertidumbre, la baja confianza de los consumidores y las empresas, y la necesidad de reducir los altos niveles de deuda de los hogares y las empresas han seguido afectando a la toma de préstamos en algunos países de la zona del euro. Además, las empresas grandes y con un elevado nivel de caja de algunos países han sustituido la financiación bancaria por la financiación interna y en los mercados.

Por lo que respecta a los factores de oferta, las restricciones de capital de las entidades de crédito continúan obstaculizando la oferta de crédito a la economía real en algunos países de la zona del euro. La fragmentación de los mercados financieros también está contrayendo el crecimiento del crédito, aunque en distinta medida en los diferentes países. Al mismo tiempo, las dos operaciones de financiación a plazo más largo (OFPML) con vencimiento a tres años han aliviado sustancialmente las presiones de financiación y los problemas de liquidez del sistema bancario, evitando así un desapalancamiento desordenado y brusco.

La tasa de crecimiento interanual de los pasivos financieros a más largo plazo (excluidos capital y reservas) continuó descendiendo en agosto, hasta situarse en el $-4,4\%$. Los depósitos a más de dos años registraron ligeras entradas en agosto, tras las fuertes salidas del mes anterior. Los valores distintos de acciones a largo plazo (a más de dos años) de las IFM en manos del sector tenedor de dinero siguieron registrando entradas poco significativas. Las IFM con dificultades de financiación probablemente continuaron sustituyendo, en parte, los valores distintos de acciones a su vencimiento por la liquidez recibida a través de las dos OFPML a tres años. Al mismo tiempo, las entidades de crédito siguieron recomprando sus propios valores distintos de acciones para mejorar sus ratios de capital.

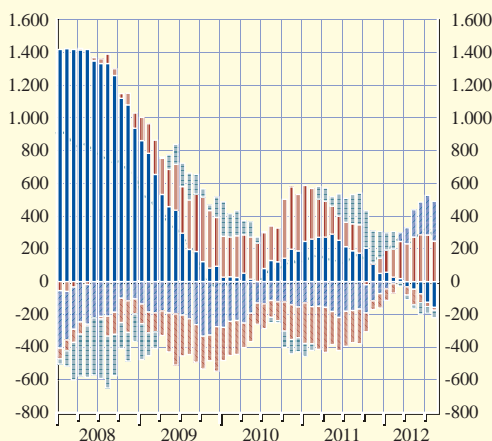
La posición acreedora neta frente al exterior de las IFM de la zona del euro registró una disminución de 46 mm de euros en los doce meses transcurridos hasta agosto (véase gráfico 8). En términos mensuales, en agosto se observó un moderado flujo de entrada de capital —aunque menor que en julio—, que obedece a las compras de deuda pública de la zona del euro por parte de inversores extranjeros. En términos netos, el sector tenedor de dinero de la zona del euro también ha dejado de traspasar fondos hacia fuera de la zona del euro.

En conjunto, los datos de agosto confirman que el ritmo de crecimiento monetario y crediticio subyacente ha sido lento durante un largo período. Las condiciones de demanda explican gran parte de la actual debilidad de la actividad crediticia de las IFM. Al mismo tiempo, las restricciones de oferta

Gráfico 8 Contrapartidas de M3

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

- Crédito al sector privado (1)
- Crédito a las AAPP (2)
- Activos exteriores netos (3)
- Pasivos financieros a más largo plazo (excluidos capital y reservas) (4)
- Otras contrapartidas (incluidos capital y reservas) (5)
- M3



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.

afectan al crecimiento del crédito en varios países de la zona del euro. En otros países, algunas sociedades no financieras están financiando sus necesidades de capital circulante y sus inversiones recurriendo a fuentes de financiación internas y externas, en vez de utilizar los préstamos de las IFM.

2.2 EMISIONES DE VALORES

La tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones emitidos por residentes en la zona del euro aumentó hasta el 4% en julio de 2012, como consecuencia del incremento de las emisiones de estos valores por parte de la mayoría de los sectores, salvo el de las instituciones financieras no monetarias. El crecimiento interanual de los valores distintos de acciones emitidos por las sociedades no financieras mantuvo la tendencia al alza registrada el año anterior, posiblemente relacionada con la moderada evolución de los préstamos bancarios. En cambio, la tasa de crecimiento interanual de la emisión de acciones cotizadas continuó disminuyendo, situándose en el 1% en julio.

VALORES DISTINTOS DE ACCIONES

La tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones emitidos por residentes en la zona del euro se incrementó casi 30 puntos básicos en julio de 2012 con respecto al mes anterior, situándose en el 4% (véase cuadro 4). El principal factor determinante de este aumento fue el crecimiento de la emisión de valores distintos de acciones a corto plazo, que fue del 4,5%, alrededor de 2 puntos porcentuales por encima del nivel de junio. La tasa de crecimiento interanual de la emisión de valores a largo plazo experimentó un leve avance y se situó justo por debajo del 4%. Sin embargo, la tasa de crecimiento semestral anualizada desestacionalizada de las emisiones de valores distintos de acciones, que refleja mejor las tendencias a corto plazo, se redujo ligeramente, hasta el 3%. Utilizando la misma medida, las emisiones de deuda descendieron, o se mantuvieron prácticamente sin variación, en todos los sectores, con la notable excepción del sector de las IFM (véase gráfico 9). En concreto, las emisiones de las Administraciones Públicas se contrajeron hasta el 3,4% en julio, frente al 4,2% del mes precedente, mientras que las emisiones de las sociedades no financieras permanecieron casi sin cambios en el 11%.

En los últimos meses, a pesar de algunos indicios de recuperación de las emisiones de valores distintos de acciones a corto plazo, la actividad de refinanciación ha seguido concentrada en las emisiones a

Cuadro 4 Valores emitidos por residentes en la zona del euro

Sector emisor	Saldo vivo (mm de euros) Julio 2012	Tasas de crecimiento interanual ¹⁾					
		2011 III	2011 IV	2012 I	2012 II	2012 Jun	2012 Jul
Valores distintos de acciones	16.858	3,5	3,1	4,1	4,2	3,8	4,0
IFM	5.644	1,9	3,3	4,6	3,8	3,4	4,2
Instituciones financieras no monetarias	3.289	-0,4	-1,2	-0,5	2,6	1,7	1,4
Sociedades no financieras	947	4,9	5,0	6,6	9,1	10,1	10,2
Administraciones Públicas	6.977	6,6	4,9	5,8	4,7	4,2	4,4
<i>De las cuales:</i>							
Administración Central	6.271	5,9	4,2	4,8	3,8	3,5	3,4
Otras Administraciones Públicas	706	14,6	13,2	16,8	14,3	11,7	14,8
Acciones cotizadas	4.062	1,9	1,6	1,6	1,4	1,1	1,0
IFM	310	12,4	10,0	10,8	10,0	7,7	5,8
Instituciones financieras no monetarias	287	5,0	5,2	3,6	3,1	2,8	2,8
Sociedades no financieras	3.464	0,4	0,3	0,3	0,3	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».

largo plazo, especialmente a tipo de interés fijo. La tasa de crecimiento interanual de la emisión de valores distintos de acciones a largo plazo a tipo fijo repuntó hasta el 4,9% en julio, desde el 4,8% de junio. Al mismo tiempo, la emisión de valores distintos de acciones a largo plazo a tipo de interés variable disminuyó hasta el 0,4% en julio, manteniéndose por tanto en un nivel reducido.

Por sectores, en términos de tasas de crecimiento interanual, las emisiones de deuda aumentaron sobre todo en el caso de las IFM y de las Administraciones Públicas. Las emisiones de las sociedades no financieras también repuntaron ligeramente, hasta el 10,2% en términos interanuales, manteniendo así la tendencia al alza registrada desde 2011. En concreto, en julio, el mayor ritmo de avance de las emisiones de valores distintos de acciones a largo plazo compensó con creces el descenso de las emisiones a corto plazo.

La tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones emitidos por el sector de Administraciones Públicas se incrementó hasta el 4,4%, frente al 4,2% de junio, deteniendo así el descenso observado desde finales de 2011. Si se adopta una perspectiva a más largo plazo, a partir del segundo semestre de 2009, las emisiones de deuda por parte de este sector han registrado una moderación sustancial, como consecuencia de las medidas de consolidación fiscal adoptadas por los países de la zona del euro.

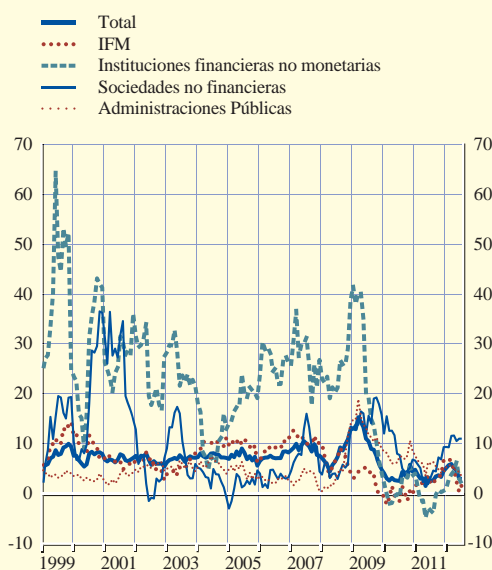
En cuanto al sector financiero, la tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones emitidos por las IFM aumentó por segundo mes consecutivo, situándose en el 4,2%, una subida de 70 puntos básicos con respecto a junio, que se debió, principalmente, al dinamismo de las emisiones de valores distintos de acciones a corto plazo. Por último, la tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones emitidos por las instituciones financieras no monetarias cayó desde el 1,7% de junio hasta el 1,4% de julio.

ACCIONES COTIZADAS

La tasa de crecimiento interanual de la emisión total de acciones cotizadas por parte de residentes

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

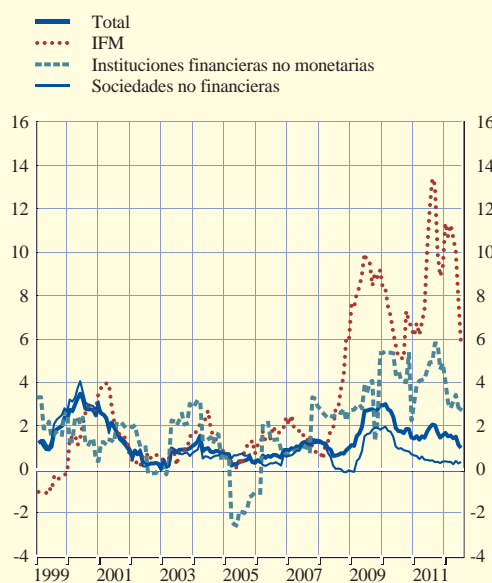
(tasas de crecimiento semestrales anualizadas desestacionalizadas)



Fuente: BCE.

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.

en la zona del euro disminuyó hasta situarse en el 1 % en julio, principalmente debido a una moderación de las emisiones de acciones por parte de las IFM (véase gráfico 10). De hecho, la tasa de crecimiento interanual de las acciones emitidas por las IFM cayó desde el 7,7 % de junio hasta el 5,8 % de julio, su nivel más bajo desde principios de 2011. En los seis primeros meses de 2012, el nivel sostenido de las emisiones de acciones de las IFM fue reflejo de la necesidad de los bancos de la zona del euro de reforzar sus balances reponiendo sus bases de capital. El crecimiento interanual de las acciones cotizadas emitidas por las sociedades no financieras y por las instituciones financieras no monetarias se mantuvo prácticamente sin variación en julio, en el 0,3 % y el 2,8 %, respectivamente.

2.3 TIPOS DE INTERÉS DEL MERCADO MONETARIO

Los tipos de interés del mercado monetario descendieron ligeramente entre principios de septiembre y comienzos de octubre de 2012. En el noveno período de mantenimiento de 2012, que comenzó el 12 de septiembre, el eonia se mantuvo en un nivel bajo, reflejando el abundante exceso de liquidez.

Los tipos de interés del mercado monetario sin garantías, medidos por el euríbor, descendieron ligeramente entre principios de septiembre y comienzos de octubre de 2012. El 2 de octubre, los tipos euríbor a un mes, a tres meses, a seis meses y a doce meses se situaron en el 0,12 %, el 0,22 %, el 0,44 % y el 0,68 %, respectivamente, es decir 1, 5, 9 y 10 puntos básicos por debajo de los niveles observados el 5 de septiembre. En consecuencia, el diferencial entre el euríbor a doce meses y a un mes —un indicador de la pendiente de la curva de rendimientos del mercado monetario— disminuyó 10 puntos básicos, hasta situarse en 57 puntos básicos el 2 de octubre (véase gráfico 11).

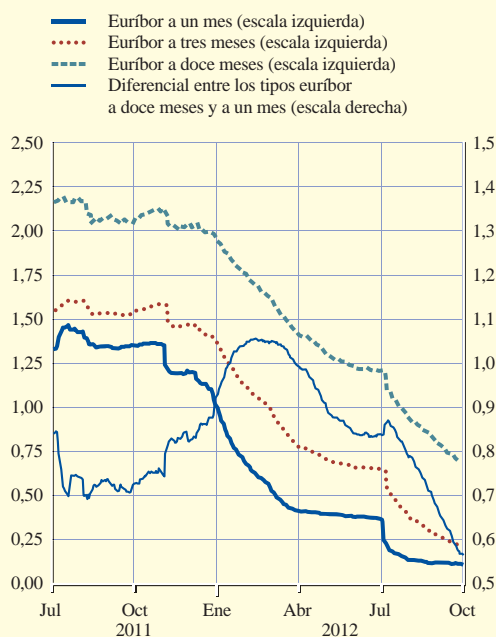
El tipo *swap* del eonia a tres meses se situó en el 0,09 % el 2 de octubre, 1 punto básico por encima del nivel observado el 5 de septiembre. El correspondiente euríbor disminuyó 5 puntos básicos y se situó en el 0,22 % el 2 de octubre, lo que hizo que el diferencial entre el euríbor a tres meses y el tipo *swap* del eonia al mismo plazo retrocediera 6 puntos básicos y se situara en 14 puntos básicos, manteniéndose así básicamente acorde con los niveles observados antes del verano de 2011.

El 2 de octubre, los tipos de interés implícitos en los precios de los futuros del euríbor a tres meses con vencimiento en diciembre de 2012 y en marzo, junio y septiembre de 2013 se situaron en el 0,19 %, el 0,20 %, el 0,23 % y el 0,26 %, respectivamente, lo que representa aumentos de 2, 2, 1 y 0 puntos básicos, respectivamente, en comparación con los niveles observados el 5 de septiembre.

Las fluctuaciones del eonia fueron muy limitadas en septiembre, manteniendo el patrón observado

Gráfico 11 Tipos de interés del mercado monetario

(porcentajes; diferencial en puntos porcentuales; datos diarios)



Fuentes: BCE y Thomson Reuters.

desde principios de año. El diferencial negativo entre el eonia y el tipo de las operaciones principales de financiación reflejó el volumen total del exceso de liquidez. Entre el 5 de septiembre y el final del octavo período de mantenimiento del año (11 de septiembre), el eonia permaneció estable entre el 0,10% y el 0,11%, en un contexto de persistente exceso de liquidez. El 2 de octubre, el eonia se situó en el 0,087% (véase gráfico 12).

Entre el 5 de septiembre y el 2 de octubre, el Eurosistema realizó varias operaciones de financiación, todas ellas mediante el procedimiento de subasta a tipo de interés fijo con adjudicación plena. En las operaciones principales de financiación del noveno período de mantenimiento, que se llevaron a cabo los días 11, 18 y 25 de septiembre y 2 de octubre, el Eurosistema adjudicó 130,3 mm de euros, 119,9 mm de euros, 117,3 mm de euros y 102,9 mm de euros, respectivamente. El Eurosistema también efectuó dos operaciones de financiación a plazo más largo (OFPML) en septiembre: una operación de financiación a plazo especial el 11 de septiembre con plazo de vencimiento de un período de mantenimiento (en la que se adjudicaron 13,8 mm de euros) y una OFPML a tres meses el 26 de septiembre (en la que se adjudicaron 18,7 mm de euros).

Además, el Eurosistema llevó a cabo cuatro operaciones de absorción de liquidez a una semana los días 11, 18 y 25 de septiembre y 2 de octubre, aplicando un procedimiento de subasta a tipo de interés variable con un tipo máximo de puja del 0,75%. Con estas operaciones, el Eurosistema absorbió totalmente la liquidez asociada a las adquisiciones realizadas en el marco del programa para los mercados de valores, cuyo saldo vivo ascendía a un total de 209,5 mm de euros el 2 de octubre.

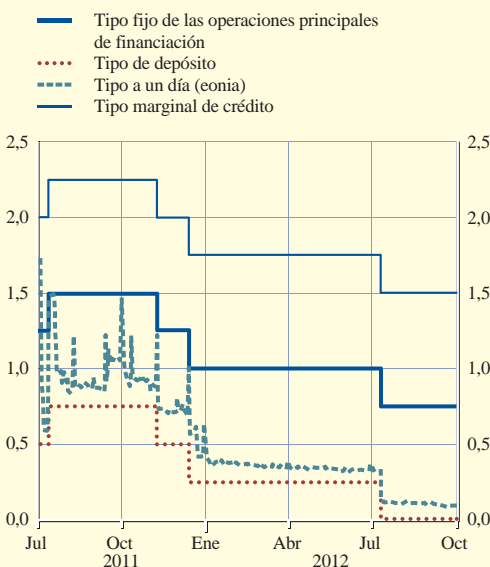
En el noveno período de mantenimiento del año, que comenzó el 12 de septiembre, el recurso medio diario a la facilidad de depósito se situó en 311 mm de euros el 2 de octubre.

2.4 MERCADOS DE RENTA FIJA

Los rendimientos de la deuda pública a largo plazo con calificación AAA se incrementaron unos 20 puntos básicos en la zona del euro en la primera mitad de septiembre, antes de retroceder hasta los niveles observados a finales de agosto, y el 2 de octubre se situaron en torno al 1,9%. En Estados Unidos, los rendimientos de la deuda pública a largo plazo registraron un aumento de unos 10 puntos básicos entre finales de agosto y el 2 de octubre de 2012, fecha en que se situaron alrededor del 1,6%. Los rendimientos de la deuda pública a largo plazo de los países de la zona del euro sometidos a tensiones financieras descendieron considerablemente y, en consecuencia, los diferenciales de la deuda pública frente a los bonos alemanes se redujeron. Durante el período de referencia, la evolución de los mercados de renta fija reflejó fundamentalmente la mejora del clima de los mercados tras el anuncio por

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

(porcentajes; datos diarios)



Fuentes: BCE y Thomson Reuters.

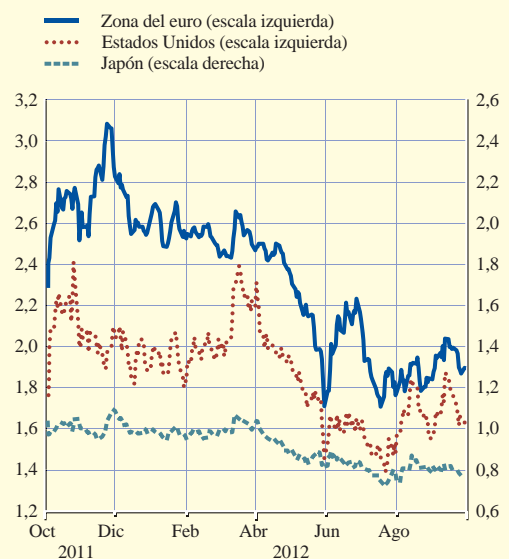
parte del BCE de las modalidades de ejecución de las operaciones monetarias de compraventa y la aprobación definitiva del Mecanismo Europeo de Estabilidad (MEDE) por parte del Tribunal Constitucional Federal alemán. Hacia el final del período considerado, la preocupación de los mercados sobre las perspectivas económicas y la evolución de las finanzas públicas en algunos países de la zona del euro influyeron negativamente en el clima de los mercados. La incertidumbre existente en torno a la evolución futura de los mercados de renta fija de la zona del euro, medida por la volatilidad implícita de estos mercados, siguió disminuyendo. Aunque los indicadores basados en los mercados han mostrado cierta volatilidad, sugieren que las expectativas de inflación siguen firmemente ancladas en niveles acordes con la estabilidad de precios.

En la primera mitad del período comprendido entre finales de agosto y el 2 de octubre de 2012, los rendimientos de la deuda pública a largo plazo con calificación AAA de la zona del euro se incrementaron 20 puntos básicos aproximadamente, antes de retroceder hasta los niveles observados a finales de agosto, y el 2 de octubre se situaron en torno al 1,9%. En Estados Unidos, los rendimientos de la deuda pública a largo plazo se elevaron 10 puntos básicos durante el período de referencia, y el 2 de octubre se situaron alrededor del 1,6%, siguiendo el mismo patrón de aumento en la primera mitad de septiembre y de posterior descenso en la segunda quincena del mes (véase gráfico 13).

La evolución de los mercados de deuda soberana en la primera mitad de septiembre reflejó el clima favorable de los mercados ante el anuncio por parte del BCE de las modalidades de ejecución de las operaciones monetarias de compraventa y una mejora adicional de dicho clima después del anuncio. Esto vino acompañado de un aumento del apetito de los inversores por la deuda pública de los países de la zona del euro sometidos a tensiones financieras, lo que facilitó la reversión de los anteriores desplazamientos de fondos hacia activos más seguros. El impulso positivo observado en los mercados de la zona del euro se vio reforzado por la aprobación definitiva del MEDE por parte de Tribunal Constitucional Federal alemán. Además, el programa de adquisiciones indefinidas de bonos de titulización hipotecaria de agencias anunciado por la Reserva Federal de Estados Unidos sirvió de apoyo a los valores de más riesgo y contribuyó a reducir los riesgos de cola, impulsando, en general, al alza los rendimientos de la deuda pública de emisores soberanos con calificación AAA. No obstante, en la segunda mitad de septiembre, la preocupación de los mercados acerca de las perspectivas económicas y la evolución de las finanzas públicas de algunos países de la zona del euro, particularmente España, así como el «precipicio fiscal» al que se acerca Estados Unidos neutralizaron, en cierta medida, las noticias positivas de la primera mitad del mes.

Gráfico 13 Rendimiento de la deuda pública a largo plazo

(porcentajes; datos diarios)



Fuentes: EuroMTS, BCE, Bloomberg y Thomson Reuters.
 Notas: 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 rendimiento de la deuda pública de la zona del euro se basa en datos del BCE sobre deuda con calificación AAA, que actualmente incluyen bonos de Alemania, Austria, Finlandia, Francia y Países Bajos.

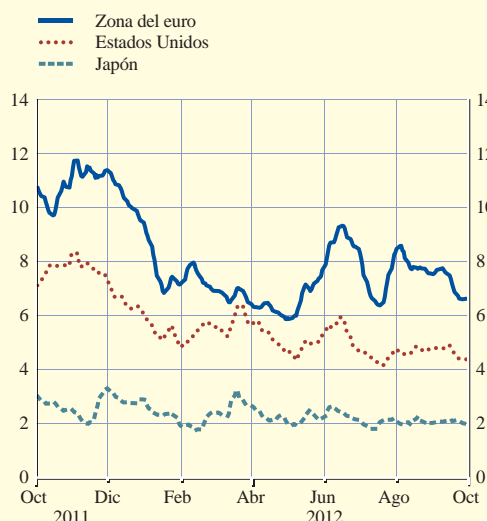
El diferencial de tipos de interés nominales entre los rendimientos de la deuda pública a diez años de Estados Unidos y la de la zona del euro descendió ligeramente y el 2 de octubre se situó en torno a 30 puntos básicos. En Japón, los rendimientos de la deuda pública al mismo plazo se mantuvieron próximos al 0,8% durante el período de referencia, ligeramente por encima de los niveles más bajos registrados desde 2003.

La incertidumbre de los inversores acerca de la evolución a corto plazo de los mercados de renta fija de la zona del euro, medida por la volatilidad implícita obtenida de las opciones, volvió a disminuir en septiembre unos 100 puntos básicos y se situó en el 6,5% el 2 de octubre. Pese a la reducción registrada recientemente, la volatilidad de estos mercados en la zona del euro sigue siendo elevada en términos históricos y se encuentra en niveles próximos a los vigentes justo antes de la quiebra de Lehman Brothers. En Estados Unidos, la volatilidad implícita descendió 50 puntos básicos y se situó en torno al 4,3% a principios de octubre, alrededor de 200 puntos básicos por debajo de los niveles observados justo antes de la quiebra de Lehman Brothers. En Japón, la volatilidad implícita se mantuvo prácticamente sin cambios, aproximadamente en el 2%.

En cuanto a la evolución de los mercados de deuda soberana de la zona del euro, el incremento general de los rendimientos de la deuda pública de emisores soberanos con calificación AAA fue acompañado de un descenso de los rendimientos de los bonos de los emisores soberanos sometidos a tensiones financieras, lo que se tradujo en una reducción de los diferenciales de la deuda pública de la mayor parte de los países de la zona. Más concretamente, en el período analizado, los diferenciales de rendimientos de la deuda soberana a diez años frente a los bonos soberanos alemanes disminuyeron en todos los países de la zona del euro excepto en uno. El mayor descenso, de más de 400 puntos básicos, fue, con diferencia, el experimentado por Grecia, mientras que los diferenciales de los otros dos países acogidos a programas de asistencia financiera, Irlanda y Portugal, retrocedieron en torno a 100 y 40 puntos básicos, respectivamente. Los diferenciales de Italia y España también registraron una disminución sustancial, de más de 100 puntos básicos. Estos descensos se produjeron en el contexto del anuncio por parte del BCE de las modalidades de ejecución de las operaciones monetarias de compraventa, lo que pareció reducir las primas de riesgo, incluidas las relacionadas con los temores acerca de una posible ruptura de la zona del euro. En estos países se observaron mejoras similares o incluso más significativas en los segmentos a corto plazo del mercado. Dado que los rendimientos de la deuda pública de la mayoría de los demás países de la zona se mantuvieron prácticamente sin cambios, sus diferenciales frente a la deuda pública alemana descendieron, debido al incremento del rendimiento de esta última. Únicamente los rendimientos de la deuda pública finlandesa aumentaron más que los de los bonos alemanes, lo que hizo que el diferencial fuera más amplio a principios de octubre que a finales de agosto.

Gráfico 14 Volatilidad implícita de los mercados de deuda pública

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



Fuente: Bloomberg.

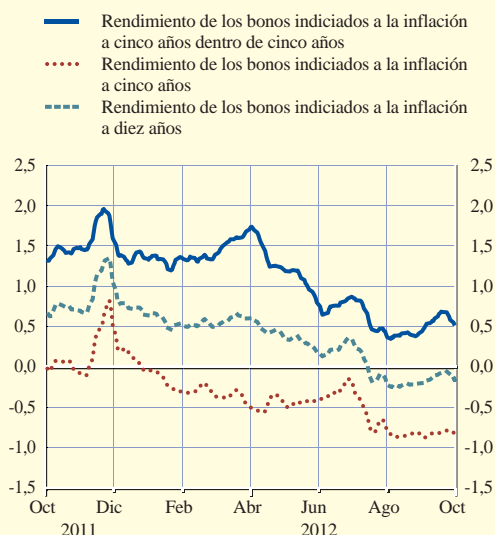
Notas: Las series de volatilidad implícita reflejan las tasas de variación anualizadas esperadas de los precios de la deuda pública a diez años de Alemania, Japón y Estados Unidos. Se basa en los valores de mercado de los correspondientes contratos de opciones negociados.

Los rendimientos de la deuda pública a diez años indiciada a la inflación de la zona del euro aumentaron unos 20 puntos básicos en la primera mitad de septiembre, antes de retroceder hasta los niveles observados a finales de agosto, cuando se situaron en torno al $-0,2\%$ (véase gráfico 15). Los rendimientos de los bonos a cinco años correspondientes se mantuvieron prácticamente sin variación, alrededor del $-0,8\%$. Los bajos niveles de los tipos de interés reales a largo plazo continúan reflejando la percepción bastante pesimista de los inversores en relación con las perspectivas de crecimiento a medio plazo y la existencia de riesgos a la baja para las perspectivas económicas.

En cuanto a la percepción de la inflación, la tasa de inflación implícita a cinco años dentro de cinco años de la zona del euro siguió fluctuando alrededor del $2,6\%$, en un entorno volátil, influido por la crisis de la deuda soberana, durante el período de referencia (véase gráfico 16). El tipo *swap* de inflación con el mismo horizonte temporal se mantuvo prácticamente sin variación en ese período, en torno al $2,3\%$. Los niveles ligeramente elevados de las tasas de inflación implícita reflejan varios factores técnicos. En primer lugar, la reversión parcial de los anteriores desplazamientos de fondos hacia bonos nominales con calificación AAA ejerció ciertas presiones al alza sobre las tasas de inflación implícita a largo plazo. En segundo lugar, los bonos italianos con calificación inferior a AAA indiciados a la inflación quedaron excluidos de algunos de los principales índices bursátiles, lo que conllevó una reestructuración de carteras en favor de bonos indiciados a la inflación con calificación AAA e impulsó adicionalmente al alza las tasas de inflación implícita a largo plazo. Además, en la zona del euro aumentó la demanda general de protección frente a la inflación, ya que el importe máximo de las cuentas de ahorro indiciadas a la inflación

Gráfico 15 Rendimiento de los bonos cupón cero indiciados 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.
Notas: Desde finales de agosto de 2011, los tipos reales se calculan como la 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 16 Tasas de inflación implícitas en los bonos cupón cero de la zona del euro y tipos *swap* de inflación

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



Fuentes: Thomson Reuters y cálculos del BCE.
Notas: Desde finales de agosto de 2011, las tasas de inflación implícitas se calculan como la 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 pública de la zona del euro con calificación AAA con una curva combinada de rendimientos reales obtenida a partir de la deuda pública indiciada a la inflación de Francia y Alemania.

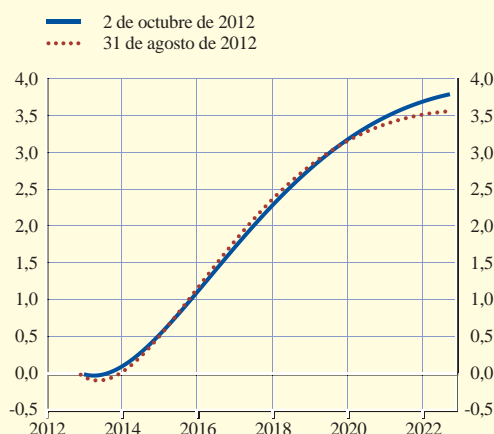
(las cuentas «Livret A») de Francia se incrementó el 1 de octubre y se espera que vuelva a elevarse en los próximos meses. En general, los indicadores basados en los mercados sugieren que las expectativas de inflación siguen estando firmemente ancladas en niveles acordes con la estabilidad de precios².

El patrón general de rendimientos 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 17). Por lo que respecta a los vencimientos a largo plazo, la curva de tipos *forward* a un día de la zona observada el 2 de octubre se desplazó unos 20 puntos básicos al alza con respecto a la registrada a finales de agosto. No obstante, en el caso de los vencimientos a más corto plazo, la curva de tipos *forward* prácticamente no se modificó.

Entre finales de agosto y el 2 de octubre de 2012, los diferenciales de los valores de renta fija privada con calificación de grado de inversión emitidos por las instituciones financieras de la zona del euro experimentaron una caída (en comparación con el índice Merrill Lynch EMU de deuda pública con calificación AAA). Estos descensos fueron más acusados para los emisores con calificación más baja, mientras que los diferenciales de los bonos con calificación AA y AAA solo se redujeron marginalmente. En ese mismo período, los diferenciales de los valores de renta fija privada con calificación de grado de inversión emitidos por las sociedades no financieras se incrementaron ligeramente para todas las calificaciones crediticias excepto para los emisores con calificación BBB, cuyos diferenciales disminuyeron unos 10 puntos básicos. En conjunto, la evolución reciente de los rendimientos de los valores de renta fija privada sugiere una mejora de las condiciones de financiación en los mercados para las empresas, especialmente en el sector financiero.

Gráfico 17 Curva de tipos *forward* a un día de la zona del euro

(porcentajes; datos diarios)



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

Notas: La curva de tipos *forward* que se obtiene a partir de la estructura temporal de los tipos de interés de mercado refleja las expectativas del mercado sobre los niveles de los tipos de interés a corto plazo en el futuro. El método utilizado para calcular las curvas de tipos *forward* se explica en la sección «Euro area yield curve», del sitio web del BCE. Los datos utilizados para la estimación son los rendimientos de la deuda pública de la zona del euro con calificación crediticia AAA.

2.5 TIPOS DE INTERÉS DE LOS PRÉSTAMOS Y LOS DEPÓSITOS

En julio de 2012, la mayor parte de los tipos de interés aplicados por las IFM a los préstamos a las sociedades no financieras y a los préstamos a hogares para adquisición de vivienda registraron un descenso o prácticamente no se modificaron. En cambio, los tipos de interés del crédito a hogares para consumo se incrementaron ligeramente. El diferencial entre los tipos de los préstamos a largo plazo y el rendimiento de la deuda pública a siete años con calificación AAA se amplió en julio, en un contexto de elevada volatilidad en los mercados de deuda pública.

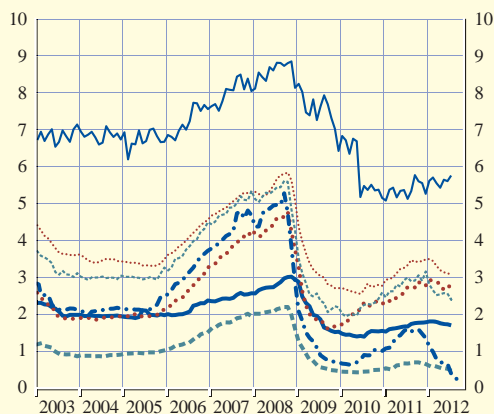
² Para un análisis más detallado del anclaje de las expectativas de inflación a largo plazo, véase el artículo titulado «Evaluación del anclaje de las expectativas de inflación a largo plazo», *Boletín Mensual*, BCE, julio de 2012.

En julio de 2012, la mayor parte de los tipos de interés aplicados por las IFM a los depósitos a corto plazo de los hogares prácticamente no se modificaron o aumentaron ligeramente, mientras que los de los depósitos de las sociedades no financieras experimentaron un leve descenso. De igual modo, los tipos de interés de los préstamos a corto plazo concedidos a los hogares apenas registraron variaciones, mientras que los de los préstamos otorgados a las sociedades no financieras disminuyeron (véase gráfico 18). Más concretamente, los tipos de interés a corto plazo de los préstamos a hogares para adquisición de vivienda se mantuvieron básicamente sin cambios, en el 3,1 %, mientras que los del crédito al consumo, que son más volátiles, se incrementaron hasta el 5,8 % en julio, frente al 5,6 % de junio. En promedio, los tipos de interés de los descubiertos de los hogares se redujeron 15 puntos básicos, hasta el 8,5 %. Por lo que respecta a las sociedades no financieras, los tipos de interés a corto plazo de los créditos de hasta un millón de euros permanecieron prácticamente sin variación, en el 4,1 %, mientras que los aplicados a los créditos de más de un millón de euros disminuyeron 16 puntos básicos, hasta situarse en el 2,4 %. Los tipos de interés de los descubiertos de las sociedades no financieras también retrocedieron, en este caso 12 puntos básicos, hasta el 4,1 %. En conjunto, dado que el euríbor registró un descenso de unos 25 puntos básicos en julio de 2012, el diferencial entre el tipo de interés a tres meses del mercado monetario y los tipos de interés a corto plazo aplicados por las IFM a los préstamos a hogares y a las sociedades no financieras se amplió (véase gráfico 19).

Gráfico 18 Tipos de interés a corto plazo aplicados por las IFM y tipo de mercado a corto plazo

(porcentajes; tipos de interés de las nuevas operaciones)

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



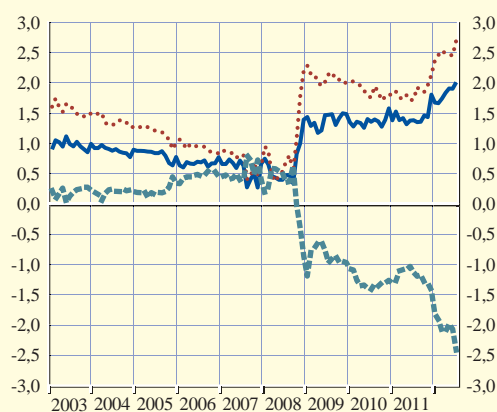
Fuente: BCE.

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

Gráfico 19 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)

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



Fuente: BCE.

Notas: Los diferenciales de los préstamos y créditos 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 el que se modifica el Reglamento BCE/2001/18).

Desde una perspectiva de más largo plazo, desde principios de 2012, los tipos de interés a corto plazo aplicados por las IFM a los préstamos a hogares para adquisición de vivienda y a los préstamos a las sociedades no financieras han descendido. Es posible que esta evolución refleje la transmisión de las variaciones de los tipos de mercado a los tipos de interés del crédito bancario, tras los recortes de los tipos de interés oficiales del BCE aplicados desde noviembre de 2011. Además, la reducción de los tipos de interés de los créditos a corto plazo también puede deberse a la mejora de la situación de liquidez de las entidades de crédito en el contexto de las dos operaciones de financiación a plazo más largo a tres años llevadas a cabo en diciembre de 2011 y febrero de 2012, así como a la ampliación de la lista de activos de garantía admitidos en las operaciones del Eurosistema.

Por lo que respecta a los vencimientos a largo plazo, los tipos de interés aplicados por las IFM a los depósitos a largo plazo de los hogares prácticamente no se modificaron en julio, mientras que los de los depósitos de las sociedades no financieras descendieron. La mayor parte de los tipos de los préstamos a largo plazo otorgados a hogares para adquisición de vivienda siguieron disminuyendo, mientras que la evolución de los tipos de interés de los préstamos concedidos a las sociedades no financieras fue dispar (véase gráfico 20). Concretamente, los tipos de interés de los préstamos a hogares para adquisición de vivienda a más de cinco años y hasta diez años de fijación del tipo inicial se redujeron 15 puntos básicos, hasta el 3,3 %, registrando mínimos históricos. En cuanto a las sociedades no financieras, en promedio, los tipos de los créditos de hasta un millón de euros y más de un año y hasta cinco años de fijación del tipo inicial cayeron alrededor de 10 puntos básicos, hasta el 4,3 %. En cambio, en promedio, los tipos aplicados a los créditos de más de un millón de euros a más de un año y hasta cinco años de fijación del tipo inicial se incrementaron casi 10 puntos básicos y se situaron en el 3,4 %, y los de los créditos de más de un millón de euros y más de cinco años de fijación del tipo inicial se mantuvieron prácticamente sin cambios, en el 3,3 %.

Desde una perspectiva de más largo plazo, entre enero y julio de 2012, el diferencial entre los tipos de interés de los préstamos a largo plazo y el rendimiento de la deuda pública a siete años con calificación AAA aumentó, en general, fundamentalmente como consecuencia de las presiones a la baja sobre los rendimientos de la deuda pública con calificación AAA en un contexto de desplazamientos de fondos hacia activos más seguros. Al mismo tiempo, la mayor parte de los tipos de interés de los préstamos a largo plazo disminuyeron, reflejando la transmisión de los anteriores recortes de los tipos de interés oficiales del BCE, así como la eficacia de las medidas de política monetaria no convencionales adoptadas por el BCE para afrontar las restricciones de financiación de las entidades de crédito.

Gráfico 20 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 el que se modifica el Reglamento BCE/2001/18).

2.6 MERCADOS DE RENTA VARIABLE

Entre finales de agosto y el 2 de octubre de 2012, las cotizaciones bursátiles se incrementaron alrededor del 3% tanto en la zona del euro como en Estados Unidos. En concreto, las cotizaciones del sector financiero de la zona del euro registraron acusados aumentos, tras el anuncio por parte del BCE de las modalidades de ejecución de las operaciones monetarias de compraventa y de la resolución del Tribunal Constitucional alemán sobre el Mecanismo Europeo de Estabilidad (MEDE). La preocupación de los mercados acerca de la estabilidad financiera disminuyó, reduciendo así la inquietud de los participantes en el mercado en torno a los riesgos de cola. En Estados Unidos, el anuncio de la adopción de nuevas medidas de estímulo, centradas en los activos de mayor riesgo, también redujo sustancialmente la aversión al riesgo, lo que impulsó los precios de las acciones. A finales de septiembre, la publicación de datos que apuntaban a un deterioro de las perspectivas económicas a corto plazo influyó en las cotizaciones bursátiles de la zona del euro y de Estados Unidos. La incertidumbre reinante en los mercados bursátiles, medida por la volatilidad implícita, continuó disminuyendo durante el período de referencia en ambas áreas económicas.

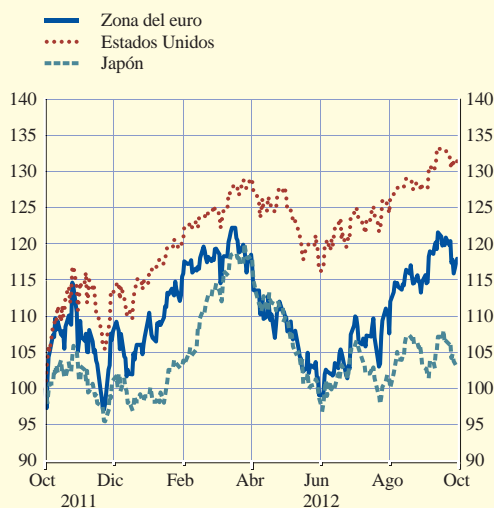
En la primera mitad de septiembre, las cotizaciones bursátiles de la zona del euro, Estados Unidos y Japón experimentaron un aumento significativo, pero descendieron en la segunda quincena del mes (véase gráfico 21). En conjunto, entre finales de agosto y el 2 de octubre, las cotizaciones bursátiles de la zona del euro, medidas por el índice Dow Jones EURO STOXX amplio, así como las de Estados Unidos, medidas por el índice Standard & Poor's 500, se incrementaron en torno al 3%. En ese período, las cotizaciones bursátiles de Japón, medidas por el índice Nikkei 225, prácticamente no se modificaron.

El incremento observado en la zona del euro estuvo principalmente impulsado por la fuerte recuperación de las cotizaciones bursátiles del sector financiero, que aumentaron alrededor del 6% durante el período de referencia. Los precios de las acciones del sector no financiero también registraron una subida, si bien a un ritmo más lento, de aproximadamente el 2%. De igual modo, en Estados Unidos, las cotizaciones del sector financiero superaron a las del sector no financiero, aunque en menor medida que en la zona del euro.

La percepción de los participantes en el mercado acerca del compromiso de los responsables de la política económica de adoptar las medidas necesarias para resolver la crisis, así como las iniciativas políticas encaminadas a reforzar la estabilidad financiera, contribuyeron a los buenos resultados registrados en el segmento financiero de la zona del euro. En concreto, se observaron fuertes subidas de las cotizaciones bursátiles después de que, a principios de septiembre, el BCE anunciara las modalidades de ejecución de las operaciones monetarias de compraventa. La resolución del Tribunal Constitucional

Gráfico 21 Índices bursátiles

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



Fuente: 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.

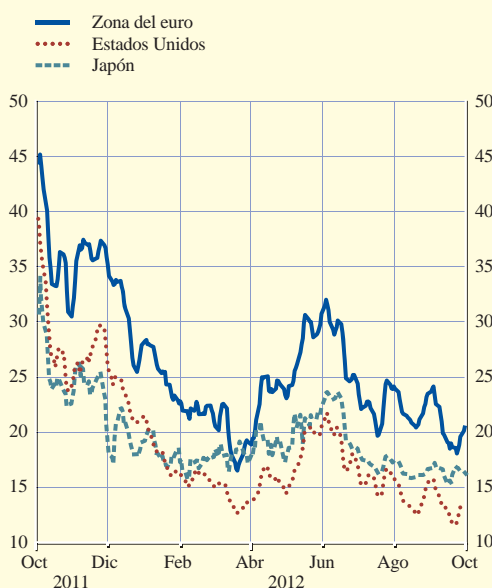
alemán sobre el MEDE también contribuyó a la mejora del clima de los mercados. En Estados Unidos, el anuncio de la adopción de nuevas medidas de estímulo efectuado a mediados de septiembre, centradas en los activos de mayor riesgo, también impulsó considerablemente el apetito por el riesgo de los inversores. Este impulso positivo revirtió hacia finales de mes, como consecuencia de la publicación de datos peores de lo esperado que apuntaban a un deterioro de las perspectivas económicas a corto plazo. En particular, los datos más recientes procedentes de encuestas indicaban una débil evolución de la actividad en la zona del euro, especialmente en Alemania y Francia. En Estados Unidos, los datos publicados recientemente proporcionaron señales dispares: el crecimiento del PIB en el segundo trimestre de 2012 fue revisado a la baja, mientras que el mercado de la vivienda continuó recuperándose. Además, la preocupación de los mercados en torno a la evolución de las finanzas públicas de algunos países de la zona del euro, particularmente España, así como el «precipicio fiscal» al que se acerca Estados Unidos, influyeron negativamente en las cotizaciones bursátiles. Los anuncios de beneficios siguieron siendo neutros, en general, a ambos lados del Atlántico, y no influyeron de manera significativa en la evolución de los precios de las acciones.

A nivel de países, las cotizaciones bursátiles experimentaron subidas en la mayor parte de los países de la zona del euro, especialmente en la primera mitad de septiembre. No obstante, la magnitud de estos aumentos fue diferente, ya que las cotizaciones de los países en los que las tensiones financieras han sido especialmente agudas en los últimos meses registraron avances más acusados.

La incertidumbre reinante en los mercados de renta variable, medida por la volatilidad implícita, continuó disminuyendo tanto en la zona del euro como en Estados Unidos, antes de aumentar hacia finales de septiembre. En conjunto, en tasa anualizada, la volatilidad implícita retrocedió 3 puntos porcentuales, hasta situarse en el 21 % en la zona del euro, y 2 puntos porcentuales, hasta el 13 %, en Estados Unidos (véase gráfico 22). Aunque esta volatilidad sigue siendo más baja en Estados Unidos que en la zona del euro, en ambos casos los niveles actuales se aproximan a los más bajos registrados desde principios de año y a los observados antes de la quiebra de Lehman Brothers.

Gráfico 22 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.

3 PRECIOS Y COSTES

Según la estimación preliminar de Eurostat, la inflación interanual medida por el IAPC de la zona del euro fue del 2,7% en septiembre de 2012, en comparación con el 2,6% de agosto. Esta tasa es más alta de lo esperado, como consecuencia principalmente de las subidas de los impuestos indirectos y de anteriores incrementos de los precios de la energía denominados en euros. Teniendo en cuenta los precios actuales de los futuros sobre el petróleo, las tasas de inflación podrían permanecer en niveles elevados, antes de caer de nuevo por debajo del 2% en el transcurso del próximo año. A lo largo del horizonte temporal relevante para la política monetaria, en un entorno de crecimiento moderado en la zona del euro y de expectativas de inflación a largo plazo firmemente ancladas, las presiones inflacionistas subyacentes deberían continuar siendo moderadas. Los riesgos para las perspectivas de evolución de los precios siguen estando prácticamente equilibrados a medio plazo.

3.1 PRECIOS DE CONSUMO

Según la estimación preliminar de Eurostat, la inflación medida por el IAPC fue del 2,7% en septiembre de 2012, en comparación con el 2,6% de agosto (véase cuadro 5). Es probable que este aumento refleje tanto una respuesta retardada a anteriores incrementos de los precios de la energía denominados en euros como a las subidas de los impuestos indirectos. De acuerdo con la información del Boletín Petrolífero semanal de la Comisión Europea, los precios medios de consumo de los productos derivados del petróleo (combustible para transporte y calefacción) en la zona del euro alcanzaron máximos históricos durante el verano de 2012, a pesar de que los precios del crudo en dólares norteamericanos se mantuvieron algo por debajo de los niveles observados brevemente a mediados de 2008. En el recuadro 4, titulado «Evolución reciente de los precios de consumo de los productos derivados del petróleo», se examinan detalladamente los principales componentes de la cadena de precios de los productos derivados del petróleo, desde los precios del crudo hasta los precios de consumo finales, como los tipos de cambio, los márgenes de refino y distribución y los impuestos.

Los datos más recientes de Eurostat incluyen, por vez primera, estimaciones preliminares de los principales componentes del IAPC, es decir, energía, alimentos, servicios y bienes industriales no energéticos. Esta información muestra que el aumento de la tasa interanual de inflación correspondiente a septiembre se debió principalmente a las subidas de los componentes de energía y servicios, que solo se vieron contrarrestadas en parte por las caídas observadas en los componentes de bienes industriales no energéticos y de alimentos.

Cuadro 5 Evolución de los precios

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

	2010	2011	2012 Abr	2012 May	2012 Jun	2012 Jul	2012 Ago	2012 Sep
IAPC y sus componentes								
Índice general ¹⁾	1,6	2,7	2,6	2,4	2,4	2,4	2,6	2,7
Energía	7,4	11,9	8,1	7,3	6,1	6,1	8,9	9,2
Alimentos	1,1	2,7	3,1	2,8	3,2	2,9	3,0	2,9
Alimentos no elaborados	1,3	1,8	2,1	1,8	3,1	2,9	3,5	.
Alimentos elaborados	0,9	3,3	3,7	3,4	3,2	2,9	2,7	.
Bienes industriales no energéticos	0,5	0,8	1,3	1,3	1,3	1,5	1,1	0,8
Servicios	1,4	1,8	1,7	1,8	1,7	1,8	1,8	2,0
Otros indicadores de precios								
Precios industriales	2,9	5,9	2,6	2,3	1,8	1,6	2,7	.
Precios del petróleo (euros por barril)	60,7	79,7	91,4	86,0	76,4	83,4	90,5	87,9
Precios de las materias primas no energéticas	44,6	12,2	-3,8	-0,3	0,8	4,7	6,5	4,6

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

1) La inflación medida por el IAPC de septiembre de 2012 y sus componentes (excluidos alimentos no elaborados y alimentos elaborados) corresponden a una estimación preliminar de Eurostat.

Recuadro 4

EVOLUCIÓN RECIENTE DE LOS PRECIOS DE CONSUMO DE LOS PRODUCTOS DERIVADOS DEL PETRÓLEO

Durante septiembre de 2012, los precios medios de consumo de los productos derivados del petróleo (combustible para transporte y calefacción doméstica) alcanzaron, en la zona del euro, máximos históricos, pese al hecho de que los precios del crudo en dólares estadounidenses se mantuvieron algo por debajo de los niveles registrados durante un breve período a mediados de 2008. En este contexto, se analizan a continuación los principales componentes de la cadena de precios de los productos derivados del petróleo, desde los precios del crudo hasta los precios de consumo finales, como los tipos de cambio, los márgenes de refino y distribución y los impuestos¹.

Precios del petróleo crudo y de los productos refinados

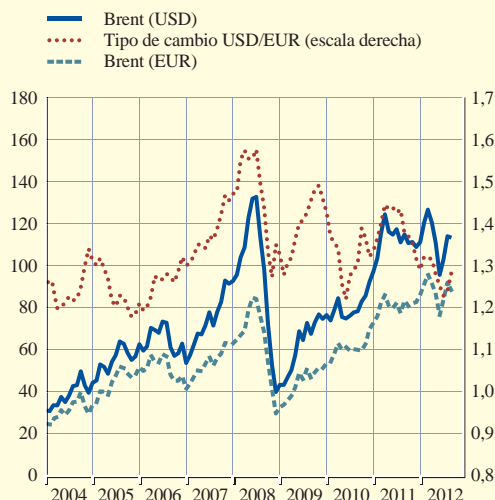
Los productos petrolíferos (tanto el crudo como los productos refinados) se negocian normalmente en los mercados internacionales en dólares estadounidenses, pero es su precio en euros lo que afecta a los precios de consumo de la zona del euro. A este respecto, el tipo de cambio entre el dólar y el euro se situó en torno a 1,28 dólares en septiembre de 2012, frente a 1,58 en julio de 2008. Por consiguiente, los precios del crudo, que en términos de dólares estadounidenses eran considerablemente más bajos en septiembre de 2012 que en julio de 2008 (114 dólares el barril frente a 134 dólares el barril, respectivamente) eran, en realidad, algo más elevados si se miden en euros (89 euros el barril frente a 85 euros el barril; véase gráfico A).

Recorriendo la cadena de precios, el refino del crudo para obtener gasolina o gasóleo añade un nuevo elemento. El gráfico B muestra los márgenes de refino de la gasolina y del gasóleo, que se calculan

1 Véase también el recuadro titulado «La evolución de los precios de consumo de los productos derivados del petróleo en 2011», *Boletín Mensual*, BCE, Fráncfort del Meno, enero de 2012.

Gráfico A Precios del crudo en USD y euros y tipo de cambio USD/EUR

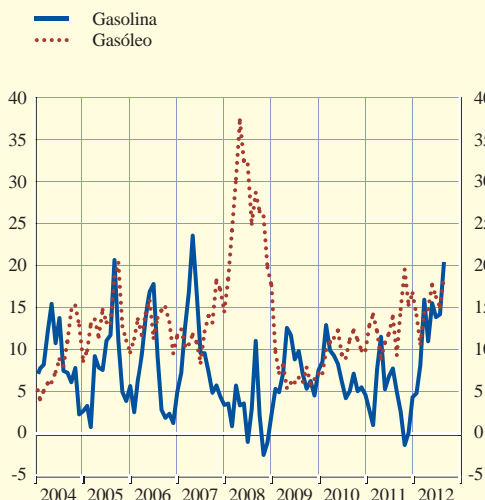
(USD/EUR por barril; medias mensuales)



Fuentes: Bloomberg, Thomson Reuters y cálculos de los expertos del BCE.

Gráfico B Márgenes de refino

(USD por barril; medias mensuales)



Fuentes: Bloomberg, Thomson Reuters y cálculos de los expertos del BCE.

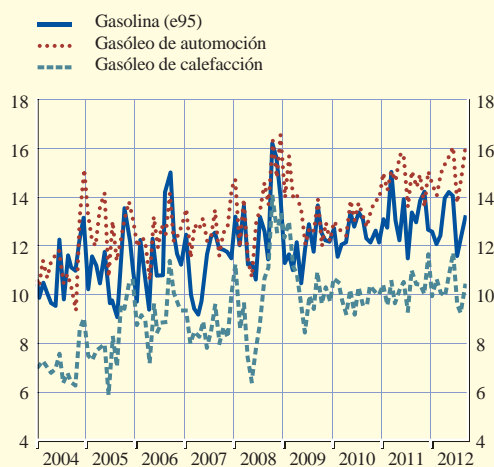
simplemente por la diferencia entre el precio del producto refinado y el precio del crudo. Los márgenes de refino se declaran en dólares estadounidenses, dado que los precios de mercado cotizan en esa moneda, aunque cabe señalar que es el nivel de dichos márgenes en euros lo que más afecta a los precios de consumo de los productos derivados del petróleo en la zona del euro². En comparación con la situación vigente a mediados de 2008, los márgenes de refino de la gasolina y del gasóleo se han desplazado en diferentes direcciones. Los correspondientes al gasóleo de automoción y de calefacción, aunque siguen siendo relativamente altos en términos históricos (20 dólares estadounidenses el barril) son más bajos, mientras que los de la gasolina son más elevados³. El nivel actual de los diferenciales en el caso de la gasolina es también muy distinto del registrado a finales de 2011, cuando los diferenciales de los productos derivados del petróleo se adentraron incluso en territorio negativo. Los analistas del sector atribuyen este cambio más reciente en la evolución de los márgenes de refino a una reducción del exceso de capacidad productiva resultante de una combinación de cierres temporales y permanentes de refinerías⁴. Además de afectar a los niveles de los márgenes, la reducción del exceso de oferta podría dar lugar también a una mayor volatilidad de los márgenes de refino.

Costes y márgenes de distribución

Los siguientes pasos en la cadena de precios son los costes y los márgenes de distribución de los productos refinados a los consumidores, que pueden estimarse utilizando datos sobre los precios de consumo de los combustibles para el transporte y de los combustibles líquidos para la calefacción doméstica procedentes del Boletín Petrolífero semanal de la Comisión Europea, y se calculan por la diferencia entre los precios de los productos refinados y los precios de consumo antes de impuestos. Por lo que respecta a los costes y márgenes de distribución, la mayoría de los movimientos de los precios (en euros) de los productos derivados del petróleo refinados tienden a transmitirse a los precios de consumo con relativa rapidez, con un ligero desfase de unas tres a cinco semanas antes de que la transmisión sea completa⁵. Esto significa que, a muy corto plazo, los márgenes de distribución amortiguan, hasta cierto punto, los movimientos de los precios del petróleo. En general, aunque se observa una ligera deriva al alza a lo largo del tiempo, los márgenes de distribución no parecen establecerse como un incremento porcentual sobre los precios

Gráfico C Costes y márgenes de distribución

(céntimos de euro por litro; medias mensuales)



Fuentes: Boletín Petrolífero semanal de la Comisión Europea y cálculos de los expertos del BCE.
Nota: Datos del Boletín Petrolífero disponibles hasta el 24 de septiembre de 2012.

- En este recuadro, se utilizan los precios del Brent para el petróleo crudo y los precios de Rotterdam para los productos refinados por considerarse que representan los principales indicadores de referencia de estos precios en Europa.
- En 2008, los márgenes de refino del gasóleo de automoción y calefacción fueron especialmente elevados. Lo más probable es que ello se debiera a una combinación de factores, entre ellos, la fuerte demanda tanto dentro como fuera de Europa y las restricciones de oferta.
- La Agencia Internacional de la Energía (AIE) informa en su publicación Oil Market Report de agosto de 2012 que «el volumen de refino de Europa se situó 280 kb/d por debajo de las tasas del año anterior, con el cierre de más de 0,8 mb/d de capacidad desde comienzos de 2011». Estos 0,8 mb/d equivalen, aproximadamente, al 5 % de la capacidad total estimada. La AIE estimaba las tasas de capacidad de utilización en torno al 77 % en junio de 2012. Véase un análisis detallado de la industria del refino europea en I. Muller, «Can Europe retain its domestic refining industry?», *European Energy Journal*, vol. 2, n.º 2, abril de 2012, pp. 21-36.
- Véanse una descripción y un análisis más detallados en 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, noviembre de 2009, pp. 867-881.

del petróleo crudo o de los productos refinados ni han sido un factor clave determinante de los movimientos de los precios de consumo del petróleo (véase gráfico C). En comparación con las cifras de mediados de 2008, los costes y los márgenes de distribución de la gasolina registran actualmente niveles ligeramente más bajos, mientras que los del gasóleo de automoción y calefacción son algo más altos.

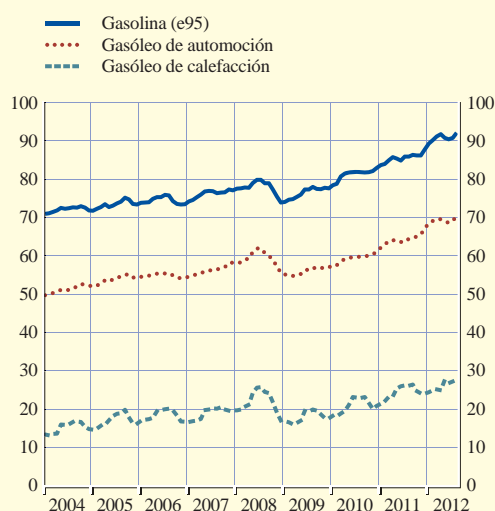
Impuestos indirectos

Por lo que respecta a los impuestos indirectos, pueden adoptar la forma de impuestos especiales (como una cantidad determinada por litro) o de impuesto sobre el valor añadido (IVA, que se especifica como porcentaje tanto del precio antes de impuestos como del impuesto especial). Dado que los impuestos especiales constituyen un gravamen por un importe fijo, no varían cuando se modifican los precios antes de impuestos. Por el contrario, como el IVA se aplica en forma de porcentaje del precio antes de impuestos, un incremento de los precios del crudo que se transmita a los precios de consumo también se traducirá en un aumento del importe del IVA incluido en el precio final.

En los últimos años, debido en parte a las fuertes presiones sobre las finanzas públicas, se han producido varios incrementos tanto del impuesto especial sobre los productos energéticos como de los tipos generales del IVA, especialmente a partir de

Gráfico D Total impuestos indirectos

(céntimos de euro por litro; medias mensuales)



Fuentes: Boletín Petrolífero semanal de la Comisión Europea y cálculos de los expertos del BCE.

Nota: Datos del Boletín Petrolífero disponibles hasta el 24 de septiembre de 2012.

Cuadro Desagregación de los precios 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	
	Julio 2008	Septiembre 2012	Julio 2008	Septiembre 2012	Julio 2008	Septiembre 2012
Petróleo crudo (USD/barril)	133,9	113,9	133,9	113,9	133,9	133,9
Tipo de cambio USD/EUR	1,58	1,28	1,58	1,28	1,58	1,28
Petróleo crudo (EUR/barril)	84,9	88,8	84,9	88,8	84,9	88,8
(1) Petróleo crudo	53,4	37%	55,8	33%	53,4	53%
(2) Costes y márgenes de refino	-0,4	0%	9,8	6%	13,2	9%
(3) Costes y márgenes de distribución	13,2	9%	13,2	8%	13,6	10%
(4) Precio de consumo antes de impuestos	66,2	45%	78,8	46%	80,2	56%
(5) Impuestos	79,9	55%	92,4	54%	80,7	53%
De los cuales:						
(5a) Impuestos especiales	56,4	39%	63,8	37%	39,4	28%
Tipo del IVA (%)	19,1	20,0	18,8	19,7	19,0	19,7
(5b) IVA	23,4	16%	28,6	17%	22,5	16%
(6) Precio de consumo final	146,1	100%	171,2	100%	101,2	100%

Fuentes: Bloomberg, Thomson Reuters, Boletín Petrolífero semanal de la Comisión Europea y cálculos de los expertos del BCE.

Nota: Datos del Boletín Petrolífero disponibles hasta el 24 de septiembre de 2012.

2010. En comparación con mediados de 2008, los impuestos especiales y el IVA sobre los precios de los combustibles han aumentado para todos los tipos de combustibles (véase gráfico D). En promedio, los tipos del IVA se han incrementado menos de 1 punto porcentual, mientras que el impuesto especial ha aumentado más en el caso de la gasolina y el gasóleo de automoción que en el del gasóleo de calefacción.

Conclusiones

En el cuadro se ilustra numéricamente por qué los precios de consumo de los productos derivados del petróleo en la zona del euro han alcanzado recientemente máximos históricos. Cada uno de los componentes se ha convertido a céntimos de euro por litro para facilitar la comparación. Considerando, en primer lugar, los precios de consumo finales de la gasolina, incluidos los impuestos, en septiembre de 2012, dichos precios se situaban, en promedio, en 171,2 céntimos de euro por litro en la zona del euro (un aumento de 25,1 céntimos de euro con respecto al nivel de 146,1 céntimos registrado en julio de 2008, cuando los precios del crudo, en dólares estadounidenses, alcanzaron su nivel máximo). Aproximadamente la mitad de este aumento fue atribuible a los impuestos indirectos (que aumentaron de 79,9 a 92,4 céntimos de euro por litro, como resultado de una combinación de varios factores: incremento de los impuestos especiales, incremento de los tipos del IVA e interacción del IVA con el incremento de los precios antes de impuestos). También aumentaron los precios de consumo antes de impuestos, a pesar del descenso de los precios del crudo en dólares estadounidenses, como consecuencia de las fluctuaciones del tipo de cambio y del incremento de los márgenes de refino. Estos últimos fueron ligeramente negativos en julio de 2008, pero ascendieron a 9,8 céntimos de euro por litro en septiembre de 2012. Sin embargo, los costes y los márgenes medios de distribución de la gasolina se mantuvieron estables en 13,2 céntimos de euro por litro.

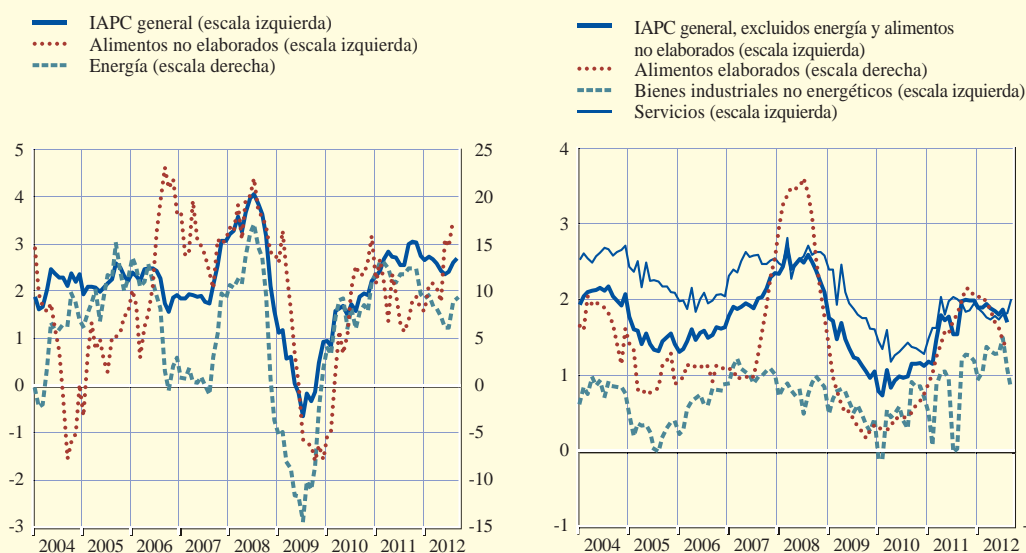
Por lo que respecta a los precios de consumo del gasóleo de automoción y de calefacción, se observan algunas similitudes con la evolución de los precios de la gasolina, pero también algunas diferencias notables. En lo tocante a las similitudes, tanto la evolución de los tipos de cambio como la de los impuestos indirectos contribuyeron a impulsar los precios al alza, aunque el incremento de los impuestos indirectos fue menos pronunciado. Sin embargo, los márgenes de refino tanto del gasóleo de automoción como del gasóleo de calefacción fueron, en septiembre de 2012, más bajos que los máximos históricos registrados a mediados de 2008 (8,9 céntimos de euro por litro frente a 13,2 céntimos de euro por litro). Otra diferencia es que, en promedio, los costes y márgenes de distribución aumentaron ligeramente para los dos tipos de gasóleo (hasta 16 y 10,4 céntimos de euro por litro, respectivamente).

Resumiendo, aunque los precios del crudo en dólares estadounidenses se situaron en septiembre de 2012 ligeramente por debajo del máximo registrado en 2008, los precios de consumo de los productos derivados del petróleo alcanzaron niveles récord debido a una combinación de factores: el descenso del tipo de cambio entre el dólar estadounidense y el euro, el aumento de los márgenes de refino (especialmente de la gasolina) y los incrementos de los impuestos indirectos (tanto los impuestos especiales como el IVA).

A partir de la estimación preliminar publicada por Eurostat se pueden ofrecer, en principio, ciertas explicaciones provisionales. El aumento general observado en la inflación medida por el IAPC de septiembre de 2012 estuvo asociado muy probablemente a las subidas de impuestos indirectos en algunos países. Si se consideran los principales componentes del IAPC, la tasa de crecimiento de los precios de la energía registró un avance del 9,2% en septiembre de 2012, frente al 8,9% de agosto (véase gráfico 23). Este incremento reflejó con toda probabilidad una respuesta retardada al incremento acumulado observado en los precios del crudo y del gas a principios de año.

Gráfico 23 Desagregación de la inflación medida por el IAPC por principales componentes

(tasas de variación interanual; datos mensuales)



Fuente: Eurostat.

La tasa de inflación del componente alimenticio, que incluye los alimentos elaborados y los no elaborados, descendió del 3 % registrado en agosto de 2012 al 2,9 % de septiembre. La tendencia descendente observada principalmente en los precios de los alimentos elaborados puede atribuirse a la reducción de precios de las materias primas de principios de año. Las recientes subidas de los precios internacionales de las materias primas alimenticias parecen haber sido breves y cualquier traslado a los precios de consumo llevaría varios meses.

Eurostat no publica ninguna estimación preliminar para la inflación interanual medida por el IAPC, excluidos los alimentos y la energía, que se situó en el 1,5 % en agosto de 2012, frente al 1,7 % de julio. La inflación medida por el IAPC, excluidos los alimentos y la energía, consta de dos componentes principales: bienes industriales no energéticos y servicios, que se comportaron de forma diferente.

La tasa de variación interanual de los precios de los bienes industriales no energéticos siguió cayendo, hasta situarse en el 0,8 % en septiembre de 2012, desde el 1,1 % de agosto. La tasa de crecimiento de los precios de los servicios se situó en el 2 % en septiembre, frente al 1,8 % de agosto. En cierta medida, este incremento puede reflejar una subida de los impuestos indirectos y podría estar vinculado también a un cierto traslado de los aumentos de los precios de la energía a componentes tales como los servicios de transporte. Estos son factores transitorios y no deberían afectar a las presiones inflacionistas subyacentes, que se espera que sigan siendo moderadas en el entorno actual.

3.2 PRECIOS INDUSTRIALES

La tasa de variación de los precios industriales (excluida la construcción) pasó del 1,6 % registrado en julio al 2,7 % de agosto de 2012 (véanse cuadro 5 y gráfico 24). Este incremento es atribuible principalmente al fuerte aumento del componente energético (del 4,5 % de julio al 7,9 % de agosto). El índice de

precios industriales, excluida la construcción y la energía, creció un 1 % en agosto, en tasa interanual, con respecto al 0,8 % de julio

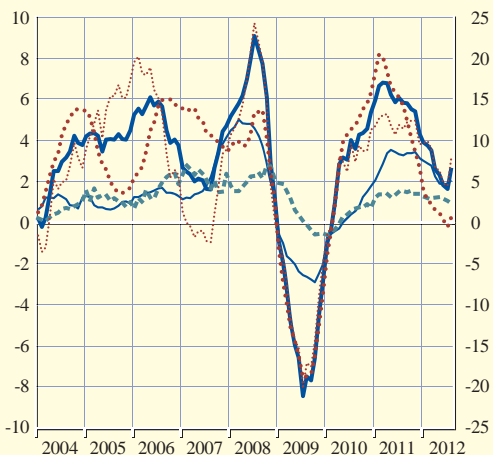
Si se consideran las últimas fases de la cadena de producción, la tasa interanual de variación del componente de bienes de consumo alimenticio del índice de producción industrial se elevó del 2,7 % en julio al 3,1 % en agosto. En concreto, este aumento se debió a alzas en los precios de producción de los aceites y las grasas, que se debieron muy probablemente a la reciente subida de los precios internacionales de importación de la soja y de algunos cereales. Los precios de importación de las materias primas alimenticias también se incrementaron en julio (véase gráfico 24), pero en menor medida que los precios internacionales de importación. La tasa de variación interanual de los bienes de consumo no alimenticio registró un ligero descenso, hasta situarse en el 0,7 % en agosto, desde el 0,8 % en julio. La tendencia a la baja de los precios de los bienes de consumo no alimenticio desde el inicio de 2012, junto con la moderada evolución de los precios de importación de las materias primas y de los bienes intermedios, sugiere que las presiones latentes sobre el componente de bienes industriales no energéticos del IAPC siguen siendo limitadas.

Por lo que respecta a los resultados de las encuestas sobre precios industriales, tanto el índice de directores de compras (PMI) como las encuestas de la Comisión Europea indican que las expectativas de precios volvieron a mejorar en septiembre, aunque se mantuvieron muy por debajo de sus medias históricas (véase gráfico 25). Los datos procedentes de las encuestas sugieren también que la presión a la baja tanto sobre los precios de los bienes intermedios como sobre los de producción ha continuado disminuyendo en septiembre. En cuanto al PMI, el índice de precios de bienes intermedios del sector manufacturero pasó de 48,1 en agosto a 54,5 en septiembre, mientras que el índice de precios de producción

Gráfico 24 Desagregación de los precios industriales

(tasas de variación interanual; datos mensuales)

- Industria, excluida construcción (escala izquierda)
- Bienes intermedios (escala izquierda)
- Bienes de equipo (escala izquierda)
- Bienes de consumo (escala izquierda)
- Energía (escala derecha)

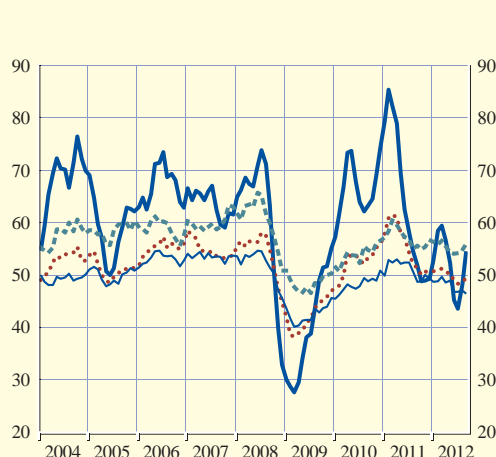


Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Gráfico 25 Encuestas sobre precios de los bienes intermedios y precios de producción

(índices de difusión; datos mensuales)

- Sector manufacturero; precios de los bienes intermedios
- Sector manufacturero; precios cobrados
- Sector servicios; precios de los bienes intermedios
- Sector servicios; precios cobrados



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.

también aumentó, aunque con más moderación, de 48,6 a 49,5 durante el mismo período, manteniéndose justo por debajo del umbral de 50. Los indicadores de opinión adelantados de la Comisión Europea relativos a las expectativas de los precios de venta, en particular de los bienes de consumo, también aumentaron ligeramente en septiembre.

En general, las presiones latentes en las primera fases de la cadena de producción y de la cadena minorista han seguido siendo relativamente moderadas.

3.3 INDICADORES DE COSTES LABORALES

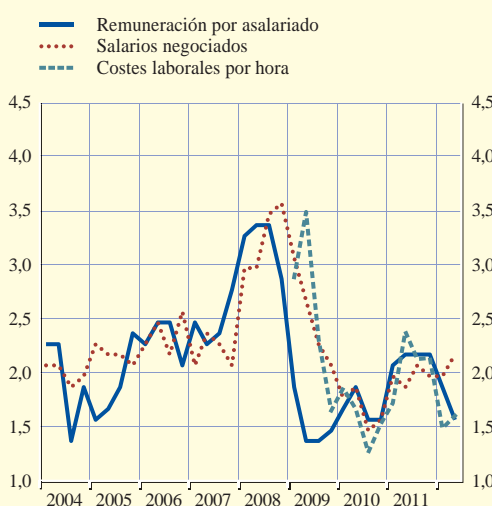
En consonancia con la debilidad de la actividad económica y con la continua atonía del mercado de trabajo, los indicadores de costes laborales publicados recientemente apuntan a una moderación de las presiones inflacionistas internas (véanse cuadro 6 y gráfico 26).

La remuneración por asalariado creció un 1,6%, en tasa interanual, en el segundo trimestre de 2012, en comparación con el 1,9% del trimestre anterior. No obstante, dado que el crecimiento interanual de la productividad del trabajo disminuyó del 0,4% del primer trimestre al 0,2% del segundo, el crecimiento interanual de los costes laborales unitarios se mantuvo en el 1,5% en el segundo trimestre del presente año.

En cambio, en promedio, los costes por hora trabajada de la zona del euro crecieron con algo más de rapidez de abril a junio de 2012, cifrándose este crecimiento en un 1,6%, en tasa interanual, frente al 1,5% del trimestre anterior (véase gráfico 27). En concreto, este incremento se debió a una aceleración del crecimiento de los costes laborales por hora en la industria y en la construcción, mientras que en el sector servicios se mantuvo sin cambios. En la economía no comercial, se observa una ralentización en el crecimiento de los costes laborales por hora. Los sueldos y salarios por hora aumentaron a casi la

Gráfico 26 Indicadores de costes laborales

(tasas de variación interanual; datos trimestrales)



Fuentes: Eurostat, datos nacionales y cálculos del BCE.

Cuadro 6 Indicadores de costes laborales

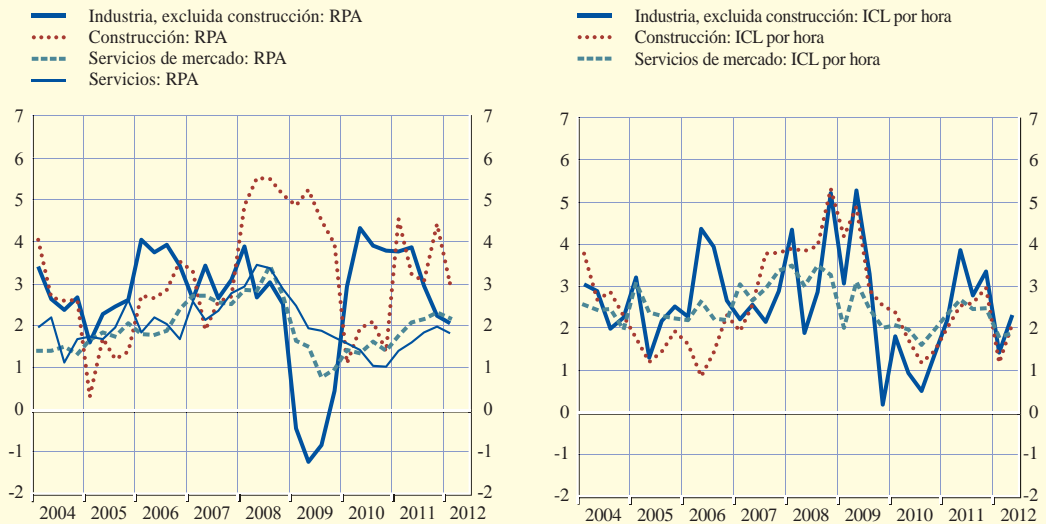
(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

	2010	2011	2011 II	2011 III	2011 IV	2012 I	2012 II
Salarios negociados	1,7	2,0	1,9	2,1	2,0	2,0	2,2
Índice de costes laborales por hora	1,6	2,1	2,4	2,2	2,2	1,5	1,6
	1,7	2,2	2,2	2,2	2,2	1,9	1,6
<i>Pro memoria:</i>							
Productividad del trabajo	2,5	1,2	1,2	1,0	0,7	0,4	0,2
Costes laborales unitarios	-0,9	1,0	1,0	1,1	1,5	1,5	1,5

Fuentes: Eurostat, datos nacionales y cálculos del BCE.

Gráfico 27 Evolución de los costes laborales por sectores

(tasas de variación interanual; datos trimestrales)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.
Nota: RPA = remuneración por asalariado; ICL = índice de costes laborales.

misma tasa que los costes laborales no salariales. La información preliminar disponible hasta julio de 2012 sobre los salarios negociados confirma el panorama de debilidad de los mercados de trabajo, que debería contribuir a contener las presiones salariales a través de una deriva salarial negativa.

3.4 PERSPECTIVAS DE INFLACIÓN

Según la estimación preliminar de Eurostat, la inflación interanual medida por el IAPC de la zona del euro fue del 2,7% en septiembre de 2012, en comparación con el 2,6% de agosto. Esta tasa es más alta de lo esperado, como consecuencia principalmente de las subidas de los impuestos indirectos y de anteriores aumentos de los precios de la energía denominados en euros. Teniendo en cuenta los precios actuales de los futuros sobre el petróleo, las tasas de inflación podrían permanecer en niveles elevados, antes de caer de nuevo por debajo del 2% en el transcurso del próximo año. A lo largo del horizonte temporal relevante para la política monetaria, en un entorno de crecimiento moderado en la zona del euro y de expectativas de inflación a largo plazo firmemente ancladas, las presiones inflacionistas subyacentes deberían continuar siendo moderadas. Por tanto, los niveles de inflación actuales deberían seguir siendo transitorios y no provocar efectos de segunda vuelta.

Los riesgos para las perspectivas de evolución de los precios siguen estando prácticamente equilibrados a medio plazo. Los riesgos al alza proceden principalmente de nuevos aumentos de los impuestos indirectos, derivados de la necesidad de adoptar medidas de consolidación fiscal. Los principales riesgos a la baja están relacionados con el impacto de un crecimiento menor de lo esperado en la zona del euro, en caso de una reintensificación de las tensiones en los mercados financieros, y con sus efectos sobre los componentes internos de la inflación. Si los responsables de la política económica de la zona del euro no logran contenerla con medidas efectivas, dicha reintensificación podría afectar a la baja al balance de riesgos.

4 PRODUCTO, DEMANDA Y MERCADO DE TRABAJO

El PIB real de la zona del euro se contrajo un 0,2%, en tasa intertrimestral, en el segundo trimestre de 2012, tras registrar un crecimiento nulo en el trimestre anterior. Los indicadores económicos, en particular los resultados de las encuestas de opinión, confirman la continuación de una débil actividad económica en el tercer trimestre de 2012, en un entorno caracterizado por una elevada incertidumbre. Se prevé que la economía de la zona del euro mantenga su debilidad en el futuro próximo y que solo se recupere muy gradualmente con posterioridad. Las medidas de política monetaria convencionales y no convencionales respaldan el dinamismo del crecimiento, pero es probable que el necesario proceso de ajuste de los balances en los sectores financiero y no financiero, la existencia de un desempleo elevado y la desigual recuperación a escala mundial lo sigan frenando. Los riesgos en torno a las perspectivas económicas siguen siendo a la baja.

4.1 PIB REAL Y COMPONENTES DE LA DEMANDA

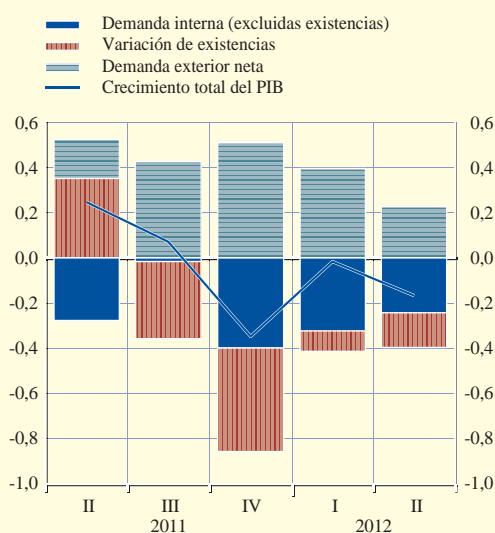
El PIB real se contrajo un 0,2% en el segundo trimestre de 2012, tras registrar un crecimiento nulo en el trimestre anterior (véase gráfico 28). El continuo impulso positivo del comercio exterior se vio contrarrestado por la evolución negativa de la demanda interna y de la variación de existencias. Así pues, el producto se situó casi un 2,5% por debajo del nivel máximo alcanzado antes de la crisis en el primer trimestre de 2008. Los indicadores de corto plazo señalan que la debilidad de la actividad se mantendrá en el segundo semestre de 2012. En el recuadro 5 se describe el contenido informativo del precio de las acciones para el crecimiento económico.

El consumo privado se retrajo un 0,2% en el segundo trimestre de 2012, la misma tasa que en el trimestre precedente. Es muy probable que estos resultados reflejen el descenso del consumo de bienes al por menor y el retroceso de las compras de automóviles, que se vieron compensados en parte por la contribución ligeramente positiva del consumo de servicios.

Por lo que se refiere a las perspectivas a corto plazo, la información disponible tiende a confirmar la persistente debilidad del gasto en consumo. Aunque las ventas del comercio al por menor descendieron un 0,1% en julio, se situaron, sin embargo, en un nivel ligeramente por encima de la media del segundo trimestre de 2012. Las matriculaciones de automóviles aumentaron un 5,8%, en tasa intermensual, en agosto, invirtiendo solo en parte la reducción registrada en el mes anterior. La volatilidad observada en la evolución de las matriculaciones de automóviles en los últimos meses, que no es en modo alguno inusual desde un punto de vista histórico, refleja al menos en parte el impacto de las medidas fiscales relativas a la compra de automóviles adoptadas en algunos países. En los dos primeros meses del tercer trimestre, las matriculaciones de automóviles se situaron casi un 7% por debajo de la media del segundo trimestre, lo que supone un deterioro significativo en comparación con el segundo trimestre, cuando las matriculaciones cayeron un 0,5%, en tasa intertrimestral.

Gráfico 28 Crecimiento del PIB real y contribuciones

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



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

PRECIO DE LAS ACCIONES Y CRECIMIENTO ECONÓMICO

En la zona del euro, los precios de las acciones han aumentado considerablemente desde junio de este año (véase el gráfico 20 de la sección 2.6) y todos los sectores han contribuido a este aumento. A principios de octubre, el Dow Jones EURO STOXX se situaba en torno a los 250 puntos, frente a los 209 puntos de comienzos de julio. La cuestión está en saber si estas subidas anticipan la recuperación económica. Si bien los precios de las acciones suele tener propiedades de indicador adelantado del crecimiento económico, es bien sabido que son mucho más volátiles que la economía real y que podrían proporcionar señales erróneas sobre el crecimiento económico. Además, las variaciones en sus precios no están determinadas necesariamente por las variables económicas fundamentales. En este recuadro se describe la relación entre el precio de las acciones y el crecimiento económico desde una perspectiva teórica y empírica.

Perspectiva teórica

Según la teoría común, el precio de una acción es igual a la suma de todos los dividendos futuros descontados a su valor actual. Los dividendos suelen sustituirse por la rentabilidad, suponiendo una ratio constante de dividendos sobre resultados después de impuestos. El factor de descuento puede dividirse en un componente sin riesgo y una prima de riesgo de las acciones. Este modelo de valor actual supone que el precio de las acciones tiene un papel de indicador adelantado. Unos precios de las acciones más elevados reflejan un incremento de la rentabilidad esperada descontada, y facilitan información potencialmente útil sobre el crecimiento económico futuro.

Los precios de las acciones también desempeñan un activo papel en la economía a través de distintos canales. Unos precios más elevados proporcionan un estímulo extra a los hogares y a las empresas que poseen acciones, ya sea directa o indirectamente —por ejemplo, a través de fondos de pensiones—, debido al efecto riqueza. Además, se considera que el mercado bursátil es un indicador general del estado de la economía, ya que los precios de las acciones afectan a la economía real a través de un canal de confianza. Un aumento de los precios de las acciones estimula la confianza de los hogares y las empresas y reduce su incertidumbre sobre la situación económica futura. La inversión también se beneficia de estos precios elevados a través de un menor coste del capital. Las empresas cotizadas pueden financiar su inversión de forma más barata emitiendo nuevas acciones. Unos precios de las acciones más elevados también aumentan la ratio entre el valor de mercado del capital instalado y el coste de reposición del capital. Un incremento de esta ratio, también conocida como la Q de Tobin, anima a las empresas a invertir más en capital. Unos precios más altos reflejan, asimismo, un aumento de los beneficios esperados y, por tanto, una mejora de las fuentes de financiación interna que se pueden utilizar, en última instancia, para la inversión. Este canal de financiación interna desempeña un papel especialmente importante cuando no se dispone de financiación externa o solo se puede disponer de ella a un coste elevado. Otro mecanismo a través del cual los precios de las acciones afectan a la disponibilidad y a los costes del crédito es que, cuando los precios son más altos, mejora la situación financiera de los hogares y las empresas. Ello permite, a su vez, que los hogares y las empresas tomen prestado de forma más fácil y barata, y se denomina canal del balance financiero. Por último, la prima de riesgo de las acciones proporciona información sobre el grado de aversión al riesgo que existe en la economía, que, a su vez, puede afectar a la economía real. Este canal funciona

a través del riesgo percibido en la tenencia de acciones y de la compensación que desean recibir los inversores por el riesgo en el que incurren¹.

Perspectiva empírica

A pesar de que existe una amplia literatura empírica sobre el contenido predictivo del precio de las acciones para la actividad económica, los resultados no son concluyentes. Algunos estudios proporcionan evidencia favorable a la relación positiva entre el precio de las acciones y el crecimiento económico, mientras que otros sostienen que esta relación se ha roto². Una explicación probable de la posible pérdida de contenido predictivo hace referencia a la existencia de burbujas en los mercados bursátiles durante un período prolongado. El precio de las acciones puede aumentar por encima de su valor intrínseco o fundamental si son los factores no fundamentales los que lo determinan (temporalmente).

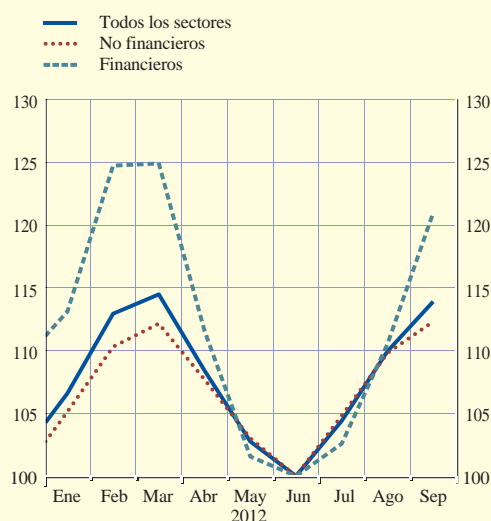
Esta distorsión se puede mitigar analizando el contenido predictivo del componente fundamental del precio de las acciones: dividendos o rentabilidad y el factor por el cual las rentabilidades o los

1 Véase el recuadro titulado «La asunción y la compensación de riesgo como elementos del proceso de transmisión de la política monetaria», *Boletín Mensual*, BCE, agosto de 2008.

2 Por ejemplo, utilizando datos estadounidenses correspondientes a un siglo, G. W. Schwert, en «Stock returns and real activity: a century of evidence», *Journal of Finance* 45(4), 1990, pp. 1237-1257, muestra que el precio de las acciones contiene información útil sobre el crecimiento económico futuro, mientras que M. Binswanger, en «Does the stock market still lead real activity? An investigation for the G-7 countries», *Financial Markets and Portfolio Management* 15(1), 2001, pp. 15-29, sostiene que esta relación se ha roto desde los años ochenta y noventa. De igual manera, J. H. Stock y M. W. Watson, en «Forecasting output and inflation: the role of asset prices», *NBER Working Paper Series* 8180, 2001, muestran en su trabajo seminal que determinados precios de los activos predicen el crecimiento del producto en algunos países durante ciertos períodos.

Gráfico A Cotizaciones bursátiles en la zona del euro.

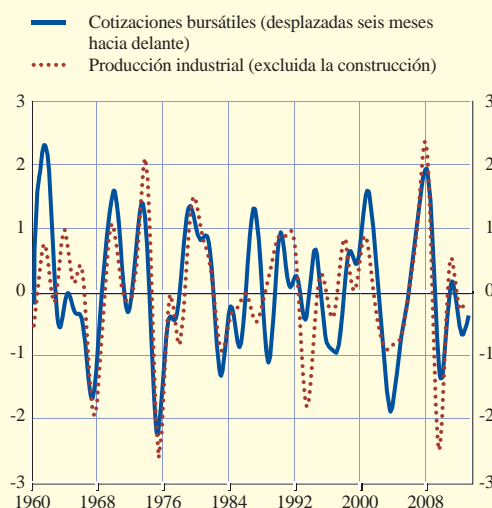
(índice: junio 2012 = 100; medias mensuales de datos diarios)



Fuente: Datastream.

Gráfico B Ciclo de cotizaciones y de producción industrial en la zona del euro

(desviación porcentual estandarizada respecto a la tendencia)



Fuentes: Datastream, Eurostat, Global Financial data y cálculos del BCE.

Notas: Los componentes cíclicos se obtienen al aplicar un filtro pasa banda unilateral. Para más detalles, véase el recuadro titulado «La medición y predicción del ciclo económico de la zona del euro», *Boletín Mensual*, BCE, mayo de 2011. Las últimas observaciones para la producción industrial corresponden a julio de 2012, y para las cotizaciones bursátiles, a septiembre de 2012.

dividendos futuros deben multiplicarse para obtener el valor actual. Este último factor se conoce como factor de descuento. Desde esta perspectiva fundamental, el precio de las acciones tiende a contener información sobre el crecimiento económico futuro³. Por ejemplo, un aspecto fundamental del precio de las acciones que apoya un próximo giro en el crecimiento económico es la reciente caída observada en el factor de descuento.

Otra posibilidad es analizar el precio de las acciones por sectores, sabiendo que no todos ellos se ajustan necesariamente en la misma medida al ciclo económico. Pese a que todos los sectores han contribuido a la subida del índice bursátil general de la zona del euro desde junio de este año, el gráfico A muestra que las cotizaciones bursátiles del sector financiero de la zona, que se sabe que es bastante procíclico, han aumentado de forma acusada⁴.

Otro método de extraer el contenido predictivo del precio de las acciones para la economía real es relacionar el componente cíclico de la cotización con el de la producción industrial (excluida la construcción). La correlación entre el precio de las acciones (desplazado seis meses hacia adelante) y el ciclo económico, representado por el ciclo de producción industrial, es 0,70 (véase gráfico B). Efectivamente, si se observa la cola derecha de este gráfico, puede llegarse a la conclusión de que el ciclo de cotizaciones indica actualmente una recuperación del ciclo de crecimiento de la zona del euro. Sin embargo, el gráfico B también muestra que, en el pasado, el ciclo de cotizaciones proporcionó señales erróneas. Una desviación notable entre los dos ciclos es, por ejemplo, el período entre 1986 y 1987, cuando los indicadores del ciclo de producción industrial disminuyeron, pero el ciclo de cotizaciones desplazado seis meses hacia delante se recuperó marcadamente y proporcionó, así, una clara señal positiva para el ciclo de crecimiento.

Conclusiones

En resumen, varios factores corroboran la opinión de que los aumentos de los precios de las acciones pueden anticipar el crecimiento económico, pero con importantes salvedades. Desde una perspectiva teórica, debido a su papel de indicador adelantado, estos precios tienen un contenido informativo sobre el crecimiento económico futuro, porque son el resultado de los dividendos futuros descontados. Los precios de las acciones también desempeñan un activo papel en una amplia gama de canales a través de los cuales afectan al crecimiento económico. Sin embargo, desde un punto de vista empírico, el contenido predictivo de estos precios para el crecimiento económico es menos claro.

3 Para ver la evidencia sobre los países industrializados, consúltese G. J. de Bondt, «Predictive content of the stock market for output revisited», *Applied Economics Letters*, 16(13), 2009, pp. 1289-1294 y, sobre Estados Unidos y la zona del euro, cuadro 5 en M. Andersson, A. D'Agostino, G. J. de Bondt y M. Roma, «The predictive content of sectoral stock prices: a US-euro area comparison», *Working Paper Series*, n.º 1343, BCE, Fráncfort del Meno, mayo de 2011. Para profundizar en la evidencia empírica de los efectos determinantes sobre el efecto riqueza, véase G. J. de Bondt, «Equity wealth effects: fundamental or bubble-driven?», *Applied Economics Letters*, 18(7), 2011, pp. 601-605.

4 Para ver la evidencia favorable a que el sector financiero es el sector con el contenido informativo más prometedor para el crecimiento futuro del PIB en la zona del euro y en Estados Unidos, consúltese M. Andersson, A. D'Agostino, G. J. de Bondt y M. Roma, *op. cit.*

Los indicadores de opinión relativos al comercio minorista sugieren una mayor debilidad del consumo de bienes al por menor (véase gráfico 29). Aunque el índice de directores de compras (PMI) del comercio al por menor pasó de 44,3 en el segundo trimestre a 46 en el tercero, sigue manteniéndose por debajo de 50, lo que indica una caída adicional de las ventas. Además, según las encuestas de opinión de la Comisión Europea, el indicador de confianza de los consumidores continuó deteriorándose en septiembre. El nivel medio para el tercer trimestre fue significativamente inferior al del segundo trimestre. El indicador, que se mantiene por debajo de su media de largo plazo, apunta, así, a una evolución poco dinámica del gasto en consumo. El indicador de grandes compras esperadas, que registró un descenso

en septiembre, continua situándose en un nivel históricamente bajo, lo que sugiere que los consumidores siguen siendo cautos a la hora de decidir si compran o no bienes de consumo duradero.

La formación bruta de capital fijo se contrajo un 0,8% adicional, en tasa intertrimestral, en el segundo trimestre de 2012. La inversión ha caído, por tanto, durante cinco trimestres consecutivos, con un descenso acumulado de más del 3% desde el primer trimestre de 2011. En cuanto al detalle de la inversión en el segundo trimestre, tanto la inversión, excluida la construcción, como la inversión en construcción —que representan en torno a la mitad de la inversión total— cayeron en términos intertrimestrales. En línea con la falta de dinamismo de la actividad económica, se prevé que la formación de capital siga contrayéndose en el corto plazo.

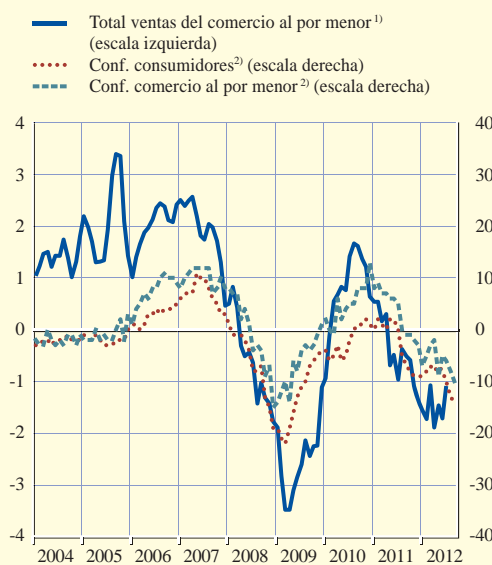
La producción industrial de bienes de equipo (un indicador de la inversión futura, excluida la construcción) se elevó un 2,1%, en tasa intermensual, en julio. La producción de bienes de equipo, que registró un descenso del 1,4%, en tasa intertrimestral, en el segundo trimestre, se situó en julio casi un 2% por encima de su media del segundo trimestre. En cambio, los últimos resultados de las encuestas, que abarcan ya los tres meses del tercer trimestre, apuntan a una nueva reducción en el nivel de la inversión, excluida la construcción, en ese trimestre. El indicador de confianza industrial de la Comisión Europea se situó muy por debajo de su media histórica, mientras que el PMI de las manufacturas se mantuvo por debajo del umbral de expansión de 50 en el tercer trimestre de 2012.

En julio de 2012, la producción de la construcción mostraba un crecimiento nulo, en términos intermensuales, tras un descenso del 0,5% en el mes anterior. Mientras tanto, en el tercer trimestre el indicador de confianza de la construcción publicado por la Comisión Europea seguía siendo inferior a su media histórica. Al mismo tiempo, el PMI de la construcción de la zona del euro se situaba significativamente por debajo de 50 en julio y en agosto, señalando de nuevo una negativa evolución.

Los flujos comerciales de la zona del euro aumentaron en el segundo trimestre de 2012, tras la estabilización registrada en el primer trimestre de 2012. Las exportaciones de bienes y servicios crecieron un 1,3%, en tasa intertrimestral, mientras que las importaciones se elevaron un 0,9%. La evidencia disponible sugiere que tanto las importaciones como las exportaciones se desaceleraron ligeramente en el tercer trimestre. Los flujos comerciales que se registraron en julio se situaron, en promedio, por debajo del nivel medio observado en el segundo trimestre. Los datos procedentes de las encuestas de opinión relativas a las exportaciones de la zona del euro también se deterioraron. En septiembre, el PMI de nuevos pedidos exteriores aumentó hasta 45,3, pero se mantuvo por debajo del umbral teórico de expansión de 50. De cara al futuro, se prevé que el crecimiento de las exportaciones de la zona del euro continúe a un ritmo más moderado, como consecuencia de un fortalecimiento muy gradual, aunque sostenido, de la

Gráfico 29 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; incluye el combustible.
 2) SalDOS netos; datos desestacionalizados ajustados a la media.

actividad económica mundial. Las perspectivas a corto plazo para las importaciones siguen siendo bastante frágiles, en práctica consonancia con las perspectivas de la actividad económica para la zona del euro.

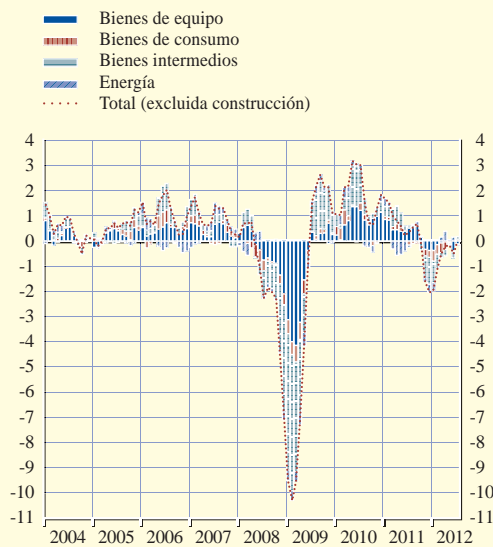
4.2 PRODUCTO POR RAMAS DE ACTIVIDAD

El valor añadido real se contrajo un 0,1 %, en tasa intertrimestral, en el segundo trimestre de 2012, como consecuencia de la débil actividad observada en la industria (excluida la construcción) y en la construcción. Al mismo tiempo, el valor añadido de los servicios registró un crecimiento nulo. La caída más reciente del valor añadido, que se inició en el tercer trimestre de 2011, se debe totalmente a la evolución de la industria.

Por lo que respecta a la evolución en el tercer trimestre de 2012, la producción industrial (excluida la construcción) experimentó un crecimiento del 0,6 %, en tasa intermensual, en julio, tras el descenso de la misma magnitud observado el mes anterior. En julio, la producción se situó un 0,6 % por encima de la media del segundo trimestre, lo que representa una mejora en comparación con la reducción intertrimestral del 0,5 % registrada en el segundo trimestre de 2012 (véase gráfico 30). No obstante, si se tiene en cuenta la volatilidad de estos datos, es necesario actuar con cautela antes de extraer conclusiones para el conjunto del trimestre. Además, los indicadores de opinión, con datos disponibles para todos los meses del tercer trimestre, apuntan a un debilitamiento de la actividad industrial (véase gráfico 31). Por ejemplo, el índice PMI de producción de las manufacturas pasó de 45,2 en el segundo trimestre a 44,6 en el tercero, es decir, siguió descendiendo muy por debajo del umbral de expansión de 50.

Gráfico 30 Crecimiento de la producción industrial y contribuciones

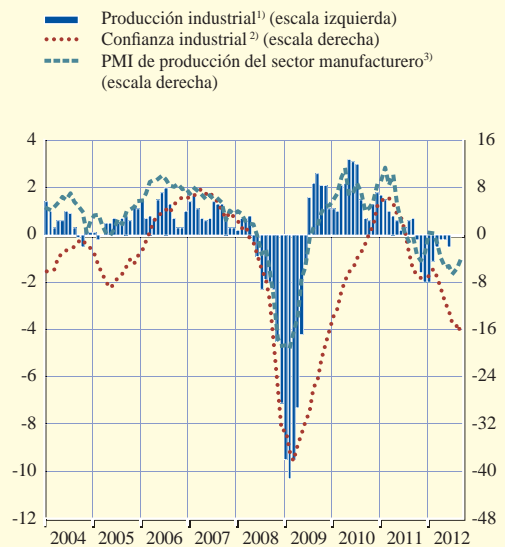
(tasa de crecimiento y contribuciones en puntos porcentuales; datos mensuales desestacionalizados)



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 31 Producción industrial, confianza industrial y PMI de producción del sector manufacturero

(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 (PMI); desviaciones con respecto al valor 50.

Los últimos datos confirman la falta de dinamismo subyacente del crecimiento en la construcción. La producción de la construcción se mantuvo estable entre los meses de junio y julio, alcanzando un nivel de un 0,2 % por debajo de la cifra para el tercer trimestre. En general, el mal comienzo del tercer trimestre, sumado a los resultados negativos procedentes de encuestas más recientes, indican una contracción en curso en el sector de la construcción.

Aunque el índice PMI de actividad comercial del sector servicios se deterioró entre agosto y septiembre, mejoró, sin embargo, marginalmente entre el segundo y el tercer trimestre de 2012. No obstante, el índice continúa registrando niveles inferiores a 50, lo que sería coherente con la evolución negativa del producto en el sector servicios en el tercer trimestre de 2012. Otras encuestas de opinión, como las de la Comisión Europea, muestran un panorama ligeramente más negativo.

4.3 MERCADO DE TRABAJO

La crisis económica y financiera de la zona del euro ha afectado profundamente a los mercados de trabajo de la zona del euro. El empleo descendió de nuevo en el primer semestre de 2012, mientras que el desempleo ha continuado aumentando. Los indicadores de opinión no anticipan ninguna mejora en el futuro próximo.

El nivel de empleo se mantuvo estable entre el primer y el segundo trimestre de 2012, tras tres años consecutivos de caídas (véase cuadro 7). A nivel sectorial, en términos intertrimestrales, la cifra más reciente refleja reducciones de empleo en la industria, excluida la construcción, y en la construcción, que se vieron compensadas con un crecimiento positivo del empleo en el sector servicios. En leve contraste con el empleo registrado, las horas trabajadas siguieron disminuyendo un 0,3 %, en tasa intertrimestral, en el segundo trimestre. Los resultados de las últimas encuestas apuntan a un nuevo debilitamiento de los mercados de trabajo en el tercer trimestre de 2012 (véase gráfico 32).

Cuadro 7 Crecimiento del empleo

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

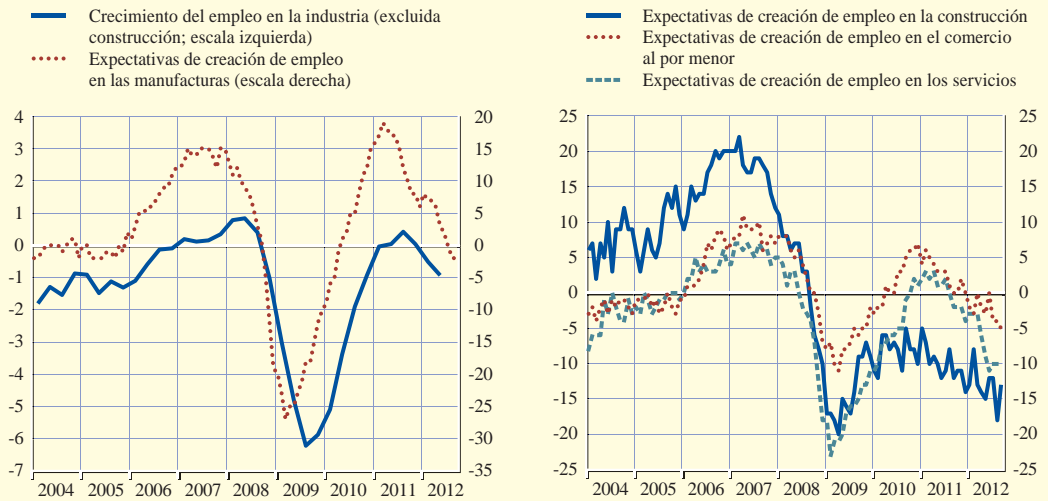
	Personas					Horas				
	Tasas interanuales		Tasas intertrimestrales			Tasas interanuales		Tasas intertrimestrales		
	2010	2011	2011 IV	2012 I	2012 II	2010	2011	2011 IV	2012 I	2012 II
Total de la economía	-0,5	0,2	-0,2	-0,3	0,0	0,1	0,1	-0,4	-0,1	-0,3
<i>Del cual:</i>										
Agricultura y pesca	-0,9	-2,5	-0,9	0,0	0,5	-0,2	-1,5	-0,3	-0,4	-0,3
Industria	-3,1	-1,1	-0,8	-0,7	-0,5	-1,5	-1,0	-1,1	0,0	-1,1
Excluida construcción	-2,9	0,1	-0,3	-0,3	-0,4	-0,3	0,6	-0,4	0,2	-0,6
Construcción	-3,8	-4,0	-1,8	-1,5	-0,6	-3,8	-4,1	-2,7	-0,5	-2,2
Servicios	0,4	0,8	-0,1	-0,2	0,2	0,6	0,6	-0,1	-0,1	-0,1
Comercio y transporte	-0,7	0,6	-0,4	-0,3	0,2	-0,3	0,2	-0,7	-0,3	0,1
Información y comunicaciones	-1,2	1,7	0,6	0,7	0,6	-0,6	1,7	0,6	0,8	0,3
Actividades financieras y de seguros	-0,8	-0,3	0,1	0,0	-0,8	-0,3	0,0	-0,3	-0,2	-1,4
Actividades inmobiliarias	-0,4	3,0	2,4	-1,2	0,7	0,6	3,6	0,9	-1,5	0,9
Actividades profesionales	1,7	2,6	0,3	-0,6	0,7	2,3	2,7	0,4	-0,6	0,3
Administración pública	1,0	0,1	-0,2	-0,1	0,1	1,1	0,1	0,1	0,3	-0,2
Otros servicios ¹⁾	0,9	0,2	0,2	0,6	-0,5	0,6	-0,3	0,0	0,8	-1,1

Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

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

Gráfico 32 Crecimiento del empleo y expectativas de creación de empleo

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

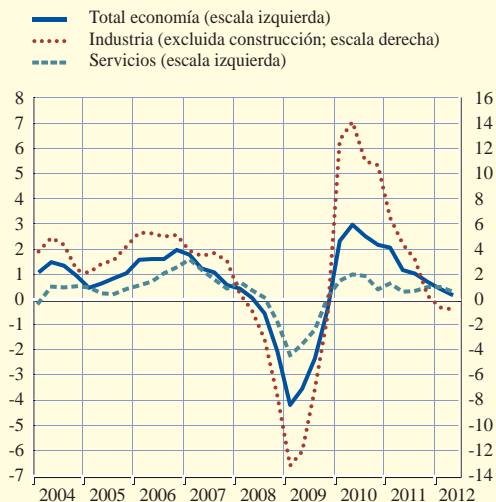


Fuentes: Eurostat y encuestas de opinión de la Comisión Europea.
Nota: Los saldos netos están ajustados a la media.

La tasa de variación interanual de la productividad por persona ocupada siguió retrocediendo y pasó del 0,4 % registrado en el primer trimestre de 2012 al 0,2 % del segundo trimestre (véase gráfico 33). Esta desaceleración se debió a la evolución de la industria, excluidos la construcción y los servicios. Del mismo modo, durante el mismo período, la tasa de crecimiento interanual de la productividad por hora trabajada disminuyó 0,4 puntos porcentuales adicionales, hasta el 0,3 %. De cara al futuro, las últimas

Gráfico 33 Productividad del trabajo por persona ocupada

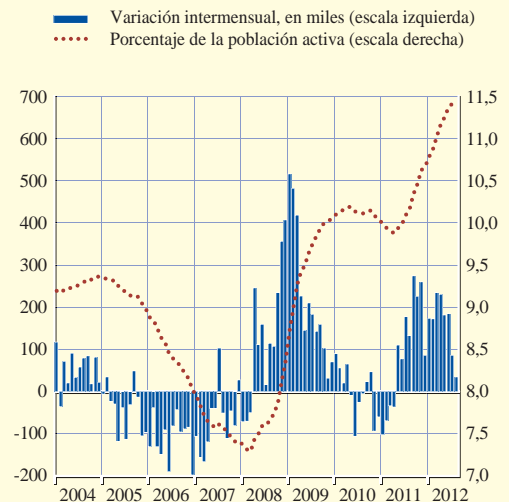
(tasas de variación interanual)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Gráfico 34 Desempleo

(datos mensuales desestacionalizados)



Fuente: Eurostat.

observaciones del índice PMI de productividad sugieren un crecimiento bajo y sostenido de la productividad en el tercer trimestre de 2012.

Aunque la tasa de desempleo se mantuvo sin cambios en el 11,4% entre julio y agosto de 2012, el número de parados registró una nueva subida. La última cifra se sitúa 4 puntos porcentuales por encima del dato de marzo de 2008, el mínimo cíclico que se produjo antes del inicio de la crisis financiera (véase gráfico 34).

4.4 PERSPECTIVAS DE LA ACTIVIDAD ECONÓMICA

Los indicadores económicos, en particular los resultados de las encuestas de opinión, confirman la continuación de una débil actividad económica en el tercer trimestre de 2012, en un entorno caracterizado por una elevada incertidumbre. Se prevé que la economía de la zona del euro mantenga su debilidad en el futuro próximo y que solo se recupere muy gradualmente con posterioridad. Las medidas de política monetaria convencionales y no convencionales respaldan el dinamismo del crecimiento, pero es probable que el necesario proceso de ajuste de los balances en los sectores financiero y no financiero, la existencia de un desempleo elevado y la desigual recuperación a escala mundial lo sigan frenando.

Los riesgos en torno a las perspectivas económicas de la zona del euro continúan siendo a la baja y están relacionados, en particular, con las actuales tensiones observadas en algunos mercados financieros de la zona del euro y con su posible contagio a la economía real de la zona. Todos los responsables de la política económica de la zona del euro deberían adoptar medidas eficaces para contener estos riesgos.