

EVOLUCIÓN ECONÓMICA Y MONETARIA

I ENTORNO EXTERIOR DE LA ZONA DEL EURO

Si bien la recuperación de la economía mundial prosiguió a un ritmo más moderado durante la mayor parte del segundo semestre de 2010, en comparación con el dinámico crecimiento observado en el primer semestre, los últimos datos disponibles confirman que el ritmo se afianzó de nuevo a lo largo del cuarto trimestre. Las presiones inflacionistas siguen estando contenidas en las economías avanzadas, aunque los precios de los bienes intermedios han estado repuntando, como consecuencia de la subida de los precios de los alimentos y las materias primas. Por el contrario, en las economías emergentes dinámicas, estos incrementos de los precios de los bienes intermedios, sumados a la solidez de la actividad económica, han hecho que las tasas de inflación sigan aumentando.

1.1 EVOLUCIÓN DE LA ECONOMÍA MUNDIAL

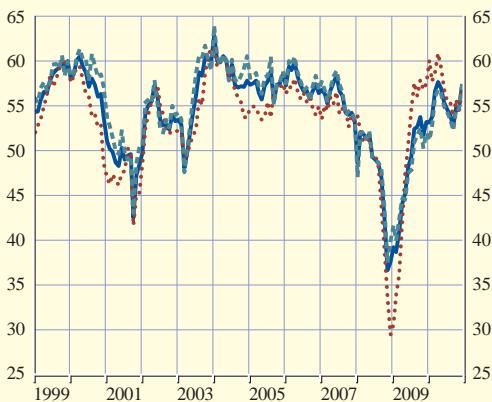
La recuperación de la economía mundial continúa avanzando de forma más autosostenida. En las principales economías avanzadas, los datos más recientes sugieren un repunte de la demanda privada. No obstante, las tensiones en los balances privados, sumadas a las restrictivas condiciones de concesión de crédito y a la débil situación de los mercados de trabajo siguen siendo la causa de las moderadas tasas de crecimiento. En las economías emergentes el crecimiento continúa siendo robusto, aunque los datos más recientes apuntan a una moderada desaceleración de la actividad hacia finales del año pasado. El índice PMI global experimentó una aceleración en diciembre, aumentando hasta 57,1 desde el nivel de 54,6 observado en noviembre (véase gráfico 1), respaldado por un mayor impulso, tanto en el sector manufacturero como en el sector servicios. El repunte de la actividad ha venido acompañado también por un crecimiento sostenido del componente de nuevos pedidos del índice PMI.

En las economías avanzadas, las presiones inflacionistas siguen estando contenidas, aunque los precios de los bienes intermedios han estado repuntando como consecuencia de la subida de los precios de los alimentos y las materias primas. Esto refleja el amplio margen de capacidad excedente de producción

Gráfico 1 PMI: producción mundial

(índice de difusión; datos mensuales desestacionalizados)

- PMI: producción total
- PMI: producción manufacturera
- PMI: producción de servicios



Fuente: Markit.

Gráfico 2 Evolución internacional de los precios

(datos mensuales; tasas de variación interanual)

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



Fuente: OCDE.

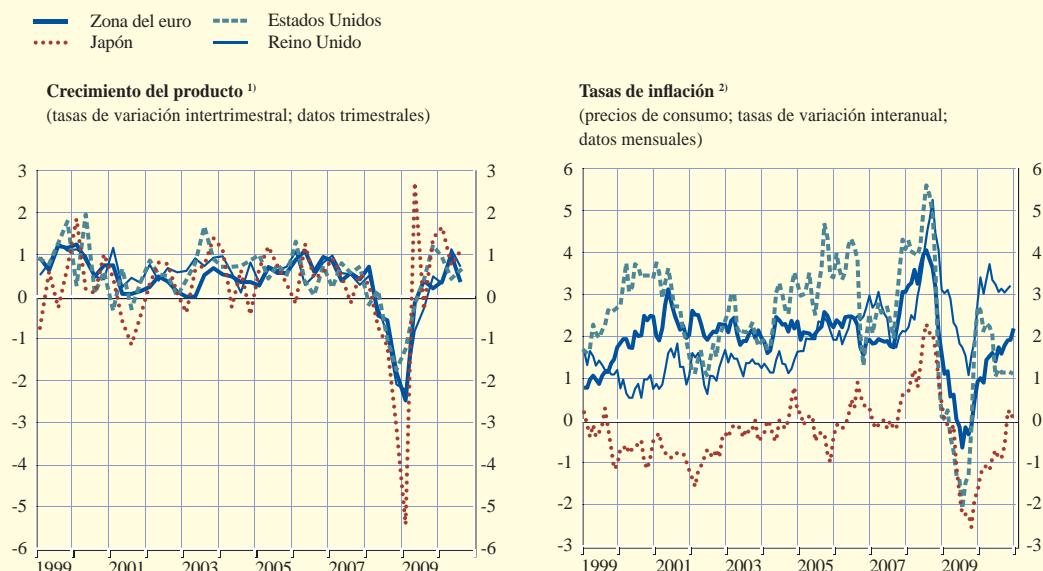
que aún existe. Por el contrario, en las economías emergentes dinámicas, estos incrementos de los precios de los bienes intermedios, sumados a la solidez de la actividad económica, han hecho que las tasas de inflación sigan aumentando. En los países de la OCDE, la inflación interanual medida por los precios de consumo se redujo ligeramente en noviembre, hasta el 1,8%, en comparación con el 1,9% de octubre (véase gráfico 2). Excluidos la energía y los alimentos, la inflación experimentó un ligero aumento hasta el 1,2% en noviembre, desde el 1,1% de octubre.

ESTADOS UNIDOS

En Estados Unidos, la recuperación de la actividad económica se stabilizó en el tercer trimestre de 2010, tras la desaceleración experimentada en el segundo trimestre. Según la tercera estimación de la Oficina de Análisis Económico, el crecimiento intertrimestral del PIB real se situó en el 0,6% (2,6% en tasa anualizada), frente al 0,4% registrado en el segundo trimestre (véase gráfico 3). La actividad económica se vio respaldada, por una parte, por los aumentos del gasto en consumo personal, la inversión empresarial, el gasto público y una fuerte contribución positiva de la acumulación de existencias, que representó más de la mitad del aumento intertrimestral del PIB real. Por otra parte, el crecimiento se vio atenuado por la fuerte contribución negativa de la demanda exterior neta, ya que el incremento de las importaciones fue mayor que el de las exportaciones, así como por la renovada debilidad de la inversión residencial tras la expiración de algunas iniciativas de apoyo a la vivienda. Los datos de alta frecuencia apuntan a que se mantendrá la recuperación económica en el cuarto trimestre, ya que el crecimiento del gasto en consumo se afianzó en cierta medida y el ritmo de la actividad manufacturera se estabilizó hacia finales de 2010. De cara al futuro, se prevé que la recuperación siga siendo moderada a medio plazo.

Las presiones inflacionistas en Estados Unidos siguen estando contenidas, en un contexto de notable atonía económica. La inflación interanual medida por el IPC se situó en el 1,1% en noviembre, tras

Gráfico 3 Principales indicadores de las economías más industrializadas



haberse mantenido dentro de una banda muy estrecha del 1,1% al 1,2% desde junio de 2010. Excluidos la energía y los alimentos, la inflación interanual repuntó hasta el 0,8% desde el mínimo histórico observado en octubre. El 21 de diciembre, el Comité de Operaciones de Mercado Abierto de la Reserva Federal decidió prorrogar hasta el 1 de agosto de 2011 sus acuerdos de divisas de carácter temporal (líneas *swap*) con los principales bancos centrales de otros países, a fin de mejorar la situación de liquidez en los mercados monetarios internacionales.

JAPÓN

En Japón, la actividad económica se ralentizó en el cuarto trimestre de 2010, a pesar de la aceleración que experimentó el crecimiento del PIB real en el trimestre anterior. La segunda estimación provisional publicada por la Oficina Económica del Gobierno de Japón indica que, en el tercer trimestre de 2010, el PIB real creció un 1,1% en tasa intertrimestral, cifra más alta que el 0,9% previsto en la primera estimación provisional. La revisión al alza tuvo su origen en un aumento del gasto de capital y del consumo privado mayor de lo estimado en principio. En el cuarto trimestre, la actividad económica fue moderada, ya que la retirada de las medidas de estímulo adoptadas por el Gobierno se tradujo en un debilitamiento del consumo privado y de la producción industrial. La encuesta Tankan correspondiente a diciembre reveló que la evaluación del clima económico actual por parte de las empresas se ha deteriorado al empeorar las perspectivas, especialmente entre las empresas manufactureras. No obstante, los datos más recientes indican que la moderación de la actividad económica en el cuarto trimestre podría ser transitoria. Las exportaciones, que se habían caracterizado hasta hace poco por su atonía, repuntaron en noviembre en términos nominales, debido al aumento de la demanda de las economías emergentes de Asia, en particular de China.

En conjunto, la inflación medida por los precios de consumo fue positiva en noviembre por segundo mes consecutivo, situándose en el 0,1% en tasa interanual, impulsada por el aumento de los costes de las verduras frescas, los cigarrillos y los servicios de agua, gas y electricidad. Excluidos los alimentos frescos, la inflación interanual, medida por el IPC, siguió siendo negativa (-0,5%), mientras que si se excluyen los alimentos frescos y la energía, la tasa se sitúa en el -0,9%.

El 21 de diciembre de 2010, el Banco de Japón decidió mantener sin variación, entre el 0,0% y el 0,1%, el objetivo fijado para los tipos de interés de los préstamos a un día sin garantía.

REINO UNIDO

En el Reino Unido ha continuado la recuperación económica. El crecimiento intertrimestral del PIB fue del 0,7% en el tercer trimestre de 2010, tras una expansión del 1,1% en el segundo trimestre (véase gráfico 3). El crecimiento del producto durante el trimestre tuvo su origen, principalmente, en la inversión empresarial y en la acumulación de existencias. Los precios de la vivienda han seguido la tendencia a la baja de los últimos meses en un contexto de moderación de la actividad en el mercado de la vivienda. De cara al futuro, los ajustes de las existencias, las políticas de estímulo monetario, la demanda externa y la anterior depreciación de la libra esterlina deberían respaldar la actividad económica. No obstante, se prevé que el crecimiento de la demanda interna seguirá estando limitado por las restrictivas condiciones de concesión de crédito, el ajuste de los balances de los hogares y las sustanciales restricciones presupuestarias.

La inflación interanual, medida por el IPC, ha seguido siendo elevada, aumentando hasta el 3,3% en noviembre de 2010 desde el 3,2% en octubre. De cara al futuro, se prevé que los efectos retardados de la depreciación de la libra esterlina, la subida de los precios de las materias primas y el aumento del IVA en enero de 2011 ejerzan nuevas presiones al alza sobre los precios de consumo. En los últimos trimes-

tres, el Comité de Política Monetaria del Banco de Inglaterra ha mantenido en el 0,5% el tipo de interés oficial al que se remunera las reservas de las entidades de crédito.

OTROS PAÍSES EUROPEOS

En conjunto, la situación económica siguió mejorando en el tercer trimestre de 2010 en los otros países de la UE no pertenecientes a la zona del euro, mientras que la inflación evolucionó de forma desigual. El PIB real creció un 2,1% y un 1%, en tasa intertrimestral, en Suecia y Dinamarca, respectivamente, de lo que se deduce que la recuperación cobró impulso en ambos países. La recuperación parece ser especialmente sólida en Suecia, respaldada por la demanda externa y el consumo interno como consecuencia del fuerte crecimiento del empleo. Las tasas de inflación interanual aumentaron ligeramente en ambos países, situándose en el 2,5% en Dinamarca y en el 1,7% en Suecia en noviembre, pero se mantuvieron en niveles inferiores a los observados en otros países de la UE no pertenecientes a la zona del euro.

En los países más grandes de la UE de Europa Central y Oriental, la recuperación continuó en el tercer trimestre, respaldada principalmente por la demanda externa y la reposición de las existencias. La demanda interna siguió siendo más bien moderada en la mayoría de los países, debido a la débil situación de los mercados de trabajo y de crédito, a la baja utilización de la capacidad productiva, así como a las restricciones presupuestarias impuestas en algunos países. Rumanía fue el único de los países grandes de Europa Central y Oriental que registró crecimiento negativo en el tercer trimestre de 2010, debido al impacto a corto plazo de los ajustes fiscales en curso y al deterioro de la situación del mercado de trabajo. Por el contrario, el crecimiento fue especialmente sólido en el tercer trimestre en Polonia, donde la demanda externa y la mejora de la situación en el mercado de trabajo respaldaron la recuperación. En noviembre de 2010, la inflación medida por el IAPC aumentó ligeramente en la República Checa y se moderó en Polonia, Hungría y Rumanía. Entre estos países, Rumanía registra la tasa de inflación más alta, que se situó en el 7,7% en noviembre de 2010, debido principalmente al impacto del incremento más reciente del IVA en julio de 2010.

CHINA

En China, la actividad económica siguió siendo vigorosa en noviembre, como lo indica el crecimiento, mayor de lo previsto, de la producción industrial, la inversión en capital fijo y el comercio exterior. Los precios de consumo aumentaron al ritmo más rápido de los dos últimos años, situándose la inflación interanual en el 5,1% en noviembre, principalmente como consecuencia de la subida de los precios de los alimentos. Por su parte, los precios industriales aumentaron hasta el 6,1% en noviembre, desde el 5% de octubre, impulsados, sobre todo, por el incremento de los precios de las materias primas. Además, pese a las medidas administrativas contra la especulación en el mercado inmobiliario, introducidas en abril y septiembre de 2010, los precios de los inmuebles siguieron subiendo en los tres meses transcurridos hasta noviembre. Dado que la abundante liquidez interna y la sólida actividad económica también están contribuyendo a la intensificación de las presiones inflacionistas, el Banco Central de la República Popular China ha seguido dando una orientación más restrictiva a la política monetaria. Por segunda vez en el año 2010, y con efectos a partir del 26 de diciembre, se han elevado los tipos de interés de referencia a un año de los préstamos y los depósitos en 25 puntos básicos, hasta el 2,75% y el 5,81%, respectivamente. Además, para absorber el exceso de liquidez, el Banco Central ha incrementado el coeficiente de reservas en otros 50 puntos básicos, situándolo actualmente en un máximo histórico del 19% para las entidades de crédito más grandes. Asimismo, para hacer frente a las presiones inflacionistas de manera más flexible, las autoridades anunciaron un nuevo sistema de gestión de las exigencias de reservas, que se aplicará a cada entidad, basándose principalmente en su comportamiento específico en materia de préstamos, así como en su liquidez y en su ratio de adecuación del capital.



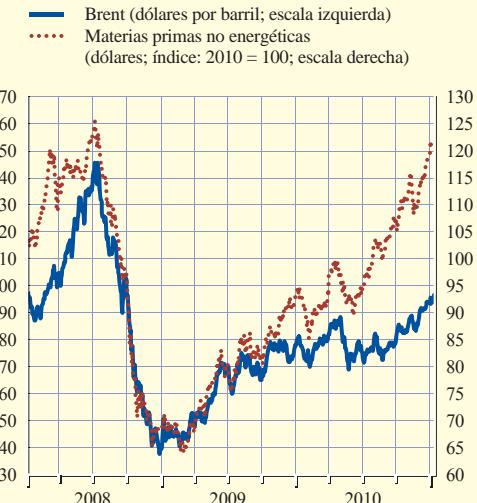
1.2 MERCADOS DE MATERIAS PRIMAS

Los precios del petróleo aumentaron en diciembre y a comienzos de enero. El 12 de enero, el precio del barril de Brent se situaba en 96,7 dólares estadounidenses, es decir, un 23,7% y un 11,7% por encima del nivel observado a comienzos de 2010 y de diciembre, respectivamente (véase gráfico 4). De cara al futuro, los participantes en el mercado todavía prevén precios más altos en el medio plazo, y los futuros con entrega en diciembre de 2012 se negocian actualmente en torno a 96,9 dólares estadounidenses el barril.

Si se consideran las variables fundamentales, por el lado de la demanda se mantiene la solidez y la Agencia Internacional de la Energía (AIE) ha venido revisando al alza sus estimaciones de demanda para 2010. Por el lado de la oferta, la respuesta al aumento de la demanda y de los precios ha sido, no obstante, más moderada, y la OPEP decidió no modificar las cuotas de producción en su última reunión, lo que se ha traducido en una notable reducción de las existencias que, habida cuenta de que, en 2011, la AIE prevé un aumento de la demanda mundial del 1,5%, podría sugerir de un aumento de las tensiones en el mercado en un futuro próximo.

Los precios de las materias primas no energéticas también han registrado un aumento significativo en diciembre. Los precios de los alimentos siguieron incrementándose de forma acusada, impulsados, en particular, por el trigo, el maíz y el azúcar. Los aumentos de los precios tuvieron su origen en una combinación de factores: la solidez de la demanda y la inquietud respecto a la oferta, debido a las adversas condiciones meteorológicas imperantes en el hemisferio sur. Para más información, véase también el análisis de la evolución reciente de los precios de los alimentos que se presenta en el recuadro 1. Los precios de los metales también han aumentado, impulsados principalmente por la subida del cobre, debido a la presión de las limitaciones por el lado de la oferta. En cifras agregadas, el índice de precios de las materias primas no energéticas (denominado en dólares estadounidenses) se situaba, a principios de 2011, un 29% por encima del nivel de comienzos de 2010 y un 7,5% por encima del nivel de comienzos de diciembre de 2010.

Gráfico 4 Evolución de los precios de las materias primas



Fuentes: Bloomberg y HWWI.

Recuadro 1

EVOLUCIÓN RECENTE DE LOS PRECIOS DE LOS ALIMENTOS

Las grandes fluctuaciones de los precios de las materias primas alimenticias han concitado mucha atención en los últimos años. En 2007 y en el primer semestre de 2008, los precios experimentaron una notable subida alcanzando un máximo en julio de 2008. Posteriormente, bajaron para incrementarse de nuevo. Dado que su evolución puede tener efectos de gran alcance sobre la inflación de

precios de consumo, es esencial, de cara a las perspectivas de inflación, realizar un seguimiento de su dinámica y de sus factores determinantes, así como del buen funcionamiento de los respectivos mercados. A continuación, se analiza la subida que han registrado los precios de los alimentos desde 2009 y se arroja algo de luz sobre sus principales factores determinantes.

Los precios de las materias primas alimenticias experimentaron una notable subida en 2010. No obstante, los incrementos se produjeron a distinta velocidad y en momentos diferentes y también se vieron afectados por factores idiosincrásicos.

- Tras la cosecha récord que siguió al máximo alcanzado por los precios en 2007-2008, los precios del trigo se moderaron inicialmente, como consecuencia de los elevados niveles de existencias. No obstante, las perturbaciones por el lado de la oferta y las adversas condiciones meteorológicas, unidas a la amenaza de presiones proteccionistas, contribuyeron a que los precios se disparasen de nuevo en el segundo trimestre de 2010. A finales de 2010, los precios eran un 91% más elevados que a comienzos del año (véase gráfico).
- Los precios del maíz oscilaron dentro de un intervalo estrecho en 2009 y en el primer semestre de 2010, moderados por las expectativas de una cosecha récord en 2010. No obstante, los recientes recortes en las estimaciones de producción y los indicios de unas importaciones sin precedentes por parte de China presionaron al alza sobre los precios que, a finales de 2010, se situaban un 57% por encima del nivel observado a principios del año.
- La evolución reciente de los precios de la soja ha sido más moderada que la de los precios del trigo y del maíz. La cosecha de 2009-2010 alcanzó cifras récord y las perspectivas para 2010-2011 son también positivas, lo que ha contribuido a atenuar las presiones por el lado de la demanda derivadas del incremento de las importaciones de China. Con todo, a finales de 2010, los precios se situaban un 33% por encima del nivel observado a principios del año.
- Por el contrario, los precios del azúcar han mostrado cierta volatilidad últimamente. En 2009, casi se duplicaron, como consecuencia de las adversas condiciones meteorológicas y siguieron siendo volátiles después —a pesar de las perspectivas de una buena cosecha— en un contexto de bajos niveles de existencias. A finales de 2010, los precios del azúcar eran un 32% más altos que a comienzos del año.

Aunque las presiones registradas recientemente en los mercados de materias primas agrícolas tuvieron su origen en factores idiosincrásicos, también se observan algunos factores comunes

Precios de algunas materias primas agrícolas

(en centavos de USD la fanega de maíz, soja y trigo, en centavos de USD la libra de azúcar)

- Soja (escala izquierda)
- Trigo (escala izquierda)
- - Maíz (escala izquierda)
- Azúcar (escala derecha)



Fuente: Bloomberg.

Nota: La observación más reciente corresponde al 31 de diciembre de 2010.

que afectan a las tendencias de la demanda en el medio a largo plazo. En primer lugar, la demanda proveniente de los mercados emergentes ha aumentado de forma constante, en consonancia con el incremento de los niveles de vida, y se prevé que continúe haciéndolo. Además del aumento de la renta en las economías emergentes, la urbanización y los cambios en las preferencias dietéticas están impulsando al alza la demanda interna de productos de alto valor por parte de los consumidores. La composición de los presupuestos alimentarios se está desplazando hacia la carne, los productos lácteos y el pescado. Dado que la producción de carne y de lácteos requiere pienso para el ganado como factor de producción, el cambio en la dieta significará una mayor demanda de cultivos tales como la soja, el maíz y los cereales en general, que se utilizan para producir piensos.

Otro factor estructural importante que influye en la demanda es el hecho de que los cultivos alimentarios (concretamente el azúcar y el maíz) se están utilizando también para producir biocombustibles. Se prevé que los niveles persistentemente elevados de los precios del petróleo y las notables subvenciones a la producción de biocombustibles sostengan la demanda de estas materias primas en el futuro. Los dos factores mencionados —el cambio en la dieta y la producción de biocombustibles— suponen un robusto crecimiento de la demanda de materias primas alimenticias en el futuro.

No obstante, las perspectivas de los precios también dependen esencialmente de la respuesta por el lado de la oferta. En primer lugar, por lo que respecta a la velocidad de respuesta desde el lado de la oferta, la elasticidad precio de cada cultivo es grande y relativamente rápida, teniendo en cuenta las limitaciones del ciclo biológico, como lo confirma también la cosecha récord de trigo de 2008, que siguió a la escalada de los precios en 2007-2008. Sin embargo, a nivel agregado, la respuesta de la oferta agrícola es baja. Una razón de las diferencias en la respuesta a nivel individual y a nivel agregado es la rotación de los cultivos que, en gran medida, determina la respuesta de los precios a nivel individual, es decir, las superficies agrícolas se destinan a los cultivos que producen el mayor rendimiento. Cuando, no obstante, los incrementos de los precios agrícolas son generalizados, la respuesta de la oferta de la rotación de cultivos es menos pronunciada, ya que suele tener su origen en una expansión de la superficie de cultivo o en un aumento del rendimiento.

Por lo que se refiere a la disponibilidad de terreno a escala mundial, sigue habiendo suficiente tierra cultivable. Un informe de la Organización de las Naciones Unidas para la Agricultura y la Alimentación (FAO)¹ sugiere que, si bien la expansión de la superficie cultivable siempre ha contribuido a elevar la producción de las cosechas, el aumento del rendimiento —mediante la aplicación de mejoras tecnológicas o el uso de fertilizantes y maquinaria— ha sido mucho más importante en las últimas décadas. Este factor representó el 70% del incremento de la producción en los países en desarrollo en los 30 últimos años y casi el total del incremento en las economías avanzadas. Sin embargo, las tecnologías agrícolas prácticamente no han variado en los veinte últimos años, lo que significa que no se pueden obtener mayores rendimientos a menos que se introduzcan nuevas mejoras. La estabilidad de los precios agrícolas durante este período ha dado lugar a cierta complacencia respecto a los problemas alimentarios a escala mundial y a una reducción de los fondos destinados a I+D. Un entorno de precios elevados podría cambiar esta situación y estimular la investigación, tanto con recursos públicos como privados, en tecnologías encaminadas a aumentar el rendimiento, en lugar de reducir costes como ha sido prácticamente el caso a lo largo de los diez últimos años².

1 OCDE-FAO (2008). *Perspectivas Agrícolas 2008 - 2017*.

2 R. Trostle (2008). *Global Agricultural Supply and Demand: Factors Contributing to the Recent Increase in Food Commodity Prices*. USDA Economic Research Service WRS-0801.

En conjunto, estas consideraciones sugieren que, a largo plazo, se mantendrán las presiones al alza sobre los precios de los alimentos, debido al sólido crecimiento de la demanda. Si bien hay margen de maniobra para que los efectos por el lado de la oferta compensen el aumento de la demanda, persiste un alto grado de incertidumbre respecto al alcance y al ritmo con que la oferta podrá hacer frente al incremento previsto de la demanda y, por ende, contribuir a limitar el alza de los precios de los alimentos.

I.3 TIPOS DE CAMBIO

En el cuarto trimestre de 2010, el euro se depreció en términos efectivos nominales, situándose por debajo de la media registrada durante el año. El 12 de enero de 2011, el tipo de cambio efectivo nominal del euro —medido frente a las monedas de 20 de los socios comerciales más importantes de la zona del euro— se situaba un 4,3% por debajo del nivel registrado a finales de septiembre y un 4% por debajo de la media de 2010 (véase gráfico 5).

En términos bilaterales, durante el cuarto trimestre de 2010 el euro se depreció frente a todas las principales monedas. Entre el 30 de septiembre de 2010 y el 12 de enero de 2011, se debilitó frente al franco suizo (5%), el yen japonés (4,8%) y el dólar estadounidense (4,9%). La depreciación frente al dólar estadounidense, combinada con la correspondiente depreciación frente a las monedas vinculadas a este, representó casi la mitad de la depreciación total de la moneda única en términos efectivos (véase gráfico 5). El euro también se depreció significativamente frente a las monedas de países productores de materias primas (dólar australiano, dólar canadiense y corona noruega) y frente a la libra esterlina (véase cuadro 1).

Entre el 30 de septiembre de 2010 y el 12 de enero de 2011, las monedas que participan en el MTC II se mantuvieron, en general, estables frente al euro, cotizando al tipo de cambio correspondiente a las

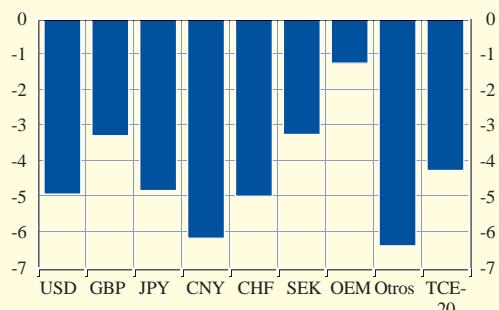
Gráfico 5 Tipo de cambio efectivo del euro (TCE-20) y sus componentes¹⁾

(datos diarios)

Índice: I 1999 = 100



Contribuciones a las variaciones del TCE-20²⁾
Del 30 de septiembre de 2010 al 12 de enero de 2011
(en puntos porcentuales)



Fuente: BCE.

1) Un aumento del índice supone una apreciación del euro frente a las monedas de 20 de los socios comerciales más importantes de la zona del euro (incluidos todos los Estados miembros de la UE que no pertenecen a la zona del euro).

2) Se muestran las contribuciones a las variaciones del TCE-20 correspondientes a cada una de las monedas de los seis principales socios comerciales de la zona del euro. La categoría «Otros Estados miembros (OEM)» se refiere a la contribución agregada de las monedas de los Estados miembros que no pertenecen a la zona del euro (excepto la GBP y la SEK). La categoría «Otros» se refiere a la contribución agregada al índice TCE-20 de los otros seis socios comerciales de la zona del euro. Las variaciones se calculan aplicando a este índice las correspondientes ponderaciones basadas en el comercio.

Cuadro I Evolución del tipo de cambio del euro¹⁾

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

	Ponderación en el TCE-20	Nivel al 12 de enero de 2011	Apreciación (+)/depreciación (-) del euro al 12 de enero de 2011 desde:		
			30 de septiembre de 2010	1 de enero de 2010	en comparación con: media de 2010
Dólar estadounidense	19,4	1.300	-4,9	-9,8	-2,1
Libra esterlina	17,8	0,832	-3,3	-6,7	-3,1
Renminbi chino	13,6	8,570	-6,2	-12,8	-4,5
Yen japonés	8,3	108,200	-4,8	-19,0	-6,9
Franco suizo	6,4	1.260	-5,0	-15,1	-8,6
Zloty polaco	4,9	3.840	-3,6	-6,3	-3,8
Corona sueca	4,9	8.840	-3,3	-13,2	-7,3
Corona checa	4,1	24.390	-0,9	-7,2	-3,5
Won coreano	3,9	1.445,890	-6,8	-13,0	-5,6
Forint húngaro	3,1	275,570	-0,1	2,1	0,0
TCEN ²⁾		100,500	-4,3	-10,3	-4,0

Fuente: BCE.

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

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

respectivas paridades centrales o en torno a dichas paridades. El lats letón siguió situándose en la zona débil de la banda de fluctuación de $\pm 1\%$ establecida unilateralmente. El 1 de enero de 2011, Estonia adoptó el euro y se convirtió en el país miembro número 17 de la zona del euro. El tipo de cambio de conversión entre la corona estonia y el euro se fijó, con carácter irrevocable, en 15,6466 coronas por euro, es decir, la paridad central de la corona en el MTC II (véase también el recuadro 2, titulado «Estonia adopta el euro»).

Recuadro 2**ESTONIA ADOPTA EL EURO**

El 1 de enero de 2011, Estonia adoptó el euro, convirtiéndose en el país miembro número 17 de la zona del euro. El tipo de conversión entre la corona estonia y la moneda única se fijó, con carácter irrevocable, en 15,6466 coronas por euro. Esta fue la paridad central de la moneda estonia frente al euro durante el período en el que el país participó en el Mecanismo de Tipos de Cambio II (MTC II).

Estonia es una economía muy pequeña en comparación con el resto de la zona del euro, por lo que los datos macroeconómicos agregados de la zona no variarán significativamente tras esta última ampliación (véase cuadro).

El PIB de Estonia solo representa alrededor del 0,2% del PIB de la zona del euro ampliada. En 2009, el PIB per cápita de este país, expresado en términos de paridad del poder adquisitivo (PPA), se situó ligeramente por debajo del 60% de la media de la zona. Durante varios años, Estonia fue una de las economías de la UE que creció a un ritmo más rápido. No obstante, la fuerte expansión económica, que mostró claras señales de recalentamiento entre 2005 y 2007, demostró ser insostenible, y la actividad económica experimentó un acusado cambio de sentido y una fuerte contracción en 2009. El ajuste económico que se puso en marcha en este país ha contribuido a la corrección de algunos de los

Principales características económicas de Estonia y de la zona del euro

	Período de referencia	Unidades	Zona del euro excl. Estonia	Zona del euro incl. Estonia	Estonia
Población y actividad económica					
Población total ¹⁾	2010	millones	330,0	331,3	1,3
PIB	2009	m m de euros	8.955,7	8.969,9	13,9
PIB per cápita	2009	miles de euros	27,2	27,1	10,3
PIB per cápita (PPA)	2009	ZE16=100	100,0	99,8	57,9
PIB (porcentaje del PIB mundial) ²⁾	2009	%	15,1	15,1	0,0
Valor añadido por actividad económica³⁾					
Agricultura, pesca, silvicultura	2009	% del total	1,6	1,6	2,6
Industria (incluida construcción)	2009	% del total	24,2	24,2	26,4
Servicios (incluidos servicios no de mercado)	2009	% del total	74,2	74,2	71,0
Indicadores monetarios y financieros					
Crédito al sector privado ⁴⁾	2009	% del PIB	146,1	146,0	107,2
Capitalización del mercado bursátil ⁵⁾	2009	% del PIB	49,3	49,2	2,6
Comercio exterior					
Exportaciones de bienes y servicios ⁶⁾	2009	% del PIB	19,7	19,7	69,9
Importaciones de bienes y servicios ⁶⁾	2009	% del PIB	18,9	18,8	64,3
Balanza por cuenta corriente ⁶⁾	2009	% del PIB	-0,6	-0,5	4,5
Mercado de trabajo⁷⁾					
Tasa de actividad ⁸⁾	2010 III	%	71,4	71,4	73,7
Tasa de paro	2010 III	%	9,8	9,8	15,7
Tasa de ocupación ⁸⁾	2010 III	%	64,4	64,4	62,1
Administraciones Públicas					
Superávit (+) o déficit (-)	2009	% del PIB	-6,3	-6,3	-1,7
Ingresos	2009	% del PIB	44,5	44,5	43,4
Gastos	2009	% del PIB	50,8	50,8	45,1
Deuda bruta	2009	% del PIB	79,2	79,1	7,2

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

1) Media anual estimada.

2) Los porcentajes del PIB se basan en una valoración del PIB del país en términos de paridad del poder adquisitivo (PPA).

3) Basado en el valor añadido bruto nominal a precios básicos.

4) Incluye los préstamos, las tenencias de valores distintos de acciones y las tenencias de acciones y otras participaciones.

5) Definida como el saldo vivo total de las acciones cotizadas, excluidos los fondos de inversión y las participaciones en fondos del mercado monetario emitidas por residentes en la zona del euro/Estonia al valor de mercado.

6) Datos de la balanza de pagos. Los datos correspondientes a la zona del euro se compilan sobre la base de las transacciones con residentes de países no pertenecientes a la zona (es decir, excluidos los flujos intra zona). En el caso de Estonia, los datos incluyen las transacciones con residentes en el resto del mundo (es decir, incluidas las transacciones con la zona del euro).

7) En relación con la población en edad de trabajar (es decir, con edades comprendidas entre los 15 y los 64 años). Datos obtenidos de la encuesta de población activa.

8) Porcentaje de la población en edad de trabajar (es decir, con edades comprendidas entre los 15 y los 64 años).

desequilibrios externos e internos acumulados en los años de crecimiento muy rápido. Más recientemente, la actividad económica ha empezado a recuperarse: el crecimiento interanual del PIB real pasó a ser positivo en el segundo trimestre de 2010 y, en el tercer trimestre, se situó en el 5,1%.

La estructura de producción de Estonia es similar, en términos generales, a la de la zona del euro. En la economía estonia, el sector servicios contribuye con un 71% al valor añadido total, y la participación de la industria (incluida la construcción) alcanza el 26,4%. La contribución del sector agrícola al valor añadido total es ligeramente más alta que en el resto de la zona del euro. Además, Estonia es una economía muy abierta y el resto de la zona del euro es su principal socio comercial, que concentra el 34,2% de sus exportaciones totales y el 38,5% de sus importaciones totales. Otros socios comerciales importantes son Letonia, Lituania, Rusia y Suecia.

El sector financiero se basa, principalmente, en los bancos. El crédito bancario a residentes distintos de las Administraciones Públicas representó el 107,2% del PIB en 2009. Los grupos bancarios del

norte de Europa dominan el sector bancario. El sector financiero no bancario desempeña un papel más limitado en Estonia que en el resto de la zona del euro. Esto se refleja, por ejemplo, en la capitalización del mercado bursátil, que es baja en comparación con la zona del euro. Por otra parte, el sistema financiero de este país se caracteriza por la ausencia de un mercado desarrollado de renta fija a largo plazo denominado en coronas estonias, lo que principalmente se debe al reducido nivel de deuda pública.

Como consecuencia del fuerte ajuste económico de los últimos años, la tasa de paro de Estonia es elevada, y en el tercer trimestre de 2010 se situó en el 15,7%, en promedio, en comparación con el 9,8% de la zona del euro en ese mismo período. Aunque la tasa de actividad en Estonia se ha mantenido por encima del nivel del resto de la zona del euro, actualmente, la tasa de ocupación es inferior a la media de la zona.

Tras registrar una serie de superávits o resultados presupuestarios próximos al equilibrio entre 2000 y 2007, se han registrado desde entonces déficits públicos. No obstante, como consecuencia de la aplicación de una política fiscal restrictiva, el déficit se mantuvo en niveles moderados en 2009, en el 1,7% del PIB, el tercero más bajo entre los Estados miembros de la UE y bastante inferior al déficit medio de la zona del euro, que asciende al 6,3% del PIB. La ratio de deuda pública en relación con el PIB aumentó hasta el 7,2% en 2009. Estonia es uno de los pocos países de la UE que actualmente no está sujeto a un procedimiento de déficit excesivo.

Para beneficiarse plenamente de las ventajas del euro y permitir el funcionamiento eficiente de los mecanismos de ajuste el área monetaria ampliada, Estonia debe aplicar políticas plenamente orientadas a asegurar la sostenibilidad de su proceso de convergencia. Desde la perspectiva del BCE, es esencial que las autoridades estonias fomenten un entorno de inflación reducida en los próximos años y que, en caso necesario, actúen de manera contundente. A corto plazo, tras la introducción del euro, se ha de asegurar que la conversión de los precios de coronas a euros no afecte al nivel de precios.

De cara al futuro, es importante que la economía estonia mantenga una senda sostenible de convergencia económica. A tal fin, las políticas económicas no monetarias deben permitir que la economía haga frente a las perturbaciones específicas del país y que se evite la reaparición de los desequilibrios macroeconómicos. Se ha de destacar que las autoridades estonias han subrayado su compromiso de lograr un entorno económico que propicie un crecimiento sostenible del producto y del empleo, con una situación macroeconómica equilibrada, incluida la estabilidad de precios. Concretamente, esto supone: (i) mantener unas políticas fiscales prudentes; (ii) continuar las reformas estructurales para mejorar la competitividad en términos de costes y aumentar la productividad, y (iii) adoptar las políticas apropiadas en el sector financiero para garantizar la estabilidad financiera y evitar la acumulación de desequilibrios. La adhesión a este compromiso, sustentado en la política monetaria del BCE orientada a la estabilidad, constituye la mejor manera de lograr un crecimiento económico sostenible, la creación de empleo y la cohesión social en Estonia.

1.4 PERSPECTIVAS DEL ENTORNO EXTERIOR

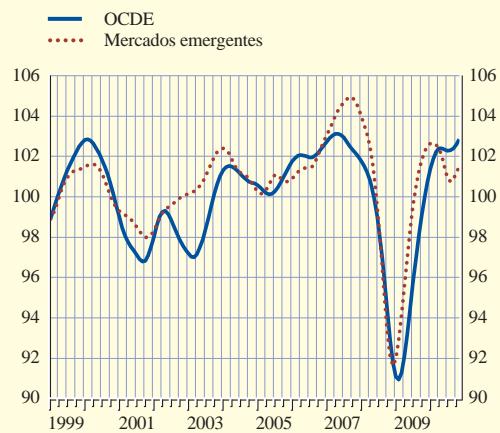
La evidencia más reciente basada en las encuestas confirma que la recuperación de la economía mundial se afianzó en el último trimestre de 2010. El indicador sintético adelantado de la OCDE correspondiente a noviembre aumentó en comparación con octubre, lo que indica que el crecimiento en los países de la OCDE ha vuelto a cobrar impulso (véase gráfico 6). De cara al futuro, se prevé que el crecimiento, a

nivel mundial, se fortalezca gradualmente, respaldado por una mayor normalización de las condiciones de financiación en un entorno de políticas monetarias acomodaticias.

Los riesgos para la actividad mundial se inclinan ligeramente a la baja y la incertidumbre sigue siendo elevada. Por un lado, el comercio mundial podría seguir creciendo con más rapidez de la esperada. Por otra parte, la inquietud respecto a las tensiones en algunos segmentos de los mercados financieros, los nuevos aumentos de los precios del petróleo y de otras materias primas, las presiones proteccionistas y la posibilidad de que se produzca una corrección desordenada de los desequilibrios mundiales siguen siendo motivos de preocupación.

Gráfico 6 Indicadores sintéticos adelantados de la OCDE

(datos mensuales; ajustados a la amplitud del ciclo)



Fuente: OCDE.

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

2 EVOLUCIÓN MONETARIA Y FINANCIERA

2.1 DINERO Y CRÉDITO DE LAS IFM

Las tasas de crecimiento interanual de M3 y de los préstamos concedidos por las IFM al sector privado experimentaron un aumento en noviembre. Esta evolución se debió fundamentalmente a que las cesiones temporales registraron una entrada elevada ese mes, que probablemente fue excepcional y que, a su vez, tuvo su origen, principalmente, en las operaciones interbancarias realizadas a través de plataformas de negociación que se contabilizaron como parte del sector tenedor de dinero. Si se considera más allá de este efecto, los datos más recientes indican una recuperación continuada, aunque modesta, del crecimiento monetario y de los préstamos, y confirman la valoración de que la expansión monetaria subyacente es moderada y de que las presiones inflacionistas a medio plazo están contenidas. La evolución por sectores sugiere que el crecimiento de los préstamos al sector privado se está viendo favorecido de manera creciente por el repunte de la tasa de crecimiento interanual de los préstamos a las sociedades no financieras. Por último, los principales activos de las IFM registraron un crecimiento moderado en noviembre, observándose un flujo de entrada significativo en el crédito al sector privado de la zona del euro.

EL AGREGADO MONETARIO AMPLIO M3

La tasa de crecimiento interanual de M3 experimentó un acusado incremento y se situó en el 1,9% en noviembre, desde el 0,9% de octubre (véase gráfico 7). La mitad de este ascenso se debió a efectos de base, y la otra mitad reflejó un pronunciado aumento intermensual, el 0,5%, que en gran parte tuvo su origen en el auge de la actividad de negociación interbancaria con garantías a través de entidades de contrapartida central, operaciones que se registran como cesiones temporales por parte de los intermediarios financieros no monetarios distintos de las empresas de seguros y los fondos de pensiones (OIF). Si se excluyen estas operaciones de cesión temporal, el crecimiento intermensual de M3 no habría sido del 0,5%, sino solo ligeramente positivo. Por tanto, los datos más recientes sobreestiman el ritmo de la recuperación observado recientemente en el crecimiento monetario de la zona del euro.

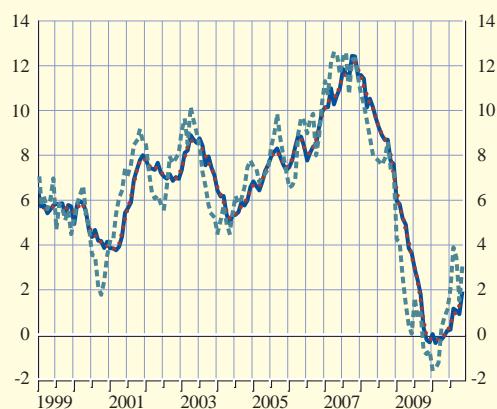
La evolución de M3 y de sus principales componentes sigue reflejando la configuración actual de los tipos de interés. La pendiente de la curva de rendimientos ha vuelto a aumentar recientemente, lo que supone que los activos monetarios incluidos en M3 han perdido parte de su atractivo frente a activos a más largo plazo no incluidos en este agregado monetario, que están mejor remunerados. Al mismo tiempo, el persistente diferencial positivo entre los tipos de interés de los depósitos a corto plazo y los de los depósitos a la vista ha contribuido a que continúe estrechándose la brecha entre la tasa de crecimiento interanual de M1, que ha pasado a ser menos positiva, y la de los depósitos a corto plazo distintos de los depósitos a la vista (esto es, M2 menos M1), que se ha tornado menos negativa.

En cuanto a las contrapartidas, el marcado fortalecimiento observado en el crecimiento interanual de M3 en noviembre quedó reflejado en un au-

Gráfico 7 Crecimiento de M3

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

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



Fuente: BCE.

mento significativo de la tasa de crecimiento interanual de los préstamos al sector privado. Gran parte de esta expansión tuvo su origen en el incremento de la contribución de los préstamos a OIF, aunque los datos más recientes también continúan proporcionando evidencia de que el crecimiento interanual de los préstamos a las sociedades no financieras se está recuperando gradualmente (si bien las tasas de crecimiento todavía se mantienen en niveles negativos) y de que el crecimiento interanual de los préstamos a los hogares se ha estabilizado en tasas moderadamente positivas.

Los principales activos que mantienen las IFM de la zona del euro registraron un incremento moderado en noviembre. No obstante, si se considera más allá de la volatilidad de la evolución mensual, el tamaño de los balances de las IFM fue estable, en general, en 2010. Esta estabilidad ocultó acusados descensos de los préstamos entre IFM y de las tenencias de activos exteriores, mientras que el crédito al sector privado continuó expandiéndose.

PRINCIPALES COMPONENTES DE M3

La evolución de los componentes de M3 siguió caracterizándose por el estrechamiento de la brecha entre la tasa de los crecimiento interanual de M1, que siguió siendo positiva pero descendió, y las tasas de crecimiento interanual de los otros depósitos a corto plazo y de los instrumentos negociables, que fueron negativas, aunque registraron un incremento.

En particular, la tasa de crecimiento interanual de los instrumentos negociables aumentó considerablemente y se situó en el -0,9% en noviembre, desde el -7,6% de octubre, debido, en gran parte, al incremento de las operaciones interbancarias con garantías a través de entidades de contrapartida central, operaciones que se registran como cesiones temporales por el sector de OIF. No obstante, el impulso al alza de la tasa de crecimiento interanual de los instrumentos negociables sigue siendo patente si los datos se corrigen por este efecto, ya que en noviembre reflejó también nuevas compras de participaciones en fondos del mercado monetario y de valores distintos de acciones a corto plazo de las IFM, tras las salidas que se han producido en los últimos meses.

La tasa de crecimiento interanual de M1 volvió a descender ligeramente y se situó en el 4,6% en noviembre, desde el 4,9% de octubre. Esta caída fue moderada si se compara con la evolución observada en meses anteriores, pero oculta una salida mensual significativa en los depósitos a la vista. La reducción del crecimiento de este agregado monetario ha estado impulsada, en gran medida, por la configuración actual de los tipos de interés: la remuneración de los depósitos a la vista se ha mantenido relativamente estable, mientras que la de los otros depósitos a corto plazo y la de los depósitos a más largo plazo ha experimentado un aumento, incrementando con ello el coste de oportunidad de mantener depósitos a la vista.

La tasa de crecimiento interanual de los depósitos a corto plazo distintos de los depósitos a la vista se incrementó hasta situarse en el -0,4% en noviembre, desde el -1,2% de octubre, como consecuencia del aumento de la tasa de crecimiento interanual de los depósitos a corto plazo (esto es, los depósitos a plazo hasta dos años), mientras que la tasa de crecimiento interanual de los depósitos de ahorro (es decir, los depósitos disponibles con preaviso hasta tres meses) no experimentó variaciones. Esta mejora de la tasa de crecimiento interanual de los depósitos a corto plazo reflejó un efecto de base, ya que en esta categoría de depósitos se registraron salidas abultadas en noviembre. Estas salidas fueron generalizadas en los distintos países y sectores, y pueden tener su origen en la reasignación de fondos desde este activo monetario, tras la reciente ampliación del diferencial entre su remuneración y la de los activos financieros a más largo plazo. Las entradas en los depósitos de ahorro a corto plazo experimentaron un ligero descenso en noviembre, aunque siguieron siendo elevadas.

La tasa de crecimiento interanual de los depósitos de M3, que incluyen los depósitos a corto plazo y las cesiones temporales, y que constituyen el agregado monetario más amplio para el que se dispone de un detalle puntual por sectores, experimentó un acusado aumento en noviembre, hasta el 3,5%, desde el 2,9% de octubre. Una vez más, esta evolución refleja, fundamentalmente, un pronunciado incremento de la contribución de los OIF, resultante del aumento de las operaciones de cesión temporal anteriormente mencionado. La mayor parte de la mejora del crecimiento de M3 sigue siendo atribuible a los OIF, y las cesiones temporales han sido el principal factor determinante del incremento de las tenencias de depósitos de M3 por parte de este sector. Las contribuciones de los hogares y de las sociedades no financieras se mantuvieron estables, en niveles positivos, en noviembre. No obstante, aunque la contribución del sector de sociedades no financieras se ha mantenido estable, en líneas generales, desde junio, la de los hogares ha aumentado sustancialmente en este período.

PRINCIPALES CONTRAPARTIDAS DE M3

En cuanto a las contrapartidas de M3, la tasa de crecimiento interanual del crédito total concedido por las IFM a residentes en la zona del euro experimentó un nuevo incremento y se situó en el 3,8% en noviembre, desde el 3,1% de octubre (véase cuadro 2). Como parte de esta evolución, la tasa de crecimiento interanual del crédito otorgado a las Administraciones Públicas volvió a elevarse ligeramente en noviembre, hasta el 12,7%, tras haber registrado un aumento pronunciado en octubre como consecuencia de operaciones relacionadas con la transferencia de activos de las IFM a un «banco malo» alemán (para una descripción del impacto de estas transferencias sobre el crédito otorgado por las IFM al sector privado de la zona del euro, véase el recuadro 3).

La tasa de crecimiento interanual del crédito otorgado al sector privado de la zona del euro se incrementó considerablemente y se situó en el 1,9% en noviembre, desde el 1,2% de octubre, con un aumento de las contribuciones tanto de los préstamos como de los valores. La tasa de crecimiento interanual de los préstamos al sector privado se elevó hasta el 2%, desde el 1,5% de octubre, si bien este incremento fue sobrevalorado, en cierta medida, por las cesiones temporales anteriormente mencionadas, que generan

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					
		2009 IV	2010 I	2010 II	2010 III	2010 Oct	2010 Nov
M1	49,1	12,3	11,3	10,3	7,9	4,9	4,6
Efectivo en circulación	8,4	7,5	6,2	6,4	6,6	5,8	5,7
Depósitos a la vista	40,8	13,3	12,4	11,1	8,1	4,7	4,4
M2 - M1 (= otros depósitos a corto plazo)	39,0	-7,6	-8,2	-8,0	-5,1	-1,2	-0,4
Depósitos a plazo hasta dos años	18,9	-22,0	-22,7	-21,5	-16,1	-8,8	-7,5
Depósitos disponibles con preaviso hasta tres meses	20,1	15,8	13,3	10,3	8,3	7,3	7,3
M2	88,2	2,2	1,7	1,4	1,8	2,1	2,3
M3 - M2 (= instrumentos negociables)	11,8	-11,4	-11,7	-9,8	-6,6	-7,6	-0,9
M3	100,0	0,3	-0,2	-0,1	0,7	0,9	1,9
Crédito a residentes en la zona del euro	3,0	1,9	1,8	2,1	3,1	3,8	
Crédito a las Administraciones Públicas	14,2	9,9	9,2	7,8	12,0	12,7	
Préstamos a las Administraciones Públicas	3,1	3,7	6,7	6,5	13,3	19,2	
Crédito al sector privado	0,9	0,3	0,2	0,8	1,2	1,9	
Préstamos al sector privado	-0,6	-0,4	0,2	1,0	1,5	2,0	
Préstamos al sector privado ajustados por ventas y titulizaciones	0,3	-0,2	0,2	1,0	1,7	2,4	
Pasivos financieros a más largo plazo (excluidos capital y reservas)	6,7	5,5	4,4	2,6	2,6	2,9	

Fuente: BCE.

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

un aumento de los préstamos a los OIF. Al mismo tiempo, en noviembre se observó un incremento relativamente acusado de las operaciones de titulización, que redujo el flujo mensual de préstamos al sector privado. El hecho de que casi la totalidad de los valores generados en este proceso quedaran retenidos por las IFM originadoras también explica gran parte del ascenso de las tenencias de valores del sector privado por parte de las IFM registrado en noviembre.

Recuadro 3

REEVALUACIÓN DEL IMPACTO DE LAS TRANSFERENCIAS DE ACTIVOS A LOS «BANCOS MALOS» SOBRE EL CRÉDITO DE LAS IFM AL SECTOR PRIVADO DE LA ZONA DEL EURO

La crisis financiera ha llevado a algunos países de la zona el euro a crear esquemas de «bancos malos» para que las entidades de crédito puedan dar de baja de sus balances los activos con grave riesgo de deterioro de su valor o aquellos que son difíciles de valorar. En un Boletín Mensual anterior publicado antes de que se pusieran en marcha estos esquemas se presentó una descripción sencilla de las repercusiones que se esperaba que tuvieran en las estadísticas de balances de las IFM¹. Desde entonces, se han producido cuantiosas transferencias a tres esquemas, que han afectado a las carteras de préstamos y de valores, y a entidades receptoras que no pertenecen al sector IFM. En este recuadro se resumen los principales efectos de las transferencias, centrándose en el crédito al sector privado de la zona del euro².

La importancia de realizar un análisis cuidadoso del crédito de las IFM al sector privado

La atención que se presta al crédito concedido por las IFM al sector privado se debe a que la evolución de los préstamos bancarios contribuyó significativamente a la valoración del carácter de la expansión monetaria. El análisis del crecimiento del crédito de las IFM también proporciona información sobre el funcionamiento del mecanismo de transmisión de la política monetaria y sobre las condiciones de financiación en la economía. Como resultado, dicho análisis ha tenido especial importancia desde la perspectiva de política monetaria durante la crisis financiera.

En este contexto, es importante identificar los cambios registrados en el crecimiento del crédito de las IFM al sector privado que reflejen simples operaciones de gestión de activos o pasivos por parte de IFM concretas. En general, tales operaciones no están relacionadas con el flujo efectivo del crédito hacia el sector privado, siendo el ejemplo más destacado la titulización real (o fuera de balance) de las carteras de préstamos³. El marco estadístico del Eurosistema permite que se cuantifique el efecto de la titulización real y otras ventas de préstamos sobre el crecimiento de los préstamos de las IFM, y se publica regularmente una serie estadística ajustada por estos efectos⁴. Como las transferen-

1 Véase el recuadro titulado «El impacto de los bancos malos sobre las estadísticas de balances de las IFM», *Boletín Mensual*, BCE, marzo de 2010.

2 A efectos de este recuadro, el «sector privado de la zona del euro» comprende todos los sectores residentes a excepción del sector IFM y el sector Administraciones Públicas, mientras que «crédito» se refiere a la financiación proporcionada por estos sectores en forma de préstamos o valores de renta fija.

3 En sentido estricto, ello exige que tras la titulización de los préstamos estos sean dados de baja del balance de las IFM originadoras, lo que no siempre ocurre. Para más información, véase el recuadro titulado «El impacto de la titulización de préstamos otorgados por las IFM en el análisis monetario de la zona del euro», *Boletín Mensual*, BCE, septiembre de 2005, y el recuadro titulado «La importancia de las normas contables para interpretar las estadísticas de préstamos de las IFM», *Boletín Mensual*, BCE, marzo de 2008.

4 Véase el recuadro titulado «Publicación de los préstamos al sector privado ajustados de ventas y titulizaciones», *Boletín Mensual*, BCE, febrero de 2009. Más recientemente, se ha puesto a disposición del público, a través del Statistical Data Warehouse del BCE, una desagregación que distingue entre el efecto de las ventas y las titulizaciones de los préstamos a hogares y el efecto de los préstamos a sociedades no financieras (<http://sdw.ecb.europa.eu/>).

cias de las carteras de préstamos a los bancos malos son un tipo de venta de préstamos, su impacto se elimina de los datos publicados sobre los préstamos de las IFM en la serie «ajustada de ventas y titulizaciones». Sin embargo, dado el carácter específico y no recurrente de estas transferencias, en la siguiente sección se trata el impacto que tienen las transferencias a los bancos malos sobre los préstamos de las IFM a las sociedades no financieras, que constituye la principal categoría de préstamos afectada por los esquemas actuales⁵.

El impacto de las transferencias de activos a los bancos malos sobre los préstamos de las IFM a las sociedades no financieras

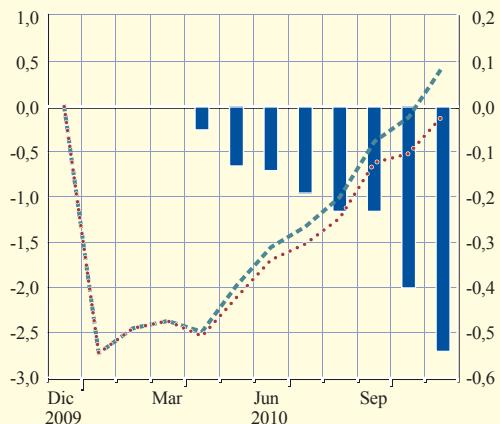
Se estima que las transferencias de préstamos de las carteras de las IFM a los bancos malos han reducido la tasa de crecimiento interanual de los préstamos de las IFM a las sociedades no financieras de la zona del euro en, aproximadamente, 0,5 puntos porcentuales a finales de noviembre de 2010 (véase gráfico A)⁶. Este dato está ligeramente por debajo del impacto máximo de 0,75 puntos porcentuales que se esperaba en el recuadro publicado en marzo de 2010 y que se basaba en la información disponible sobre los bancos malos de la zona del euro a principios de 2010. La diferencia se debe fundamentalmente a que las transferencias comenzaron a realizarse más tarde de lo previsto inicialmente. Sin embargo, dado que se han anunciado nuevas transferencias de préstamos, que a finales de noviembre de 2010 aún no se habían llevado a cabo, se prevé que, finalmente, el efecto máximo estimado se confirmará en gran medida.

Como se observa en el gráfico A, es posible identificar un punto de inflexión en la tasa de crecimiento interanual de los préstamos de las IFM al sector de sociedades no financieras a principios de 2010, independientemente de si se tiene en cuenta el efecto de las transferencias a los bancos malos. Al mismo tiempo, los datos sin ajustar infravaloran en cierta medida la fortaleza de la recuperación gradual de los préstamos de las IFM a este sector, lo que hace que solo pueda observarse un crecimiento positivo en las series ajustadas.

Gráfico A Impacto de las transferencias a bancos malos sobre los préstamos de las IFM a las sociedades no financieras

(tasas de variación interanual; puntos porcentuales)

- Impacto de las transferencias de préstamos a bancos malos sobre la tasa de crecimiento interanual de los préstamos de las IFM a las sociedades no financieras (escala derecha)
- Préstamos de las IFM a las sociedades no financieras (escala izquierda)
- - - Préstamos de las IFM a las sociedades no financieras corregidos por el impacto estimado de las transferencias de préstamos a bancos malos (escala izquierda)



Fuente: BCE y estimaciones del BCE.

5 En 2010, la puesta en marcha de tres esquemas de bancos malos afectó al balance consolidado y agregado del sector IFM de la zona del euro. Dos de estos esquemas se crearon al amparo de la Ley de Estabilización de los Mercados Financieros de Alemania, aprobada en 2008, y un tercer esquema se estableció de conformidad con la Ley sobre la Agencia Nacional de Gestión de Activos (NAMA) de Irlanda, aprobada en 2009. En www.soffin.de se encuentra información detallada sobre los esquemas de Alemania, y en www.nama.ie, sobre el esquema irlandés.

6 Las transferencias han tenido un impacto mayor en los saldos vivos de los préstamos de las IFM a las sociedades no financieras, lo que se debe al hecho de que el valor de la mayor parte de los préstamos transferidos se había reducido mucho antes de que se produjera su transferencia. Como las minusvalías no se consideran operaciones financieras en el sentido estadístico, no afectan a las tasas de crecimiento interanual, ya que las tasas de crecimiento se calculan excluyendo los efectos de las modificaciones en el saldo vivo de préstamos no relacionadas con transacciones. Sin embargo, las minusvalías reducen el volumen de préstamos vivos en el balance de las IFM.

El impacto sobre los valores de renta fija emitidos por el sector privado de la zona del euro en poder de las IFM

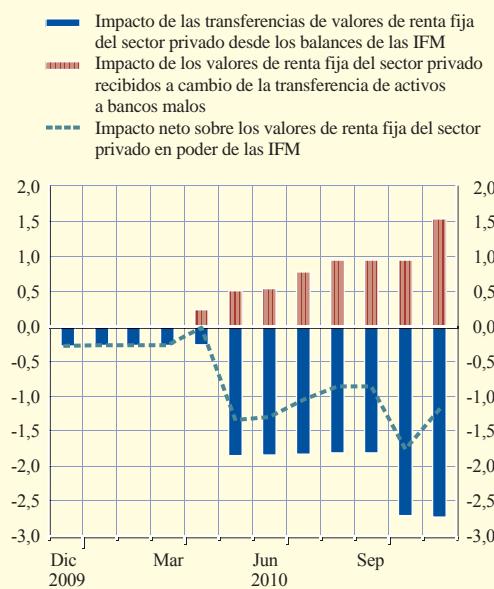
Las transferencias de activos a los bancos malos también han tenido un efecto significativo en los valores de renta fija emitidos por el sector privado de la zona del euro en poder de las IFM, que representan el segundo mayor componente del crédito de las IFM a este sector. Los valores transferidos han sido emitidos principalmente por intermediarios financieros no monetarios distintos de empresas de seguros y fondos de pensiones (OIF) y se componen principalmente de instrumentos de financiación estructurada como los bonos de titulización de activos y las obligaciones garantizadas por deuda. Las transferencias de valores de renta fija emitidos por las sociedades no financieras han sido mucho menores. La transferencia de valores de renta fija del sector privado a los bancos malos ha reducido significativamente la tasa de crecimiento interanual de las series estadísticas de IFM asociadas, estimándose que el impacto a finales de noviembre de 2010 era de, aproximadamente, 2,75 puntos porcentuales (véase gráfico B)⁷.

Un nuevo impacto tiene su origen en el hecho de que, en un esquema de banco malo concreto, la contrapartida recibida por las entidades de crédito que transfieren activos a cambio de los préstamos que admite este esquema adopta la forma de valores de renta fija emitidos por el banco malo comprador. Dado que en este esquema, el banco malo se clasifica, a efectos estadísticos, como parte del sector OIF, que forma parte del sector privado, los valores de renta fija emitidos por el sector privado en poder de las IFM han aumentado como resultado de las transferencias⁸. Cuando se tiene en cuenta este efecto compensatorio, el impacto neto sobre la tasa de crecimiento interanual de los valores de renta fija del sector privado en el activo de las IFM a fines de noviembre de 2010 se reduce a, aproximadamente, 1,25 puntos porcentuales (véase gráfico B). Añadir este impacto neto a las series estadísticas implicaría que la tasa de crecimiento interanual de estos valores habría sido sistemáticamente positiva desde mediados de 2010. Sin embargo, como ocurre en el caso de los préstamos de las IFM a las sociedades no financieras, la realización de este ajuste no modificaría la dirección de la evolución de la tasa de crecimiento interanual o el momento en que se produce el punto de inflexión.

Si bien en este recuadro se examina únicamente el impacto que tienen las transferencias de activos a los bancos malos sobre el crédito de las IFM al sector privado de la zona del euro, cabe observar que estas operaciones han tenido también un efecto sustancial en otras partidas del balance de las IFM. Por ejemplo, muchos de los valores transferidos han sido activos (en forma de préstamos y de tenen-

Gráfico B Impacto de las transferencias a bancos malos sobre la tasa de crecimiento interanual de los valores de renta fija del sector privado de la zona del euro en poder de IFM

(puntos porcentuales)



Fuente: Estimaciones del BCE.

7 A diferencia de lo que ocurre con los préstamos al sector privado, el BCE no publica regularmente una serie estadística de los valores de renta fija del sector privado en poder de las IFM, ajustada de ventas y titulizaciones, dado el carácter intrínsecamente comercial de estos activos.

8 En los demás casos, el banco malo se clasifica como parte del sector de Administraciones Públicas.

cias de valores de renta fija) frente a entidades no residentes en la zona del euro. Ello ha tenido un notable efecto moderador sobre los activos exteriores en poder de las IFM. Además, algunos de los valores transferidos han sido activos frente a las Administraciones Públicas de la zona del euro. No obstante, una proporción aún mayor de las contraprestaciones recibidas ha adoptado la forma de activos con una mejor calificación crediticia frente al mismo sector, sobre todo en forma de valores de renta fija emitidos por los bancos malos compradores de los activos, lo que ha generado un incremento neto total del crédito de las IFM a las Administraciones Públicas. Por otra parte, algunas de las operaciones con bancos malos han afectado a los balances de las IFM que incluyen varios países de la zona del euro y a los balances agregados de las IFM de más de un país de la zona del euro⁹. Este hecho subraya la importancia de considerar la zona del euro en su conjunto al examinar los efectos de las transferencias de activos a los bancos malos.

Conclusiones

El detallado análisis de la evolución del crédito de las IFM al sector privado de la zona del euro es parte fundamental del análisis monetario basado en un amplio conjunto de indicadores. Este recuadro muestra que las transferencias de activos a los bancos malos han tenido un efecto significativo sobre dos de los principales componentes del crédito de las IFM al sector privado —es decir, los préstamos a las sociedades no financieras y las tenencias de valores de renta fija del sector privado— pero no alteran la evaluación de la dinámica del crédito efectuada sobre la base de datos sin ajustar. De cara al futuro, el volumen relativamente reducido de transferencias contemplado en los esquemas de bancos malos actuales que todavía no se había completado a finales de noviembre implica un nuevo efecto moderador sobre los balances de las IFM en los próximos meses.

9 Para consultar las estadísticas sobre los balances agregados de las IFM de los distintos países, véase la sección «Statistics» en el sitio web del BCE (http://www.ecb.europa.eu/stats/money/aggregates_bsheets/html/outstanding_amounts_index.en.html).

Además del aumento de los préstamos concedidos a los OIF, el incremento observado en noviembre en la tasa de crecimiento interanual de los préstamos otorgados al sector privado reflejó también la conti-

Cuadro 3 Préstamos de las IFM al sector privado

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

	Saldo vivo en porcentaje del total ¹⁾	Tasas de crecimiento interanual					
		2010 I	2010 II	2010 III	2010 IV	2010 Nov	2010 Dic
Sociedades no financieras	42,3	-2,5	-2,2	-1,3	-0,4	-0,1	-0,2
Hasta un año	24,2	-12,3	-10,8	-8,3	-5,0	-4,3	-3,6
De uno a cinco años	19,3	-3,4	-4,6	-3,4	-2,1	-1,9	-2,3
Más de cinco años	56,5	3,2	3,1	2,9	2,4	2,4	2,2
Hogares²⁾	46,8	1,7	2,6	2,8	2,8	2,8	3,0
Crédito al consumo ³⁾	12,4	-0,7	-0,5	-0,5	-0,7	-0,3	-0,9
Préstamos para adquisición de vivienda ³⁾	71,7	2,0	3,0	3,4	3,5	3,4	3,7
Otras finalidades	15,9	2,7	3,2	2,9	2,6	2,3	2,7
Empresas de seguros y fondos de pensiones	0,9	-9,3	-9,1	-0,8	7,7	14,2	8,1
Otros intermediarios financieros no monetarios	10,1	0,2	0,9	2,7	4,8	7,0	5,2

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) Según la definición del SEC 95.

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

nuada recuperación de la tasa de crecimiento interanual de los préstamos a las sociedades no financieras, que se situó en el $-0,1\%$ en noviembre, desde el $-0,5\%$ de octubre (véase cuadro 3). El flujo mensual de préstamos a las sociedades no financieras fue positivo en noviembre y, en comparación con la evolución observada en octubre, este aumento fue generalizado en todos los plazos de vencimiento. Hasta ahora, el repunte del crecimiento de los préstamos a este sector ha sido moderado y posiblemente refleje que la recuperación económica está siendo desigual en los distintos países y sectores económicos de la zona del euro, así como diferencias en la medida en que los sectores individuales necesitan —y pueden— recurrir a los préstamos bancarios, en lugar de financiarse mediante fondos internos o mediante la financiación en los mercados.

En cuanto a los préstamos a los hogares, la tasa de crecimiento interanual se redujo ligeramente y se situó en el $2,7\%$ en noviembre (desde el $2,9\%$ de octubre), debido principalmente a una expansión algo más débil de los préstamos para adquisición de vivienda. En general, los datos de los últimos meses apuntan a la estabilización del crecimiento de los préstamos a este sector, pero si se tiene en cuenta la baja del balance de préstamos que se ha producido en el contexto de las operaciones de titulización, la tasa de crecimiento sigue una moderada tendencia al alza. La tasa de crecimiento interanual de otros préstamos a los hogares también volvió a experimentar un leve descenso y fue del $2,3\%$ en noviembre, mientras que la del crédito al consumo pasó a ser menos negativa y se situó en el $-0,4\%$ ese mes. Estas dos modalidades de préstamo han alternado flujos mensuales positivos y negativos en los últimos meses, y actualmente no señalan una tendencia clara.

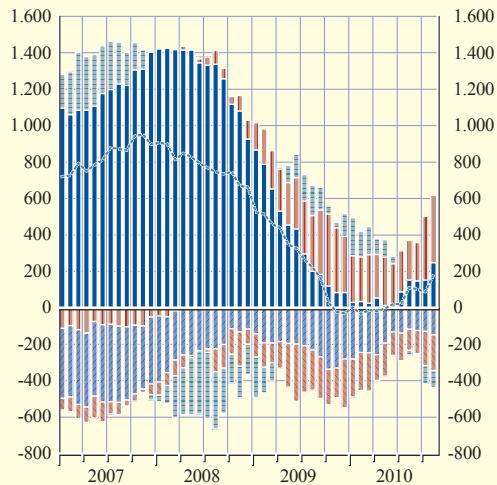
Entre las demás contrapartidas de M3, la tasa de crecimiento interanual de los pasivos financieros a más largo plazo de las IFM (excluidos capital y reservas) aumentó ligeramente por tercer mes consecutivo en noviembre. Este incremento fue consecuencia de una entrada significativa en los depósitos a más de dos años, que fue atribuible, en su mayor parte, a los reajustes asociados a operaciones de titulización en las que los préstamos no se dan de baja del balance. La tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones a más largo plazo de las IFM que mantiene el sector tenedor de dinero se mantuvo estable, en líneas generales, aunque se registró un flujo mensual positivo. La tasa de crecimiento interanual del capital y las reservas solo experimentó un ligero incremento y se situó en el $7,2\%$ en noviembre (desde el $6,9\%$ de octubre), ya que el impacto de la recapitalización a gran escala de entidades de crédito en algunos países de la zona del euro en noviembre quedó compensado con creces por un efecto de base.

En la posición acreedora neta frente al exterior del sector de las IFM se registraron flujos interanuales de salida por importe de 92 mm de euros en noviembre, en comparación con una salida de 98 mm de euros en octubre (véase gráfico 8). Los flu-

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.

jos negativos observados, en términos interanuales, en los activos exteriores netos reflejan la persistencia de flujos interanuales de salida de estos activos (concretamente de los valores distintos de acciones), mientras que los flujos interanuales de pasivos exteriores han pasado a ser ligeramente positivos en los últimos meses.

En general, si se considera más allá de los factores especiales relacionados con las cesiones temporales, los datos más recientes apuntan a que continúa la modesta recuperación del crecimiento monetario y de los préstamos en la zona del euro, y sigue siendo válida la valoración de que el ritmo de expansión monetaria subyacente es moderado y de que, a medio plazo, las presiones inflacionistas derivadas de la evolución monetaria están contenidas.

2.2 EMISIONES DE VALORES

En líneas generales, la tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones emitidos por residentes en la zona del euro se mantuvo estable en octubre 2010, habida cuenta de que la pausa observada en la contracción de la emisión de este tipo de valores por parte de las IFM compensó la disminución del crecimiento registrada en otros sectores. En concreto, la persistente moderación en la emisión de valores distintos de acciones por parte del sector de sociedades no financieras puede reflejar la normalización en curso de la demanda de préstamos bancarios observada en los últimos meses. La tasa de crecimiento interanual de la emisión de acciones cotizadas aumentó ligeramente, aunque todavía se mantuvo contenida.

VALORES DISTINTOS DE ACCIONES

En octubre de 2010, la tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones emitidos por residentes en la zona del euro, que fue del 3,2%, se mantuvo estable, en general, en comparación con el mes precedente (véase cuadro 4). Mientras que la emisión de valores distintos de acciones a corto plazo se ha recuperado en los últimos meses, la emisión de estos valores a largo plazo prácticamente no se ha modificado. Concretamente, el ritmo de disminución de la emisión de valores a corto plazo siguió mo-

Cuadro 4 Valores emitidos por residentes en la zona del euro

Sector emisor	Saldo vivo (mm de euros) Octubre 2010	Tasas de crecimiento interanual ¹⁾					
		2009 IV	2010 I	2010 II	2010 III	2010 Sep	2010 Oct
Valores distintos de acciones:	15.784	9,9	6,5	4,7	3,4	3,1	3,2
IFM	5.267	2,9	1,6	0,5	-0,5	-0,3	0,1
Instituciones financieras no monetarias	3.229	19,5	7,6	2,9	0,8	0,6	0,4
Sociedades no financieras	853	16,5	14,8	15,1	10,3	8,7	8,5
Administraciones Públicas	6.436	12,7	9,9	8,3	7,6	6,9	6,8
De las cuales:							
Administración Central	5.995	12,9	9,9	8,1	7,1	6,2	6,2
Otras Administraciones Públicas	441	10,5	10,5	11,4	15,3	16,6	16,0
Acciones cotizadas:	4.530	2,8	2,9	2,5	1,8	1,7	1,8
IFM	514	8,9	8,3	6,6	5,2	5,1	7,3
Instituciones financieras no monetarias	332	2,7	5,4	5,2	4,2	4,0	4,0
Sociedades no financieras	3.683	1,9	1,9	1,5	1,0	0,9	0,8

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».

derándose y la tasa de crecimiento se situó en el -3,9% en octubre, aproximadamente un punto porcentual por encima de la de septiembre. Al mismo tiempo, la tasa de crecimiento interanual de la emisión de valores distintos de acciones a largo plazo se mantuvo en torno al 4,1%. La tasa de crecimiento semestral anualizada y desestacionalizada de la emisión de valores distintos de acciones, que capta mejor las tendencias a corto plazo, se redujo hasta el 3,3% en octubre, desde el 3,6% de septiembre, como consecuencia de la contracción observada en todos los sectores excepto en las Administraciones Públicas (véase gráfico 9). En particular, la emisión por parte de este sector aumentó hasta el 7,9% en octubre, lo que supone un incremento de más de un punto porcentual con respecto al mes anterior.

En cuanto a la estructura de vencimientos, la tasa de crecimiento interanual de la emisión de valores distintos de acciones a largo plazo a tipo de interés fijo continuó la tendencia a la baja registrada durante el año pasado, y en octubre se situó por debajo del 7%. Ese mes, la tasa de crecimiento interanual de la emisión de este tipo de valores a tipo de interés variable aumentó hasta el -0,5%. De igual modo, aunque la tasa de crecimiento interanual de la emisión de valores a corto plazo también se mantuvo en niveles negativos en octubre, como fue el caso durante el año pasado, aumentó un punto porcentual con respecto a septiembre y fue del -3,9%.

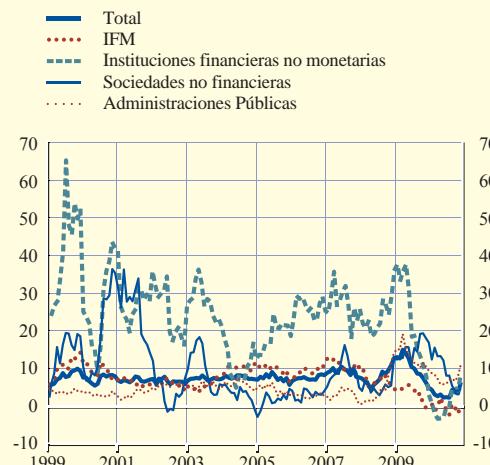
Desde una perspectiva sectorial, la emisión de valores distintos de acciones por las sociedades no financieras y por las Administraciones Públicas continuó moderándose ligeramente con respecto a los elevados niveles registrados en los últimos meses. En octubre, el crecimiento interanual de la emisión de este tipo de valores por las sociedades no financieras de la zona del euro descendió ligeramente y se situó en el 8,5%. La caída de la emisión neta de valores distintos de acciones a largo plazo quedó compensada, en parte, por el aumento de la emisión neta de valores a corto plazo. La moderación que está experimentando la emisión de valores distintos de acciones por las sociedades no financieras puede deberse, en cierta medida, a la normalización de la demanda de préstamos bancarios observada en los últimos meses.

El endeudamiento del sector público siguió siendo elevado en octubre. Ese mes, el crecimiento interanual de los valores distintos de acciones emitidos por las Administraciones Públicas experimentó solo un ligero descenso, hasta el 6,8%, desde el 6,9% del mes anterior. Esta intensa actividad de emisión de deuda significa que las necesidades de financiación del sector público de la zona del euro siguen siendo considerables.

En cuanto al sector financiero, los datos disponibles muestran que el saldo de la deuda de mercado de las IFM prácticamente no se ha modificado, en términos interanuales, en comparación con septiembre, tras la contracción registrada desde mayo. Por último, la tasa de crecimiento interanual de la emisión de valores distintos de acciones por las instituciones financieras no monetarias se redujo hasta el 0,4% en octubre, desde el 0,6% de septiembre.

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.

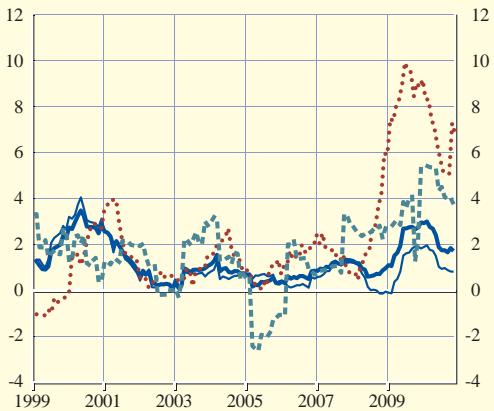
ACCIONES COTIZADAS

La tasa de crecimiento interanual del total de acciones cotizadas emitidas por residentes en la zona del euro se incrementó hasta situarse en torno al 1,9% en octubre, frente al 1,7% del mes precedente, principalmente como consecuencia de la intensa actividad emisora por parte de las IFM (véase gráfico 10). Ciertamente, en comparación con septiembre, la tasa de crecimiento interanual de la emisión de acciones por el citado sector aumentó más de dos puntos porcentuales y se situó en el 7,3% en octubre. La intensa emisión de acciones por las IFM refleja los esfuerzos que están haciendo muchas entidades de crédito de la zona por fortalecer sus balances reforzando sus bases de capital. Al mismo tiempo, el crecimiento interanual de la emisión de acciones cotizadas por las sociedades no financieras y por las instituciones financieras no monetarias prácticamente no se modificó y fue del 0,8% y el 4%, respectivamente.

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

(tasas de crecimiento interanual)

— Total
.... IFM
- - - Instituciones financieras no monetarias
— Sociedades no financieras



Fuente: BCE.

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

2.3 TIPOS DE INTERÉS DEL MERCADO MONETARIO

Los tipos de interés del mercado monetario experimentaron un ligero descenso entre principios de diciembre de 2010 y comienzos de enero de 2011, aunque se mantuvieron en niveles relativamente elevados en comparación con los observados en 2010. En el período de mantenimiento que comenzó el 8 de diciembre de 2010, el EONIA continuó situándose en un nivel más elevado al inicio del período, antes de disminuir gradualmente hacia el final.

Los tipos de interés del mercado monetario sin garantías experimentaron un ligero descenso entre principios de diciembre de 2010 y comienzos de enero de 2011, aunque se mantuvieron en niveles relativamente estables durante ese período. El 12 de enero, los tipos EURIBOR a un mes, a tres meses, a seis meses y a doce meses se situaban en el 0,75%, el 1%, el 1,23% y el 1,51%, respectivamente, es decir unos 6, 3, 3 y 2 puntos básicos por debajo de los niveles observados el 1 de diciembre. En consecuencia, el diferencial entre el EURIBOR a doce meses y a un mes, un indicador de la pendiente de la curva de rendimientos del mercado monetario, se incrementó alrededor de 4 puntos básicos en ese período (véase gráfico 11).

Entre el 1 de diciembre y el 12 de enero, el tipo de interés del mercado monetario obtenido del índice de los swaps del EONIA a tres meses se redujo más que el tipo sin garantías correspondiente. El 12 de enero, el tipo swap del EONIA a tres meses se situó en el 0,63%, unos 7 puntos básicos por debajo del nivel observado el 1 de diciembre. En consecuencia, el diferencial entre este tipo de interés del mercado monetario y el EURIBOR sin garantías correspondiente aumentó hasta situarse en unos 37 puntos básicos el 12 de enero, alrededor de 4 puntos básicos por encima del nivel del 1 de diciembre.

El 12 de enero, los tipos de interés implícitos en los precios de los futuros del EURIBOR a tres meses con vencimiento en marzo, junio, septiembre y diciembre de 2011 se situaron en el 1,08%, el 1,22%,

el 1,36% y el 1,52%, respectivamente, lo que representa descensos de unos 7 y 2 puntos básicos para los dos primeros contratos, y de 3 y 7 puntos básicos para los dos últimos, en comparación con los niveles observados el 1 de diciembre, lo que hizo que la pendiente de la curva de tipos *forward* aumentara su inclinación.

La evolución del EONIA durante el duodécimo período de mantenimiento del año, que comenzó el 8 de diciembre, fue similar a la observada en los dos períodos de mantenimiento anteriores, en los que el EONIA se estabilizó en niveles más elevados al principio del período, antes de disminuir gradualmente hacia el final. Este patrón está impulsado por el deseo de los participantes en el mercado de adelantar la provisión de liquidez, y se ha hecho más evidente desde el vencimiento de la segunda operación de financiación a plazo más largo a un año (OFPML) a finales de septiembre de 2010, con un descenso del exceso de liquidez. Más concretamente, el EONIA se incrementó desde el 0,47% registrado el 1 de diciembre hasta el 0,74% el 8 de diciembre, fecha de inicio del período de mantenimiento, antes de disminuir progresivamente hasta situarse en el 0,38% el 12 de enero (período que finalizó el 18 de enero). El 31 de diciembre, este patrón se vio interrumpido por un aumento temporal, hasta el 0,82%, debido al efecto de fin de año (véase gráfico 12).

En las operaciones principales de financiación realizadas los días 7, 14, 21 y 28 de diciembre de 2010 y el 4 y el 11 de enero de 2011, el BCE adjudicó 197,3 mm de euros, 187,8 mm de euros, 193,5 mm de euros, 227,9 mm de euros, 195,7 mm de euros y 180,1 mm de euros, respectivamente. El BCE también llevó a cabo dos OFPML en diciembre, aplicando un procedimiento de subasta a tipo de interés fijo con adjudicación plena en ambas operaciones: una operación a plazo especial el 7 de diciembre con plazo de vencimiento de un

Gráfico 11 Tipos de interés del mercado monetario

(en porcentaje; diferencial en puntos porcentuales; datos diarios)

- EURIBOR a un mes (escala izquierda)
- EURIBOR a tres meses (escala izquierda)
- - - EURIBOR a doce meses (escala izquierda)
- Diferencial entre los tipos EURIBOR a doce meses y a un mes (escala derecha)

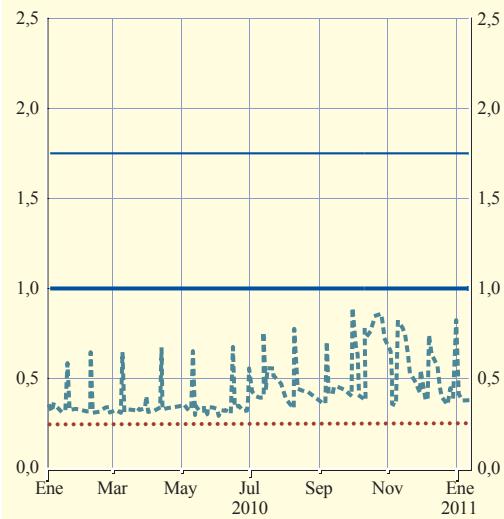


Fuentes: BCE y Reuters.

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

(en porcentaje; datos diarios)

- Tipo fijo de las operaciones principales de financiación
- Tipo de depósito
- - - Tipo a un día (EONIA)
- Tipo marginal de crédito



Fuentes: BCE y Reuters.

período de mantenimiento (en la que se adjudicaron 68,1 mm de euros), y una OFPML a tres meses el 22 de diciembre (en la que se adjudicaron 149,5 mm de euros). Además, el BCE llevó a cabo una operación de absorción de liquidez el 22 de diciembre en forma de una operación puente a 13 días en la que se adjudicaron 20,6 mm de euros. Por otra parte, el BCE realizó seis operaciones de absorción de liquidez a una semana los días 7, 14, 21 y 28 de diciembre y 4 y 11 de enero aplicando un procedimiento de subasta a tipo de interés variable con un tipo máximo de puja del 1%. En la última de estas operaciones, el BCE absorbió 74 mm de euros, que corresponde al importe de las adquisiciones realizadas en el marco del Programa para los Mercados de Valores, teniendo en cuenta las operaciones realizadas hasta el 7 de enero, inclusive.

En consonancia con unos niveles algo más elevados de exceso de liquidez observados durante el período de mantenimiento más reciente, el recurso medio diario a la facilidad de depósito aumentó hasta 61,6 mm de euros en el período comprendido entre el 8 de diciembre y el 12 de enero, frente a los 44,7 mm de euros registrados en el período de mantenimiento anterior.

2.4 MERCADOS DE RENTA FIJA

En diciembre de 2010 y a comienzos de enero de 2011, el rendimiento de la deuda pública a largo plazo con calificación crediticia AAA de la zona del euro y el de los bonos estadounidenses a largo plazo se elevó, como consecuencia de la publicación de datos económicos positivos y de las medidas anunciadas por el Gobierno de Estados Unidos. Los diferenciales de rendimiento de la deuda soberana se estrecharon ligeramente en todos los países de la zona del euro, salvo Grecia. Sin embargo, en diciembre los mercados de deuda soberana de la zona del euro siguieron registrando fuertes tensiones, que no se limitaron a Grecia, Irlanda y Portugal. Las tasas de inflación implícitas a largo plazo de diciembre apuntan a un leve aumento de las expectativas de inflación de los participantes en el mercado (y de las correspondientes primas) en horizontes más dilatados. Los mercados de renta fija continuaron registrando una volatilidad implícita algo elevada a ambos lados del Atlántico.

En comparación con los niveles observados a finales de noviembre, el rendimiento de la deuda pública a largo plazo con calificación crediticia AAA de la zona del euro aumentó 30 puntos básicos, hasta situarse en el 3,3% el 12 de enero de 2011, por lo que prosiguió la tendencia al alza iniciada en septiembre de 2010. En Estados Unidos, durante el mismo período el rendimiento de los bonos a largo plazo experimentó un incremento de 60 puntos básicos, situándose en el 3,4% el 12 de enero (véase gráfico 13). En consecuencia, el diferencial de tipos de interés nominales a diez años entre la deuda pública de Estados Unidos y la de la zona del euro se tornó positivo, elevándose desde los -20 puntos básicos registrados a finales de noviembre hasta los cerca de 10 puntos básicos alcanzados el 12 de enero, fecha en la que, en Japón, el rendimiento de la deuda pública a diez años se mantuvo prácticamente sin cambios en el 1,2%. Sin embargo, la volatilidad implícita de ambos mercados fue mucho más alta que la observada a finales de 2009, situándose en niveles similares a los registrados durante las turbulencias financieras de principios de mayo de 2010. Otros indicadores de tensiones en los mercados de renta fija, como las estimaciones de las primas de liquidez de los bonos más seguros y con un elevado volumen de emisión de la zona del euro, muestran que la demanda de bonos seguros y líquidos aumentó en diciembre, aunque se mantuvo por debajo de los niveles registrados durante los episodios de desplazamiento de fondos hacia activos más líquidos observados en mayo de 2010.

En la zona del euro, el rendimiento de la deuda pública a largo plazo con calificación crediticia AAA ha estado determinado, en gran medida, por la publicación de datos macroeconómicos positivos, que refle-

Gráfico 13 Rendimiento de la deuda pública a largo plazo

(porcentaje; datos diarios)



Fuentes: Bloomberg y Reuters.

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

jaban la consolidación de la recuperación económica de la zona. En Estados Unidos, los datos económicos publicados influyeron menos en la evolución del mercado, mientras que el principal factor determinante de la evolución del rendimiento de los bonos fueron las medidas anunciadas por el Gobierno. En particular, el plan fiscal anunciado por la Administración Obama a comienzos de diciembre consistió principalmente en la prolongación de las exenciones fiscales concedidas por la Administración Bush y la prórroga de las prestaciones por desempleo. Se espera que estas medidas tengan un impacto positivo sobre la actividad económica, pero el aumento del rendimiento de los bonos podría también ser reflejo de un deterioro de las perspectivas a largo plazo para la deuda estadounidense.

En diciembre y a primeros de enero, los diferenciales de rendimiento de la deuda pública a diez años de los países de la zona del euro frente a Alemania se estrecharon ligeramente en todos los países de la zona del euro salvo Grecia. Sin embargo, al igual

que en noviembre, en diciembre los mercados de deuda soberana de la zona del euro siguieron registrando fuertes tensiones, que no se limitaron a Grecia, Irlanda y Portugal, sino que se observaron también en otros países de la zona, como España, Italia y Bélgica. Los participantes en el mercado atribuyen el ligero estrechamiento de los diferenciales a la mayor actividad asociada al programa del BCE para los mercados de valores. La información de los mercados de seguros de riesgo de crédito (CDS, en sus siglas en inglés) siguió apuntando a la existencia de tensiones en los mercados de deuda soberana de la zona del euro. Como resultado de estas tensiones, los CDS de la zona se sitúan actualmente 20 puntos básicos por encima de la media de los CDS de los países de Europa Oriental pertenecientes a la UE.

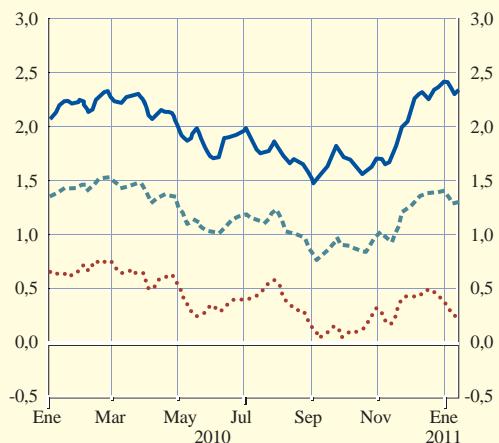
Tras el anuncio del plan de rescate para Irlanda y el acuerdo para crear un Mecanismo Europeo de Estabilidad permanente alcanzado a finales de noviembre, los diferenciales de rendimiento de la deuda pública a diez años de los países de la zona del euro frente a Alemania se estrecharon ligeramente. Este estrechamiento no se compensó con la rebaja de la calificación crediticia de Irlanda por las agencias a principios de diciembre, lo que sugiere que esta rebaja ya se había incorporado al rendimiento de la deuda pública a largo plazo de Irlanda. Sin embargo, en la segunda mitad de diciembre los mercados se vieron afectados por el anuncio de que se estaba revisando la calificación de Portugal y por la publicación de un informe del FMI sugiriendo no solo que Irlanda pudiera no cumplir sus objetivos de reducción del déficit, sino que existía también un importante riesgo de contagio desde Irlanda. En consecuencia, se produjo una reversión casi completa del estrechamiento de los diferenciales de rendimiento de la deuda pública a diez años observado al inicio de diciembre. Los diferenciales de deuda soberana frente a Alemania se estrecharon a principios de enero, después de publicarse que el Eurosystema estaba realizando activamente compras en estos mercados.

El rendimiento de los bonos a diez años iniciados con la inflación de la zona del euro se mantuvo, en general, estable en diciembre, mientras que el rendimiento real a cinco años disminuyó 10 puntos básicos (véase gráfico 14). El 12 de enero, el rendimiento real *spot* a cinco y diez años se situó en el 0,3% y el 1,4%, res-

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

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

- Rendimiento de los bonos indicados con la inflación a cinco años dentro de cinco años
- Rendimiento de los bonos indicados con la inflación a cinco años
- Rendimiento de los bonos indicados con la inflación a diez años

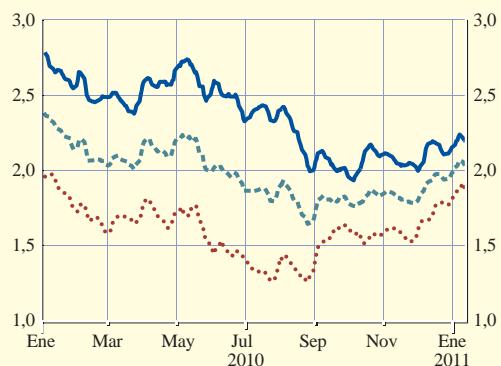


Fuentes: Reuters y cálculos del BCE.

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

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

- Tasa de inflación implícita a cinco años dentro de cinco años
- Tasa de inflación implícita a cinco años
- Tasa de inflación implícita a diez años



Fuentes: Reuters y cálculos del BCE.

pectivamente. Tras alcanzar mínimos históricos a finales del tercer trimestre de 2010, el rendimiento real de los bonos de la zona del euro mostró una tendencia sostenida al alza, al mejorar los datos económicos en la mayor parte del cuarto trimestre de 2010

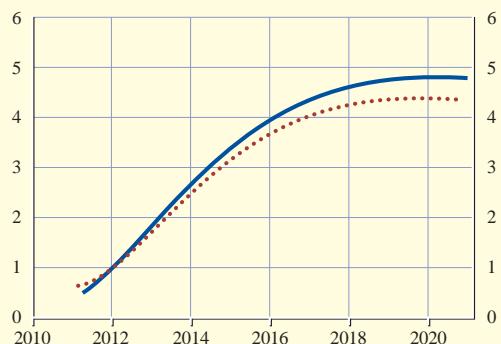
En el período analizado, la tasa de inflación implícita *forward* a cinco años dentro de cinco años de la zona del euro aumentó unos 20 puntos básicos, hasta situarse en el 2,2% el 12 de enero (véase gráfico 15). Ello apunta a un ligero aumento de las expectativas de inflación de los participantes en el mercado (y de las correspondientes primas) en horizontes más dilatados.

La evolución de la estructura temporal de los tipos *forward* a corto plazo de la zona del euro muestra cómo la evolución general del rendimiento de la deuda pública a largo plazo de la zona del euro puede descomponerse entre las variaciones de las expectativas de tipos de interés (y de las correspondientes primas de riesgo) a distintos plazos (véase gráfico 16). El incremento del rendimiento de la deuda pública a largo plazo con respecto al

Gráfico 16 Tipos de interés *forward* implícitos a un día, en la zona del euro

(porcentaje; datos diarios)

- 12 de enero de 2011
- 30 de noviembre de 2010



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

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

observado a finales de noviembre, debido, muy probablemente, a la mejora de la situación económica, ha desplazado al alza en 50 puntos básicos la estructura temporal de los tipos *forward* a corto plazo para vencimientos superiores a tres años.

Los diferenciales de renta fija privada de alta calidad se ampliaron ligeramente en diciembre y a principios de enero en casi todas las calificaciones de deuda emitida por los sectores financiero y no financiero, observándose el mayor aumento en la deuda con calificación BBB emitida por instituciones financieras. En la zona del euro, los diferenciales se sitúan muy por debajo de los máximos alcanzados en mayo de 2010 y ligeramente por debajo de los registrados a principios del citado año. En diciembre volvió a observarse una elevada actividad emisora en los sectores financiero y no financiero de la zona del euro. Sin embargo, los diferenciales de deuda emitida por instituciones financieras en Grecia, Irlanda y Portugal se sitúan actualmente en niveles muy superiores a los registrados durante las turbulencias financieras de principios de mayo de 2010, y la actividad emisora sigue siendo moderada en esos países.

2.5 TIPOS DE INTERÉS DE LOS PRÉSTAMOS Y DE LOS DEPÓSITOS

En noviembre de 2010, la mayor parte de los tipos de interés aplicados a los préstamos otorgados por las IFM a las sociedades no financieras siguieron aumentando, tanto a corto plazo como a largo plazo, en consonancia con la evolución de los tipos de interés de mercado. La mayoría de los tipos de interés aplicados por las IFM a sus préstamos a los hogares se incrementaron ligeramente en los vencimientos a corto plazo, pero se mantuvieron prácticamente sin variación en los vencimientos a largo plazo.

En noviembre de 2010, la gran mayoría de los tipos de interés a corto plazo aplicados por las IFM a los depósitos, tanto de los hogares como de las sociedades no financieras, se mantuvieron prácticamente invariables. La mayor parte de los tipos de interés a corto plazo aplicados a los préstamos concedidos a los hogares y a las sociedades no financieras se incrementaron ligeramente (véase gráfico 17). Más concretamente, los tipos de interés a corto plazo aplicados a los préstamos a hogares para adquisición de vivienda experimentaron un leve aumento hasta el 2,8%, mientras que los tipos de interés aplicados al crédito al consumo, que son más volátiles, se mantuvieron estables en torno al 5,4%. Por el contrario, los tipos de interés medios de los descubiertos en cuenta de los hogares se redujeron marginalmente hasta el 8,6%. Por lo que respecta a las sociedades no financieras, los tipos de interés a corto plazo aplicados por las entidades tanto a los préstamos por importe reducido (es decir, inferior a un millón de euros) como a los préstamos por importe elevado (es decir, superior a un millón de euros) se incrementaron en torno a 10 puntos básicos hasta situarse en el 3,5% y el 2,4%, respectivamente. Los tipos de interés aplicados a los descubiertos en cuenta se mantuvieron prácticamente sin variación en el 3,8%. Desde que el EURIBOR se elevara ligeramente en unos 4 puntos básicos en noviembre de 2010, el diferencial entre los tipos de interés a corto plazo aplicados por las IFM a los préstamos a hogares para adquisición de vivienda y el tipo de interés a tres meses del mercado monetario se ha mantenido constante, mientras que ha registrado un ligero incremento en el caso de los préstamos otorgados a las sociedades no financieras (véase gráfico 18).

Si se adopta una perspectiva de más largo plazo, entre finales de septiembre de 2008 (es decir, justo antes del comienzo del ciclo de relajación de la política monetaria a raíz de la quiebra de Lehman Brothers) y finales de noviembre de 2010, los tipos de interés a corto plazo aplicados tanto a los préstamos a hogares para adquisición de vivienda como a los concedidos a las sociedades no financieras se

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

(porcentaje; 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
- Préstamos a hogares para consumo sin fijación del tipo y un período inicial de fijación inferior o igual a un año
- Préstamos a hogares para adquisición de vivienda sin fijación del tipo y un período inicial de fijación inferior o igual a un año
- Préstamos a las sociedades no financieras por importe superior a un millón de euros sin fijación del tipo y un período inicial de fijación inferior o igual a un año
- Tipo a tres meses del mercado monetario



Fuente: BCE.

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

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

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

- Préstamos a las sociedades no financieras por importe superior a un millón de euros sin fijación del tipo y un período inicial de fijación inferior o igual a un año
- Préstamos a hogares para adquisición de vivienda sin fijación del tipo y un período inicial de fijación inferior o igual a un año
- Depósitos hasta un año de los hogares



Fuente: BCE.

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

redujeron en 300 y 320 puntos básicos, respectivamente, frente a un descenso de 400 puntos básicos del EURIBOR a tres meses, lo que indica que la transmisión de las variaciones de los tipos de mercado a los tipos de interés aplicados por las entidades de crédito a los préstamos ha sido significativa. La tendencia general al alza mostrada en los últimos meses por los tipos de interés a corto plazo aplicados tanto a los préstamos a los hogares como a las sociedades no financieras parece indicar que ha concluido la transmisión gradual de las anteriores reducciones de los tipos de interés del BCE.

En cuanto a los vencimientos a más largo plazo, los tipos de interés aplicados por las IFM a los depósitos a largo plazo experimentaron un descenso, tanto en el caso de los hogares como en el de las sociedades no financieras. Por el contrario, los tipos de interés aplicados a los préstamos a más largo plazo a las sociedades no financieras siguieron aumentando, mientras que los correspondientes a los préstamos a hogares para adquisición de vivienda se mantuvieron, en general, estables (véase gráfico 19). Concretamente, en un nivel del 3,8%, los tipos de interés aplicados a los préstamos a hogares para adquisición de vivienda con período inicial de fijación del tipo de más de cinco años y hasta diez años prácticamente no experimentaron variación, manteniéndose en torno a mínimos históricos. Por lo que respecta a las sociedades no financieras,

ras, los tipos de interés medios aplicados a los préstamos por importe reducido con período inicial de fijación de más de un año y hasta cinco años, así como a los préstamos con período inicial de fijación del tipo de más de cinco años, se incrementaron ligeramente, hasta el 4,3% y el 3,8%, respectivamente. Los tipos de interés medios aplicados a los préstamos por importe elevado con períodos iniciales de fijación tanto a medio como a largo plazo aumentaron alrededor de 10 puntos básicos para situarse en el 3% y el 3,6%, respectivamente.

Desde una perspectiva de más largo plazo, se observa que, desde septiembre de 2008, las entidades de crédito de la zona del euro han ajustado los tipos de interés que aplican a los préstamos a largo plazo otorgados a las sociedades no financieras de manera más o menos acorde con el descenso registrado en los rendimientos de la deuda pública a largo plazo con calificación AAA. Durante el mismo período, los tipos de interés a largo plazo aplicados a los préstamos a los hogares no han caído en la misma medida, lo que refleja una transmisión más incompleta y lenta en el caso de los hogares. En los últimos meses, los tipos de interés a largo plazo de los préstamos a los hogares han seguido reduciéndose, y su diferencial con respecto a los rendimientos de la deuda pública con calificación AAA ha experimentado una contracción desde agosto. Por otra parte, los tipos de interés a largo plazo de los préstamos otorgados a las sociedades no financieras han mantenido una tendencia ascendente en los últimos meses y, como resultado, se ha ampliado su diferencial con respecto a los rendimientos de la deuda pública a largo plazo.

Dado que los tipos de interés de los depósitos prácticamente no han experimentado variación y que la gran mayoría de los tipos de interés aplicados por las entidades de crédito a los préstamos están aumentando ligeramente, los márgenes de las nuevas operaciones de préstamo se incrementaron moderadamente en noviembre de 2010. Los diferenciales medios basados en los saldos vivos, tras el descenso gradual registrado con respecto al nivel observado a comienzos de 2010, se han estabilizado en los últimos meses en torno a niveles bastante similares a los registrados en el período correspondiente de 2009. Unos márgenes relativamente estables contribuirán positivamente al margen de intermediación y a la rentabilidad de las entidades de crédito de la zona del euro.

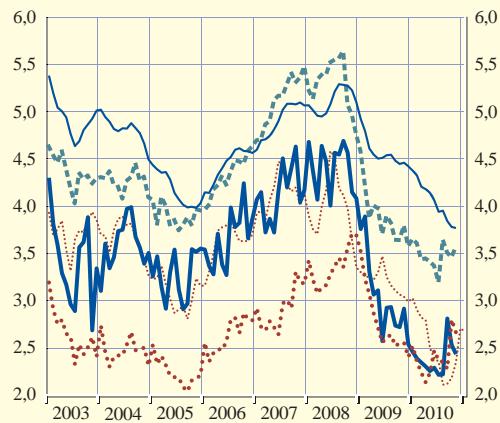
2.6 MERCADOS DE RENTA VARIABLE

Entre finales de noviembre de 2010 y comienzos de enero de 2011, los precios de las acciones aumentaron en la zona del euro y Estados Unidos, un 8% y un 8,3%, respectivamente, tras la publicación de datos económicos generalmente positivos a ambos lados del Atlántico. Al mismo tiempo, en general la

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

(porcentaje; tipos de interés de las nuevas operaciones)

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



Fuente: BCE.

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

incertidumbre de los mercados de renta variable, medida por la volatilidad implícita, solo disminuyó ligeramente. Las empresas cotizadas de la zona del euro registraron un fuerte crecimiento de los beneficios, que se distribuyó de manera uniforme entre todos los sectores.

En el transcurso del mes de diciembre de 2010 y a principios de enero de 2011, los precios de las acciones aumentaron de forma significativa en los mercados internacionales. Entre finales de noviembre y el 12 de enero, las cotizaciones bursátiles de la zona del euro, medidas por el índice Dow Jones EURO STOXX amplio, subieron un 8%; las de Estados Unidos, medidas por el índice Standard & Poor's 500, ganaron un 8,3%; y las de Japón, medidas por el índice Nikkei 225, se elevaron un 3,8% (véase gráfico 20).

La evolución de los mercados de renta variable de la zona del euro estuvo determinada, por un lado, por la publicación de datos económicos generalmente positivos y de datos de beneficios más favorables de lo previsto y, por otro, por las tensiones registradas en los mercados de deuda soberana de la zona, que siguieron siendo muy fuertes en diciembre, manteniéndose en niveles similares a los alcanzados a comienzos de mayo de 2010. Contrariamente a lo ocurrido al principio del citado mes, la reciente intensificación de estas tensiones no ha provocado sustanciales desplazamientos de fondos hacia activos más líquidos por parte de los inversores, lo que sugiere que puede haberse disipado, en gran medida, la preocupación respecto a las perspectivas económicas de la zona del euro.

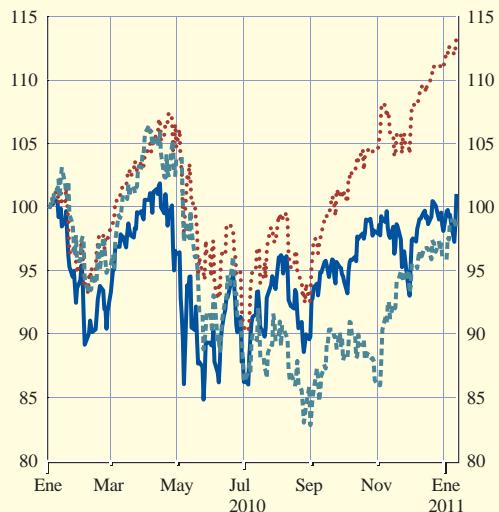
En la zona del euro y Estados Unidos, la incertidumbre a corto plazo de los mercados de renta variable, medida por la volatilidad implícita, disminuyó en la mayor parte del mes de diciembre, en relación con los altos niveles registrados en noviembre tras la intensificación de las tensiones en algunos mercados de deuda soberana de la zona del euro, aunque repuntó hacia finales de mes. No obstante, al final del período examinado la volatilidad de los mercados de renta variable se redujo en 6 puntos porcentuales en la zona del euro y en 4 puntos porcentuales en Estados Unidos (véase gráfico 21). A pesar de la intensificación de las tensiones observada en los mercados de deuda soberana en los últimos meses de 2010, la volatilidad de los mercados de renta variable se mantiene muy por debajo de los niveles de mayo.

En diciembre, los índices bursátiles de la zona del euro subieron en todos los sectores. Las cotizaciones del sector financiero de la zona se elevaron un 7,2%, revirtiendo en parte el descenso registrado en los meses anteriores, y las del sector no financiero mantuvieron la tendencia positiva observada durante la mayor parte del segundo semestre de 2010. Los precios de las acciones mostraron una evolución positiva en todos los países en diciembre, aunque las ganancias fueron más mode-

Gráfico 20 Índices bursátiles

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

— Zona del euro
··· Estados Unidos
--- Japón



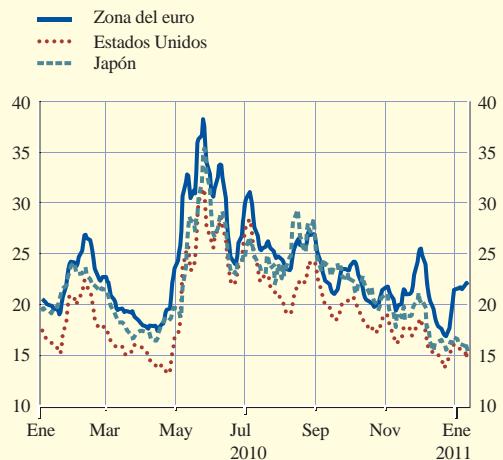
Fuentes: Reuters y Thomson Financial Datastream.
Nota: Índice Dow Jones EURO STOXX amplio para la zona del euro, Standard & Poor's 500 para Estados Unidos y Nikkei 225 para Japón.

radas en Grecia e Irlanda, donde persistieron fuertes tensiones en los mercados de deuda soberana. En Estados Unidos se observó también una evolución positiva de los precios de las acciones en todos los sectores.

La evolución de los beneficios efectivos y esperados proporcionó una visión generalmente positiva de la rentabilidad de las empresas cotizadas de la zona del euro. Los beneficios efectivos por acción de las empresas incluidas en el índice Dow Jones EURO STOXX crecieron un 35% en tasa interanual en diciembre, frente al 31% de noviembre. Según las previsiones, el crecimiento de los beneficios por acción esperado en los próximos doce meses se situará en el 16%. Por sectores, se observó en diciembre un elevado crecimiento interanual de los beneficios por acción (de cerca del 30%) en los sectores financiero e industrial.

Gráfico 21 Volatilidad implícita de los mercados de renta variable

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



Fuente: Bloomberg.

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

3 PRECIOS Y COSTES

Según el avance de Eurostat, la inflación interanual medida por el IAPC de la zona del euro se elevó al 2,2% en diciembre de 2010, desde el 1,9% registrado en los dos meses anteriores. Este aumento fue ligeramente superior al previsto y refleja, en gran medida, la subida de los precios de la energía. De cara a los próximos meses, las tasas de inflación medida por el IAPC podrían elevarse más, temporalmente, y es probable que se mantengan ligeramente por encima del 2%, como consecuencia, en buena parte, de la evolución de los precios de las materias primas, antes de volver a moderarse hacia el final del año. Aunque se espera que se mantenga la estabilidad de precios en el horizonte relevante para la política monetaria, es preciso realizar un seguimiento muy estrecho de la evolución de los precios. Los riesgos para las perspectivas de evolución de los precios a medio plazo siguen estando, en general, equilibrados, pero podrían mostrar una tendencia al alza.

3.1 PRECIOS DE CONSUMO

Según el avance de Eurostat, la tasa de inflación interanual medida por el IAPC de la zona del euro se elevó al 2,2% en diciembre de 2010, desde el 1,9% observado en los dos meses anteriores (véase cuadro 5). Aunque no se han publicado todavía las estimaciones oficiales del detalle del IAPC de diciembre, parece que este ascenso estuvo relacionado, principalmente, con el componente energético. Los precios del petróleo subieron hasta 70 euros por barril en diciembre, tras situarse en torno a 60 euros por barril en los meses precedentes.

En noviembre, el último mes para el que se dispone del detalle oficial del IAPC, la tasa de variación interanual del IAPC general se situó en el 1,9%, sin cambios con respecto al mes de octubre (véase gráfico 22). La estabilidad de la tasa de inflación medida por el IAPC general registrada en noviembre fue resultado del descenso de la tasa de variación interanual del componente energético y del leve aumento de las tasas de inflación de los demás componentes, a excepción de la inflación de los precios de los servicios.

La tasa de variación interanual de los precios de la energía disminuyó en noviembre, reflejo, en parte, del descenso de la tasa de variación interanual del precio de los combustibles líquidos y de la energía para el transporte. Este descenso se debió a un efecto de base a la baja, que compensó ampliamente el incremento interanual del 0,8% de los precios energéticos provocado por el aumento de los precios del petróleo.

Cuadro 5 Evolución de los precios

	2009	2010	2010 Jul	2010 Ago	2010 Sep	2010 Oct	2010 Nov	2010 Dic
IAPC y sus componentes								
Índice general ¹⁾	0,3	.	1,7	1,6	1,8	1,9	1,9	2,2
Energía	-8,1	.	8,1	6,1	7,7	8,5	7,9	.
Alimentos no elaborados	0,2	.	1,9	2,4	2,5	2,4	2,7	.
Alimentos elaborados	1,1	.	0,9	1,0	1,0	1,2	1,3	.
Bienes industriales no energéticos	0,6	.	0,5	0,4	0,6	0,7	0,8	.
Servicios	2,0	.	1,4	1,4	1,4	1,4	1,3	.
Otros indicadores de precios								
Precios industriales	-5,1	.	4,0	3,6	4,3	4,4	4,5	.
Precios del petróleo (euro/barril)	44,6	60,7	58,9	59,9	59,8	60,2	63,1	69,6
Precios de las materias primas no energéticas	-18,5	44,6	52,5	47,6	54,7	47,5	48,1	49,4

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

Nota: El índice de los precios de las materias primas no energéticas se ha ponderado de acuerdo con la estructura de las importaciones de la zona del euro en el período 2004-2006.

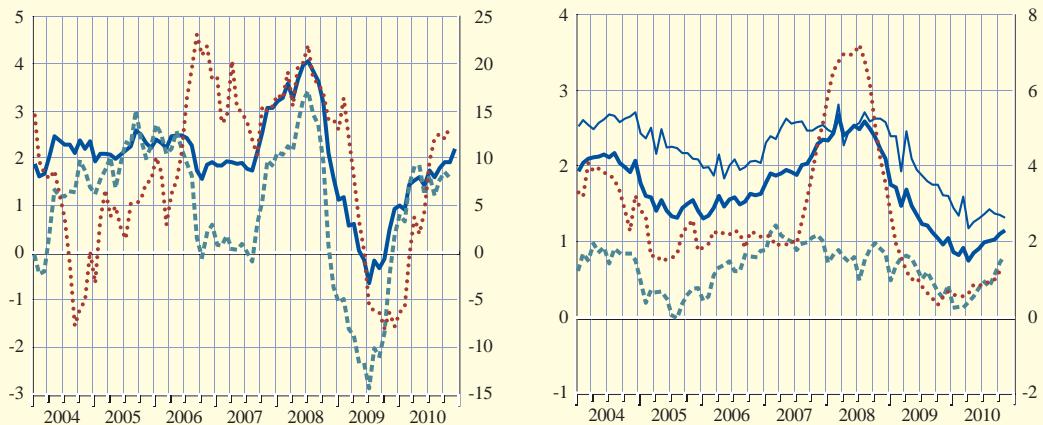
1) La inflación medida por el IAPC de diciembre de 2010 corresponde a una estimación preliminar de Eurostat.

Gráfico 22 Desagregación del IAPC por principales componentes

(tasas de variación interanual; datos mensuales)

— IAPC general (escala izquierda)
 Alimentos no elaborados (escala izquierda)
 - - - Energía (escala derecha)

— IAPC general, excluidos energía y alimentos no elaborados (escala izquierda)
 Alimentos elaborados (escala derecha)
 - - - Bienes industriales no energéticos (escala izquierda)
 — Servicios (escala izquierda)



Fuente: Eurostat.

La tasa de variación interanual de los precios de todos los alimentos (incluidos el alcohol y el tabaco) continuó elevándose ligeramente, hasta situarse en el 1,8% en noviembre, algo por encima del nivel de octubre. Por lo que se refiere a los subcomponentes, la tasa de variación interanual de los precios de los alimentos no elaborados aumentó hasta el 2,7%, desde cerca del 2,4% observado en los meses anteriores, como resultado, básicamente, de la elevación de los precios de la carne y de las legumbres y hortalizas. Se trata de la tasa de variación interanual de los precios de los alimentos no elaborados más alta registrada desde marzo de 2009. La tasa de variación interanual de los precios de los alimentos elaborados volvió a subir, hasta el 1,3%. Parte de este ascenso puede explicarse por el pronunciado incremento de los precios del tabaco observado durante este período, relacionado, a su vez, con el aumento de los impuestos sobre el tabaco llevado a cabo en algunos países de la zona del euro. La tasa de variación interanual de los precios de los alimentos elaborados, excluido el tabaco, que debería verse afectada en mayor medida por las fluctuaciones de los precios de las materias primas alimentarias, se situó en el 0,4% en noviembre, muy por debajo de la media del 1,8% registrada desde 1999. Hasta el momento, parece pues que el impacto de la subida de los precios de las materias primas alimentarias no se ha transmitido de forma significativa a los consumidores de la zona del euro (véase recuadro 1).

Si se excluyen los alimentos y la energía, que representan cerca del 30% de la cesta del IAPC, en noviembre la inflación interanual medida por el IAPC se mantuvo en el 1,1%, sin cambios con respecto al mes anterior. De los dos componentes de la inflación medida por el IAPC, excluidos los alimentos y la energía, la inflación de los precios de los bienes industriales no energéticos volvió a elevarse ligeramente, hasta el 0,8%, la tasa de variación interanual más alta observada desde junio de 2009. Este incremento fue resultado, en gran medida, del acusado aumento de la inflación de los precios de los bienes industriales no energéticos registrado en noviembre en Alemania, como consecuencia, fundamentalmente, de la subida de los precios de los artículos de vestir. Por el contrario, la inflación de los precios de los servicios disminuyó ligeramente, aunque manteniéndose en el intervalo del 1,3% al 1,4% observado durante la mayor parte de 2010.

En el recuadro 4 se presentan los diferenciales de inflación de la zona del euro desde la introducción del euro y se analizan los principales factores determinantes de estos diferenciales y los correspondientes retos que habrá que afrontar en el futuro.

Recuadro 4

FACTORES DETERMINANTES DE LOS DIFERENCIALES DE INFLACIÓN DE LA ZONA DEL EURO

Tras experimentar un acusado y rápido estrechamiento en el período previo al inicio de la tercera fase de la UEM en 1999, los diferenciales de inflación de los países de la zona del euro han sido relativamente amplios en la última década, aunque no mucho más que los observados en otras uniones monetarias. A la hora de instrumentar la política monetaria, es importante para el BCE tener en cuenta la información regional y sectorial disponible sobre la fuente y la naturaleza de las perturbaciones económicas, así como vigilar y comprender las razones que explican los diferenciales de inflación, aunque el objetivo de su política monetaria sea mantener la estabilidad de precios en el conjunto de la zona del euro. En este recuadro se analizan los principales factores determinantes de los diferenciales de inflación de la zona del euro desde la introducción del euro y los correspondientes retos que habrá que afrontar en el futuro.

Tasas de inflación de la zona del euro

(tasas de variación interanual; 1999-2010)

	Zona del euro	BE	DE	IE	GR	ES	FR	IT	CY
1999	1,1	1,1	0,6	2,5	2,1	2,2	0,6	1,7	1,1
2000	2,1	2,7	1,4	5,3	2,9	3,5	1,8	2,6	4,9
2001	2,3	2,4	1,9	4,0	3,7	2,8	1,8	2,3	2,0
2002	2,2	1,6	1,4	4,7	3,9	3,6	1,9	2,6	2,8
2003	2,1	1,5	1,0	4,0	3,4	3,1	2,2	2,8	4,0
2004	2,1	1,9	1,8	2,3	3,0	3,1	2,3	2,3	1,9
2005	2,2	2,5	1,9	2,2	3,5	3,4	1,9	2,2	2,0
2006	2,2	2,3	1,8	2,7	3,3	3,6	1,9	2,2	2,2
2007	2,1	1,8	2,3	2,9	3,0	2,8	1,6	2,0	2,2
2008	3,3	4,5	2,8	3,1	4,2	4,1	3,2	3,5	4,4
2009	0,3	0,0	0,2	-1,7	1,3	-0,2	0,1	0,8	0,2
2010	1,5	2,2	1,1	-1,7	4,7	1,7	1,7	1,6	2,6
Media	2,0	2,0	1,5	2,5	3,4	2,8	1,7	2,2	2,4
	LU	MT	NL	AT	PT	SI	SK	FI	Desviación típica
1999	1,0	2,3	2,0	0,5	2,2	6,1	10,4	1,3	0,7
2000	3,8	3,0	2,3	2,0	2,8	8,9	12,2	2,9	1,1
2001	2,4	2,5	5,1	2,3	4,4	8,6	7,2	2,7	1,1
2002	2,1	2,6	3,9	1,7	3,7	7,5	3,5	2,0	1,1
2003	2,5	1,9	2,2	1,3	3,3	5,7	8,4	1,3	1,0
2004	3,2	2,7	1,4	2,0	2,5	3,7	7,5	0,1	0,8
2005	3,8	2,5	1,5	2,1	2,1	2,5	2,8	0,8	0,9
2006	3,0	2,6	1,7	1,7	3,0	2,5	4,3	1,3	0,7
2007	2,7	0,7	1,6	2,2	2,4	3,8	1,9	1,6	0,7
2008	4,1	4,7	2,2	3,2	2,7	5,5	3,9	3,9	0,9
2009	0,0	1,8	1,0	0,4	-0,9	0,9	0,9	1,6	0,9
2010	2,8	1,9	0,8	1,6	1,3	2,1	0,6	1,6	1,3
Media	2,6	2,8	2,1	1,7	2,5	3,1	0,8	1,8	

Notas: La desviación típica se calcula como la desviación típica sin ponderar de las tasas de inflación interanual de los países de la zona del euro. Para 2010, los cálculos se basan en los datos disponibles hasta el mes de noviembre. Las cifras en cursiva se refieren a los datos de años anteriores a la incorporación del país a la zona del euro. Las medias se calculan para el período posterior a la integración del país en la zona.

El cuadro presenta las tasas de inflación interanual de los países de la zona del euro desde 1999. A este respecto, cabe hacer tres observaciones. En primer lugar, con una media del 1,97% a lo largo del período considerado, la tasa de inflación de la zona del euro se ha situado en una cota muy cercana al objetivo del BCE de mantener las tasas de inflación en un nivel inferior, aunque próximo, al 2% a medio plazo. En segundo lugar, las tasas de inflación de algunos países han superado de forma casi continua la media de la zona del euro y las de otros han permanecido por debajo de la inflación media durante largos períodos. En tercer lugar, los diferenciales de inflación se han ampliado marcadamente desde 2010, como resultado, principalmente, de las medidas adoptadas por algunos países con vistas a mejorar su competitividad y consolidar sus finanzas públicas. Por ejemplo, como consecuencia de los recortes salariales y de la elevación de los impuestos indirectos llevados a cabo en algunos países de la zona del euro, las tasas de inflación de esos países se han desviado de forma significativa de la media de la zona¹.

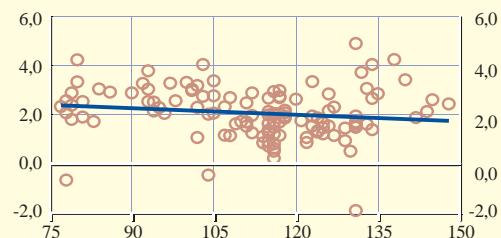
La dispersión de la inflación observada en la pasada década puede atribuirse, en teoría, a varios factores, entre los que cabe señalar la convergencia de los precios como resultado del proceso de convergencia económica puesto en marcha por algunos países y las diferencias entre los ciclos económicos de los distintos países. Los paneles (a) y (b) del gráfico muestran la relación entre estos factores y las tasas de inflación interanual registradas en los países de la zona del euro entre 1999 y 2009.

Por lo que se refiere a la convergencia de los precios como resultado del proceso de convergencia económica, la teoría económica sugiere que el nivel medio de los precios de un país tiende a estar correlacionado con su nivel de desarrollo económico: los precios de los bienes y servicios comerciables y no comerciables tienden a ser más bajos en países con un menor PIB per cápita,

Factores determinantes de la inflación de la zona del euro entre 1999 y 2009

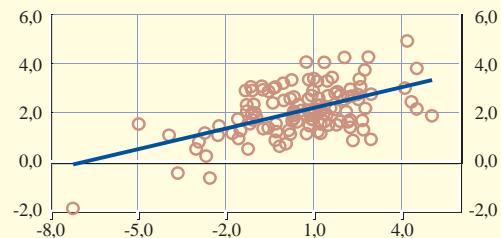
(a)

Eje de abscisas: PIB per cápita¹⁾
Eje de ordenadas: inflación²⁾



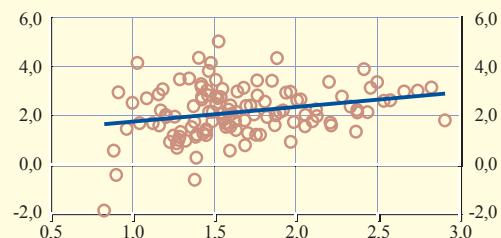
(b)

Eje de abscisas: brecha de producción³⁾
Eje de ordenadas: inflación²⁾



(c)

Eje de abscisas: regulación de los mercados de productos⁴⁾
Eje de ordenadas: inflación²⁾



Fuentes: Base de datos AMECO; Eurostat; OCDE; indicadores del desarrollo mundial del Banco Mundial; P. Conway, V. Janod y G. Nicoletti (2005); y cálculos del BCE.

1) PIB per cápita en paridad del poder adquisitivo, en relación con la media de la UE27.

2) Inflación interanual de los países de la zona del euro medida por el IAPC, neta de contribuciones de impuestos indirectos y de precios administrados, expresada en porcentaje.

3) La brecha de producción se define como el PIB real dividido por el PIB potencial. El PIB potencial se calcula a partir de una función de producción de Cobb-Douglas, que incluye los factores trabajo y capital y la tendencia de la productividad total de los factores.

4) Indicador resumen en una escala de 0 (menos restricciones) a 6 (más restricciones).

1 En este contexto, cabe destacar que existe una elevada correlación entre la evolución del IAPC y la de los costes laborales unitarios en los distintos países.

y viceversa. A medida que la renta de los países relativamente menos prósperos converja hacia la de los países relativamente más prósperos, es de esperar que los precios aumenten más en los países en los que está en marcha un proceso de convergencia. El panel (a) del gráfico apunta a un vínculo negativo entre las tasas de inflación de los países de la zona del euro y su nivel de renta per cápita. Sin embargo, este vínculo parece ser bastante débil, lo que indica que el proceso de convergencia no ha contribuido de manera significativa a la explicación de los diferenciales de inflación de la zona del euro.

En cuanto a las diferencias entre los ciclos económicos de los distintos países, las fluctuaciones de la demanda agregada suelen explicar una parte importante de la evolución de la inflación y de los correspondientes diferenciales en la zona del euro². Las presiones inflacionistas generadas por las fluctuaciones de la demanda se vinculan habitualmente con la brecha de producción, que se define como la desviación del producto real con respecto a su nivel de equilibrio. La relación entre la evolución de la brecha de producción y la de la inflación se conoce como la curva de Phillips. En el panel (b) del gráfico, la brecha de producción se mide como el porcentaje del PIB potencial a precios de mercado, estimado por la Comisión Europea a partir de una función de producción de Cobb-Douglas que incluye la tendencia de la productividad total de los factores. El gráfico muestra que unas tasas de inflación reducidas tienden a asociarse a brechas de producción negativas, dado que el producto real es inferior al potencial, y la economía se mueve a lo largo de una curva de Phillips a corto plazo³. En este contexto, es importante observar que las diferencias cíclicas que ha presentado la inflación en la pasada década se debieron, en parte, a que las políticas fiscales, macroprudenciales y estructurales no respondieron a las necesidades de una unión monetaria en todos los países. Algunos de ellos instrumentaron una política fiscal a menudo demasiado poco restrictiva, que no estaba en línea con el Pacto de Estabilidad y Crecimiento. Además, las presiones inflacionistas fueron agudizadas por las rigideces de los mercados de trabajo y de productos. Por otro lado, las expectativas insostenibles y exageradamente optimistas respecto a las perspectivas de crecimiento de algunos países dispararon los precios de los activos y de la propiedad inmobiliaria. Así pues, como resultado del crecimiento excesivo de la demanda interna, los precios y costes nacionales crecieron más que la media de la zona del euro en esos países, con las consiguientes pérdidas de competitividad.

Además de los mencionados factores, las rigideces de los mercados de trabajo y de productos pueden contribuir a la explicación de los diferenciales de inflación. De hecho, existen diferencias sustanciales entre los países de la zona del euro, en términos de grado de flexibilidad de sus mercados de trabajo y de productos, y estas diferencias pueden afectar tanto a la generación de presiones de costes como a su transmisión a los precios de consumo. Existen varias maneras de medir el grado de regulación de los distintos países. En este recuadro se utiliza un índice de regulación de los mercados de productos elaborado por la OCDE⁴. El panel (c) del gráfico muestra que durante el período examinado los países con un mayor grado de protección de los mercados de productos (reflejado en un valor relativamente alto en el eje de abscisas) registraron, en promedio, tasas de inflación más elevadas que las de mercados con un menor grado de protección (se observa también una relación similar en varios índices de regulación de los mercados de trabajo).

El impacto relativo de cada uno de estos factores no se puede cuantificar fácilmente y requiere un marco econométrico formal. No obstante, a primera vista, las diferencias cíclicas y las disparidades

2 Véase «Inflation differentials in the euro area: potential causes and policy implications», BCE, septiembre de 2003.

3 Véase el recuadro titulado «Relación entre la actividad económica y la inflación en la zona del euro», *Boletín Mensual*, BCE, septiembre de 2009.

4 Véase P. Conway, V. Janod y G. Nicoletti, *Product market regulation in OECD countries: 1998 to 2003*, OECD Economics Department Working Papers, n.º 419, OCDE, 2005.

en la regulación de los mercados de productos parecen haber desempeñado un importante papel en la explicación de los diferenciales de inflación de la zona del euro.

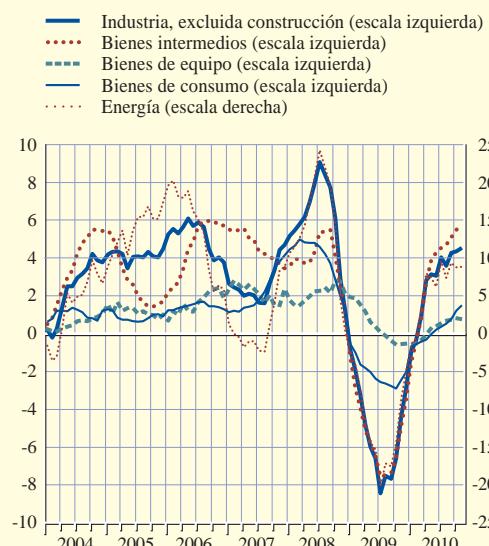
La experiencia de la pasada década puede brindar enseñanzas para el futuro. Varios países han sufrido graves pérdidas de competitividad en los últimos años, debido a políticas fiscales, macroeconómicas y estructurales poco sólidas. Estos problemas se observaron mucho antes de la crisis financiera, pero la crisis puso de manifiesto de manera espectacular las consecuencias acarreadas por el indebido cumplimiento de las responsabilidades de los países como miembros de la UEM. Las políticas que alentaron expectativas excesivamente optimistas no deben repetirse y es esencial que los países recobren y mantengan situaciones presupuestarias sólidas. Además, tal y como se ha venido exponiendo en el presente recuadro, las reformas estructurales podrían, a la larga, reducir los diferenciales de inflación de la zona del euro, lo que, a su vez, permitiría suavizar el funcionamiento de la política monetaria en el conjunto de la zona del euro. A este respecto, es particularmente importante eliminar la indexación salarial, crear mecanismos de fijación de salarios suficientemente flexibles que permitan establecer una diferenciación sectorial y regional de los salarios, y fomentar la competencia en los mercados de productos, especialmente en el sector más protegido de los bienes no comerciables. La aplicación de estas reformas presentaría la ventaja adicional de estrechar las brechas de competitividad evidenciadas por la crisis financiera y promover una mayor convergencia económica en la zona del euro.

3.2 PRECIOS INDUSTRIALES

La tasa de variación interanual de los precios industriales, excluida la construcción, se elevó al 4,5% en noviembre, frente al 4,4% de octubre, tras haber oscilado en torno al 4% desde el verano de 2010. Si se desglosan los precios industriales (véase gráfico 23), se observa que la tasa de variación interanual del componente energético se mantuvo sin cambios en el 8,8%, al compensarse un efecto de base a la baja con un incremento intermensual originado por la subida de los precios del petróleo. La inflación de los precios industriales, excluida la energía, aumentó 0,1 puntos porcentuales, hasta el 3%, como consecuencia de la tendencia al alza de los precios de los componentes de bienes intermedios y de bienes de consumo, reflejo del ascenso de los precios de las materias primas. En particular, en noviembre la tasa de variación interanual de los precios industriales de los bienes de consumo se elevó al 1,5%, la tasa más alta alcanzada desde noviembre de 2008, como resultado, principalmente, del aumento de la inflación de los precios de los bienes de consumo no duradero, generado por el incremento de la tasa de variación interanual de los precios industriales de los bienes alimenticios. Las tasas de variación interanual de este componente, impulsadas por el ascenso de los precios de las materias primas alimentarias, han subido hasta el 4,2%, des-

Gráfico 23 Desagregación de los precios industriales

(tasas de variación interanual; datos mensuales)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

de el 3,4% de octubre. Sin embargo, pese a las recientes subidas de los precios industriales de los bienes alimenticios, sus tasas de crecimiento siguen siendo inferiores a las registradas en 2007, año en el la inflación de los precios industriales de los bienes alimenticios se situó en dos dígitos. La tasa de variación interanual de los precios industriales de los bienes de consumo, excluidos los alimentos y el tabaco, se elevó al 0,1%, la primera tasa interanual positiva registrada desde mayo de 2009. Pese a los pequeños aumentos observados desde julio de ese año, esta medida apunta a la existencia de presiones inflacionistas latentes todavía poco significativas.

Hasta diciembre de 2010, los indicadores de las encuestas señalan un aumento de las presiones sobre los precios (véase gráfico 24). Por lo que se refiere al índice de directores de compras, en diciembre los índices de precios de los bienes intermedios y de precios de producción de los sectores de manufacturas y servicios se elevaron, y los índices sintéticos de precios de los bienes intermedios y de precios de producción se situaron, por quinto mes consecutivo, en niveles superiores a sus medias históricas. El índice de precios de los bienes intermedios del sector manufacturero repuntó marcadamente, pasando de 69,0 en noviembre a 74,1 en diciembre, superando ligeramente el máximo alcanzado en mayo de 2010, mientras que el índice de precios de los bienes intermedios del sector servicios aumentó ligeramente en comparación con el registrado en noviembre. La elevación de los índices de precios de producción indica que los aumentos de los costes de los bienes intermedios provocados por las subidas de los precios de las materias primas están siendo trasladados, en cierta medida, a los clientes. El índice de precios de producción del sector manufacturero alcanzó su nivel más alto desde septiembre de 2008, mientras que el correspondiente índice del sector servicios se elevó por primera vez desde octubre de 2008, hasta situarse ligeramente por encima del nivel de 50, que representa la ausencia de cambios.

3.3 INDICADORES DE COSTES LABORALES

Los indicadores de costes laborales del tercer trimestre de 2010 siguieron mostrando moderadas presiones salariales. La información preliminar sobre los salarios negociados correspondiente al primer mes del cuarto trimestre sugiere que el patrón de moderado crecimiento salarial se mantuvo en el cuarto trimestre de 2010, en línea con la persistente debilidad de los mercados de trabajo.

En el tercer trimestre de 2010, la tasa de crecimiento interanual de los salarios negociados de la zona del euro descendió al 1,4%, un mínimo histórico desde el inicio de la serie en 1991 (véanse cuadro 6 y gráfico 25). El descenso de 0,5 puntos porcentuales con respecto al trimestre precedente estuvo relacionado, en particular, con la disminución de la tasa de crecimiento interanual de los salarios resultantes de los convenios colectivos celebrados en Alemania y, en menor medida, en Italia, mientras que el

Gráfico 24 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.

Cuadro 6 Indicadores de costes laborales

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

	2008	2009	2009 III	2009 IV	2010 I	2010 II	2010 III
Salarios negociados	3,3	2,7	2,4	2,2	1,8	1,9	1,4
Costes laborales totales por hora	3,4	2,9	2,9	2,0	2,0	1,6	0,8
Remuneración por asalariado	3,2	1,5	1,6	1,4	1,5	1,9	1,5
<i>Pro memoria:</i>							
Productividad del trabajo	-0,3	-2,3	-1,9	0,0	2,1	2,5	2,1
Costes laborales unitarios	3,5	3,9	3,5	1,4	-0,5	-0,6	-0,5

Fuentes: Eurostat, datos nacionales y cálculos del BCE.

crecimiento salarial observado en los demás países para los que se dispone de datos no experimentó cambios significativos.

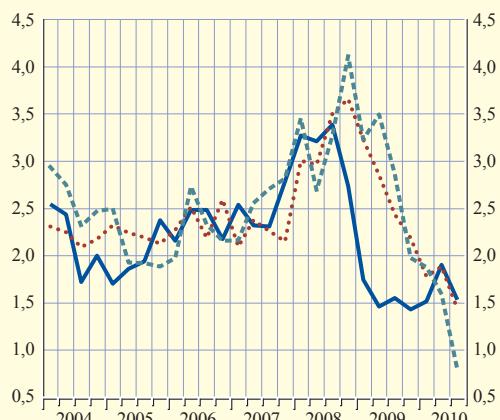
La tasa de crecimiento interanual de los costes laborales por hora de la zona del euro disminuyó también en el tercer trimestre de 2010, hasta el 0,8%, desde el 1,6% del segundo trimestre, en este caso también un mínimo histórico desde el inicio de esta serie en 2001. Dentro de los costes laborales por hora totales de la zona del euro, en el tercer trimestre los costes no salariales siguieron creciendo a un mayor ritmo que el componente de sueldos y salarios, pero el crecimiento de ambos componentes mostró una desaceleración similar. No se produjo una desaceleración generalizada del crecimiento interanual de los costes laborales por hora en todos los países, siendo así que algunos países (como Chipre, Luxemburgo, Austria y Eslovaquia) experimentaron una fuerte aceleración del crecimiento. La tasa de crecimiento interanual de la remuneración por asalariado disminuyó hasta el 1,5% en el tercer trimestre de 2010, desde el 1,9% del segundo trimestre. Este descenso, que se observó, con algunas excepciones, de forma generalizada en todos los países, es reflejo no solo de la desaceleración del crecimiento de la remuneración por hora, sino también de una desaceleración similar del crecimiento de las horas trabajadas por asalariado. La productividad del trabajo, medida por persona ocupada, siguió creciendo a buen ritmo (un 2,1%) en el tercer trimestre de 2010, superando la tasa de crecimiento de la remuneración por asalariado, lo que dio lugar a un crecimiento interanual negativo de los costes laborales unitarios por tercer trimestre consecutivo.

En cuanto a la evolución sectorial, se observa que, en el tercer trimestre de 2010, la desaceleración de la tasa de crecimiento interanual del índice de costes laborales se produjo de forma generalizada en todos los sectores (véase gráfico 26). El descenso de la tasa de crecimiento fue más pronunciado en el sector de la construcción. La tasa de crecimiento de la remuneración por asalariado diminuyó en el tercer trimestre como consecuencia de la desaceleración del crecimiento de la remuneración por asalariado en los servicios y la industria, excluida la construcción, mientras que aumentó ligeramente en los servicios de mercado y la construcción.

Gráfico 25 Indicadores de costes laborales

(tasas de variación interanual; datos trimestrales)

— Remuneración por asalariado
•••• Salarios negociados
- - - Costes laborales por hora



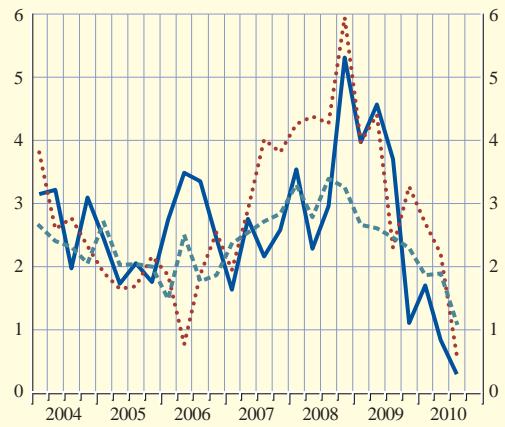
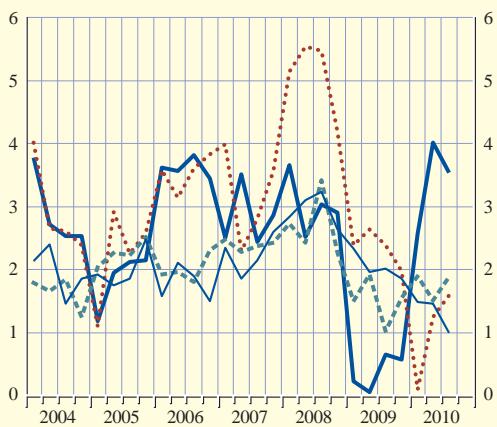
Fuentes: Eurostat, datos nacionales y cálculos del BCE.

Gráfico 26 Evolución de los costes laborales por sectores

(tasas de variación interanual; datos trimestrales)

- Industria, excluida construcción: RPA
- Construcción: RPA
- - - Servicios de mercado: RPA
- Servicios: RPA

- Industria, excluida construcción: ICL por hora
- Construcción: ICL por hora
- - - Servicios de mercado: ICL por hora



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

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

3.4 PERSPECTIVAS DE INFLACIÓN

En los próximos meses, las tasas de inflación medida por el IAPC podrían elevarse más, temporalmente, y es probable que se mantengan ligeramente por encima del 2%, como consecuencia, en buena parte, de la evolución de los precios de las materias primas, antes de volver a moderarse hacia el final del año. En general, existen evidencias de que los precios internacionales de las materias primas podrían generar a corto plazo presiones al alza sobre la inflación general. Aunque se espera que se mantenga la estabilidad de precios en el horizonte relevante para la política monetaria, es preciso realizar un seguimiento muy estrecho de la evolución de los precios. Las expectativas de inflación a medio y largo plazo siguen estando firmemente ancladas, en consonancia con el objetivo del Consejo de Gobierno de mantener las tasas de inflación en un nivel inferior, aunque próximo, al 2% a medio plazo.

Los riesgos para las perspectivas de evolución de los precios a medio plazo siguen estando, en general, equilibrados, pero podrían mostrar una tendencia al alza. Los riesgos alcistas están relacionados, en particular, con la evolución de los precios de las materias primas energéticas y no energéticas. Además, los impuestos indirectos y los precios administrados podrían registrar aumentos superiores a los esperados actualmente, debido a la necesidad de sanear las finanzas públicas en los próximos años, y las presiones sobre los precios a lo largo de la cadena de producción podrían acrecentarse. Los riesgos bajistas están relacionados, principalmente, con el impacto sobre la inflación de un crecimiento potencialmente menor, debido al predominio de la incertidumbre.

4 PRODUCTO, DEMANDA Y MERCADO DE TRABAJO

La actividad económica ha venido registrando una expansión desde mediados de 2009. Tras el aumento del 0,3%, en tasa intertrimestral, del PIB real de la zona del euro en el tercer trimestre de 2010, los últimos datos publicados y la evidencia procedente de las encuestas confirman que el positivo dinamismo subyacente de la recuperación se mantuvo hacia finales del 2010.

De cara al futuro, se espera que la recuperación sostenida de la economía mundial, y su efecto positivo sobre la demanda de exportaciones de la zona del euro, sostengan el crecimiento del PIB real de la zona del euro. Además, y sobre todo si se tiene en cuenta el nivel relativamente elevado de la confianza empresarial, la demanda interna del sector privado debería contribuir cada vez más al crecimiento, respaldada por la orientación acomodaticia de la política monetaria y por las medidas adoptadas para restablecer el funcionamiento del sistema financiero. Sin embargo, se prevé que el proceso de ajuste de los balances que se está llevando a cabo en varios sectores modere el ritmo de la recuperación. Como la incertidumbre continúa siendo elevada, se sigue considerando que los riesgos para las perspectivas económicas tienden ligeramente a la baja.

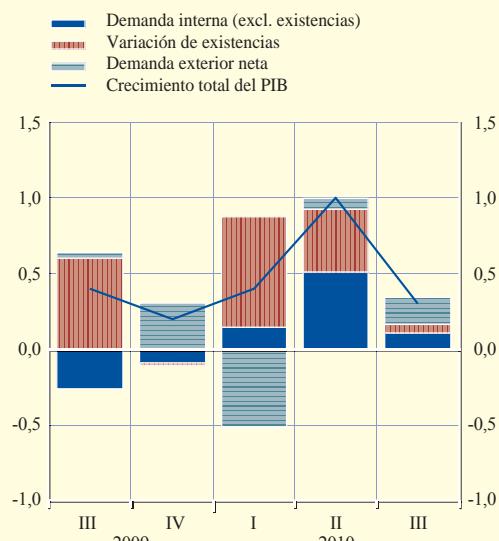
4.1 PIB REAL Y COMPONENTES DE LA DEMANDA

La economía de la zona del euro ha venido registrando una expansión moderada desde mediados de 2009, tras cinco trimestres consecutivos de descenso del PIB. Según la segunda estimación de Eurostat, el PIB real de la zona del euro se incrementó un 0,3%, en tasa interanual, en el tercer trimestre de 2010, frente a la fuerte subida del 1% del trimestre anterior (véase gráfico 27). Los indicadores disponibles sugieren que el crecimiento del PIB se mantendrá en el cuarto trimestre de 2010, lo que está en línea con las expectativas basadas en encuestas (para una valoración de la calidad predictiva de estas expectativas, véase el recuadro 5).

En el tercer trimestre de 2010, las contribuciones positivas de la demanda exterior neta, de la demanda interna y de las existencias impulsaron el crecimiento del PIB real.

Gráfico 27 Crecimiento del PIB real y contribuciones

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



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Recuadro 5

LA CALIDAD PREDICTIVA DE LAS ENCUESTAS A LOS EXPERTOS

Las expectativas de los agentes económicos sobre la evolución futura de las principales variables macroeconómicas desempeñan un papel fundamental a la hora de adoptar sus decisiones económicas, como las relativas al consumo o la inversión, que, a su vez, afectan a los resultados macroeconómicos.

Como consecuencia de dicha interdependencia, resulta de interés investigar la capacidad real de predicción de los agentes económicos, en particular de los que llevan a cabo análisis macroeconómicos sistemáticos y realizan previsiones económicas como parte de su actividad.

Varias encuestas evalúan las expectativas de los agentes privados. Por lo general, estas encuestas solicitan a un panel de expertos en previsión económica, como los participantes en los mercados financieros o los institutos de investigación, que efectúen previsiones sobre los principales indicadores económicos de uno o más países o regiones, con distintos horizontes temporales. En este recuadro se examina la exactitud de las previsiones sobre la inflación, el crecimiento del PIB y la tasa de desempleo de la zona del euro proporcionadas por las tres encuestas más importantes, a saber, la encuesta del BCE a los expertos en previsión económica (EPE), Consensus Economics y el Barómetro de la Zona del Euro¹.

Expectativas de inflación

En el gráfico A se presentan los errores de predicción (que se calculan como los valores observados menos los valores previstos) de las previsiones efectuadas en enero de cada año por las tres encuestas para el próximo año. Los errores de predicción de las tres encuestas son muy parecidos, y son positivos todos los años, salvo en 2009, año en que los precios del petróleo cayeron de forma acusada. Los resultados son prácticamente similares si se consideran las previsiones realizadas en enero de un año dado para el año siguiente, aunque en ese caso los errores correspondientes a 2008 y 2009 se sitúan en torno a 1,5 puntos porcentuales, en valor absoluto, frente a los 0,8 puntos porcentuales del año actual.

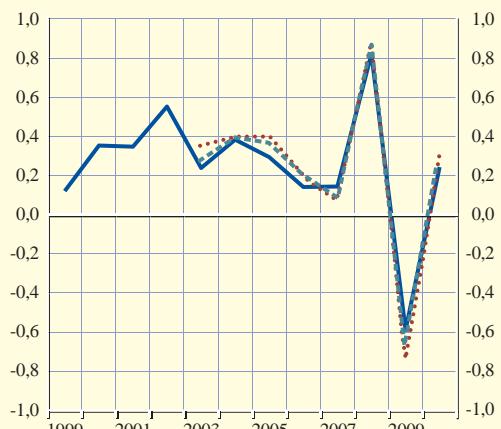
El período para el que se dispone de los errores de predicción de las tres encuestas mencionadas está comprendido entre 2003 y 2010 para el año actual, y entre 2004 y 2010 para el año siguiente.

Durante esos períodos, el error medio es positivo y se sitúa en torno a 0,2 puntos porcentuales tanto para el año actual como para el siguiente (véase gráfico Ba), lo que quiere decir que las expectativas de la EPE, de Consensus Economics y del Barómetro de la Zona del Euro para el año actual y el siguiente han infravalorado, en promedio, la inflación observada durante los últimos siete u ocho años. Sin embargo, esta infravaloración de la inflación de la zona del euro debe considerarse a la luz de la influencia ejercida por varios factores. De hecho, desde 1999, la inflación medida por el IAPC se ha visto afectada por diversas perturbaciones al alza de carácter inesperado. La principal explicación de esta sistemática infravaloración parece encontrarse en el precio del petróleo, que resultó ser más elevado que el nivel implícito en los futuros sobre el petróleo durante todo el período, salvo en 2009.

**Gráfico A Errores de predicción de la inflación
(año actual)**

(puntos porcentuales)

— EPE
••• Consensus Economics
- - - Barómetro de la Zona del Euro



Fuente: Cálculos del personal del BCE.

1 Las encuestas Consensus Economics y Barómetro de la Zona del Euro se llevan a cabo mensualmente, mientras que la EPE es trimestral. Este recuadro se centra solamente en las rondas que son comparables en cuanto a la información disponible en el momento de realizarse la encuesta y al horizonte temporal.

Los aumentos de la inflación de precios de consumo durante determinados períodos también contribuyeron a explicar los errores de predicción positivos. En 2001, por ejemplo, la encefalopatía espongiforme bovina y la fiebre aftosa determinaron los precios de los alimentos no elaborados y, en 2008, los precios de los alimentos elaborados se elevaron tras las subidas observadas el año anterior en los precios de las materias primas. Estos hechos resultan muy difíciles de predecir. De hecho, si se considera la inflación medida por el IAPC, excluidos los precios de la energía y de los alimentos no elaborados, se reduce el sesgo a la baja de las expectativas, al menos en el período comprendido entre 1999 y 2006². Por último, acontecimientos tales como un aumento inesperado de los impuestos indirectos y los efectos de la introducción del euro en 2002 también generaron errores de predicción de la inflación positivos.

El estadístico del error medio promedia los errores positivos y negativos. Para comparar la calidad de las previsiones, resulta, por tanto, más adecuado referirse al error absoluto medio. Las diferencias entre las encuestas en cuanto a su calidad predictiva son también reducidas cuando se considera este indicador. Los errores absolutos medios calculados para los períodos comprendidos entre 2003 y 2010 y entre 2004 y 2010 se sitúan entre 0,3 y 0,4 puntos porcentuales para el año actual y entre 0,6 y 0,7 puntos porcentuales para el año siguiente (véase gráfico Bb). Los resultados son similares cuando se considera la raíz del error cuadrático medio, que constituye otra medida del tamaño de los errores, pero que da más peso a los valores atípicos (véase gráfico Bc). En general, la similitud de las medidas de error de predicción de las encuestas podría también reflejar el hecho de que los entrevistados participan en más de una de las encuestas.

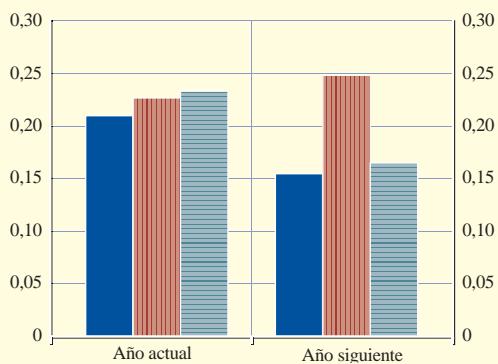
Por lo que respecta a horizontes más largos, en el gráfico C se presentan las previsiones de Consensus Economics de seis a diez años vista

Gráfico B Errores medios de predicción de la inflación

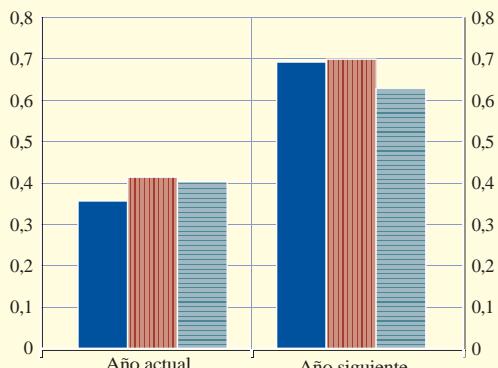
(puntos porcentuales, año actual: media de 2003-2010; año siguiente: media de 2004-2010)

EPE
Consensus Economics
Barómetro de la Zona del Euro

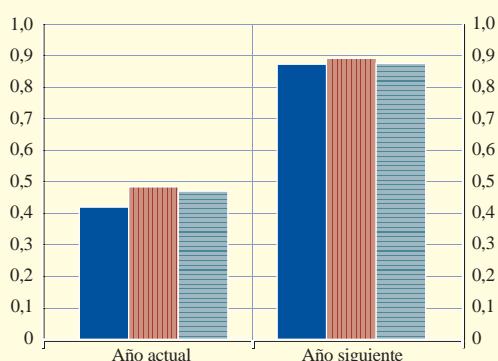
a) Error medio



b) Error absoluto medio



c) Raíz del error cuadrático medio



Fuente: Cálculos del personal del BCE.

² Este análisis se efectuó utilizando datos de la EPE. Véase C. Bowles, R. Friz, V. Genre, G. Kenny, A. Meyler y T. Rautanen, *The ECB survey of professional forecasters (SPF) - A review after eight years' experience*, Occasional Paper Series, n.º 59, BCE, 2007.

(indicadas con puntos azules), así como la correspondiente tasa de inflación media observada de seis a diez años vista (señalada con puntos rojos) y la tasa de inflación en el momento en que se efectuaron las previsiones (marcada con un líneal azul). Según las previsiones de la tasa de inflación media de 1996-2000 realizadas en abril de 1991, los expertos esperaban una inflación significativamente más elevada que la que se registró finalmente. Las expectativas de inflación de Consensus Economics para la zona del euro de seis a diez años vista se redujeron de forma continua desde más del 3% en 1991, cuando la tasa de inflación se situaba en torno al 4%, hasta justo por debajo del 2% en 1999. La caída de las expectativas reflejó probablemente el descenso de la inflación registrada en el período anterior a la tercera fase de la UEM. Efectivamente, conviene recordar que, el 13 de octubre de 1998, el Consejo de Gobierno del BCE anunció la definición cuantitativa de estabilidad de precios como «un incremento interanual del índice armonizado de precios de consumo (IAPC) para la zona del euro inferior al 2%». Desde entonces, las expectativas de inflación de Consensus Economics de seis a diez años vista se han mantenido en este nivel.

Expectativas de crecimiento del PIB real

Si bien los errores de predicción de la inflación han sido, por lo general, asimétricos, los errores de predicción del crecimiento no muestran ningún patrón sistemático. El gráfico D presenta los errores de predicción del crecimiento del PIB real de la zona del euro, basados en las previsiones efectuadas cada mes de enero para el año siguiente. De nuevo, las diferencias entre las encuestas son reducidas. El crecimiento se sobrevaloró en el período comprendido entre 2001 y 2003 y durante la crisis financiera de 2008-2010, pero se infravaloró en los años inmediatamente anteriores a la crisis.

El perfil de los errores de predicción del crecimiento del PIB real indica que, al contrario que la inflación, el crecimiento se ha visto afectado por perturbaciones más simétricas. Los atentados terroristas perpetrados el 11 de septiembre, las tensiones generadas por la guerra de Irak y el estallido de la burbuja tecnológica tuvieron efectos negativos sobre el crecimiento de la zona del euro a comienzos de los años dos mil, y contribuyeron a la existencia de errores de predicción negativos. En el período posterior, es decir, el período previo a la crisis financiera, que se caracterizó por una fuerte expansión a escala mundial y por un gran aumento del precio de los activos impulsado por el fuerte incremento del apalancamiento, el crecimiento del PIB se infravaloró. En lo que se refiere a la crisis financiera, entre los factores que explican el importante error de predicción se incluye:

Gráfico C Previsiones de Consensus Economics y tasa de inflación medida por el IAPC de la zona del euro
(tasas de variación interanual)



Fuente: Cálculos del personal del BCE.

Notas: Las expectativas de inflación de la zona del euro de seis a diez años vista entre 1990 y 2002 se han construido agregando los datos de países facilitados por Consensus Economics (véase Castelnovo et ál., 2003). Las expectativas para la zona del euro en su conjunto las ha proporcionado Consensus Economics a partir de 2003. Los datos se toman de las encuestas de abril.

i) la quiebra de Lehman Brothers, que constituyó una perturbación inesperada de dimensiones mundiales; ii) el correspondiente despelote de la confianza nunca antes visto, que condujo a un fuerte retroceso del consumo y de la inversión; iii) el contagio inesperado de la crisis a escala global que lo acompañó, y el estancamiento asociado del comercio internacional; iv) expectativas anteriores de que la zona del euro podría haber empezado a disociarse de Estados Unidos, que podía haber provocado inicialmente una infravaloración de la rapidez de transmisión de las perturbaciones financieras de Estados Unidos y sus repercusiones a otros países; v) una posible infravaloración general del impacto de las perturbaciones financieras sobre la actividad económica.

Los errores medios de las previsiones efectuadas todos los meses de enero para el año siguiente durante los períodos comprendidos entre 2003 y 2010 y entre 2004 y 2010 se sitúan en torno a -0,4 y -1 puntos porcentuales, respectivamente. Este resultado se debe a importantes errores negativos en 2008 y 2009. Por lo que se refiere a los errores absolutos medios y a la raíz del error cuadrático medio, los resultados de las tres encuestas son incluso más próximos entre sí que en el caso de los errores de inflación, y el resultado general es que las previsiones sobre la actividad han sido menos exactas que las previsiones de inflación. De hecho, el error absoluto medio de las previsiones para el año actual es ligeramente inferior a 0,9 puntos porcentuales, mientras que en el caso de las previsiones para el año siguiente está en torno a 1,6 puntos porcentuales. La raíz del error cuadrático medio se sitúa algo por encima de 1 punto porcentual y ligeramente por debajo de 2,5 puntos porcentuales en las previsiones para el año actual y el año siguiente, respectivamente.

Expectativas de la tasa de desempleo

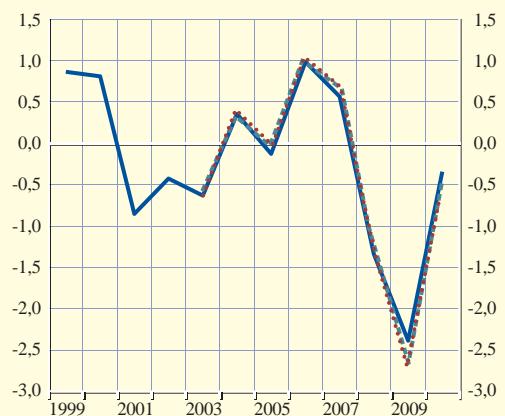
El gráfico E presenta los errores de predicción de las previsiones de la tasa de desempleo de la zona del euro efectuadas para el año actual. En el período comprendido entre 1999 y 2002, cuando solo se disponía de las previsiones de la EPE, la tasa de paro se sobrevaloró. En los años que transcurrieron hasta 2008, las tres encuestas infravaloraron ligeramente esta tasa.

El error más importante en la previsión de la tasa de paro, que estuvo relacionado con la crisis financiera, se registró en 2009. Este error puede explicarse en gran medida por la rápida respuesta observada en los mercados de trabajo de las economías de la zona del euro con una elevada proporción de empleos a tiempo parcial antes de la crisis. Sin embargo, dado que sería de esperar que los errores de predicción del empleo reflejaran los de la actividad, y puesto que las previsiones sobrevaloraban el crecimiento en torno a 2,5 puntos porcentuales en 2009, la infravaloración de la tasa de desempleo de 2009 en torno a 1 punto porcentual fue realmente moderada. Por el contrario, la tasa de paro se sobreestimó en 2010, como consecuencia de una serie de sorpresas de carácter favorable que se ob-

Gráfico D Errores de predicción del PIB real (año actual)

(puntos porcentuales)

EPE
Consensus Economics
Barómetro de la Zona del Euro



Fuente: Cálculos del personal del BCE.

servaron en los mercados de trabajo, sobre todo en el de Alemania, que pudo retener más trabajadores de lo esperado.

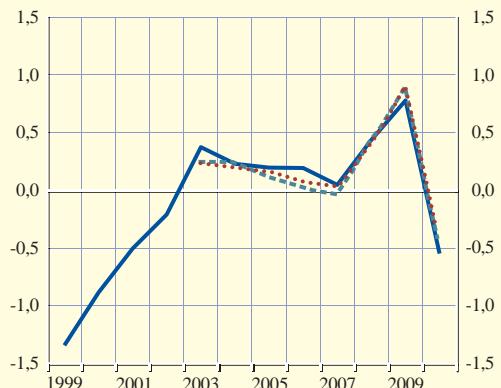
Por lo que respecta a las estadísticas relativas a la calidad predictiva de las previsiones, el error absoluto medio de las previsiones del año actual se sitúa en torno a 0,3 puntos porcentuales, mientras que es de 0,8 puntos porcentuales en el caso de las previsiones para el año siguiente. La raíz del error cuadrático medio es de 0,4 en las previsiones para el año actual y de 1 punto porcentual para el año siguiente.

En resumen, las tres encuestas consideradas son prácticamente comparables en cuanto a su calidad predictiva. En general, un análisis de la exactitud de las expectativas basadas en encuestas sugiere que, en la pasada década, excepto en 2009, los expertos en previsión económica infravaloraron sistemáticamente la inflación. Este hecho puede explicarse porque la inflación de la zona del euro se había visto afectada por varias perturbaciones inesperadas de carácter asimétrico, sobre todo por las procedentes de los mercados de materias primas internacionales. La evidencia de errores sistemáticos de este tipo es menor en el caso del crecimiento del PIB, que fue sobrevalorado e infravalorado durante el período en cuestión. Por último, la tasa de paro no se ha sobrevalorado desde 2003, con la notable excepción de 2010.

**Gráfico E Errores de predicción del desempleo
(año actual)**

(puntos porcentuales)

EPE
Consensus Economics
Barómetro de la Zona del Euro



Fuente: Cálculos del personal del BCE.

Si se consideran los componentes de la demanda interna, el consumo privado aumentó un 0,1%, en tasa intertrimestral, en el tercer trimestre de 2010, algo menos que en los tres trimestres anteriores. Entre los indicadores disponibles para el cuarto trimestre, las ventas del comercio al por menor, en términos intermensuales, se mantuvieron sin cambios en octubre y se redujeron en noviembre. Las cifras de ventas al por menor hasta noviembre y los datos procedentes de las encuestas relativas a esta variable de diciembre sugieren que la tasa de crecimiento intertrimestral de las ventas del comercio al por menor en el cuarto trimestre de 2010 podría ser levemente negativa (véase gráfico 28). La confianza de los consumidores mejoró en el cuarto trimestre de 2010, y se situó en diciembre en un nivel ligeramente por encima de su media de largo plazo. Según la encuesta de opinión de los consumidores realizada por la Comisión Europea, la compra esperada de bienes duraderos se mantuvo estable en el cuarto trimestre. En general, la información reciente sugiere que el consumo privado siguió creciendo en el cuarto trimestre de 2010, aunque a tasas moderadas y diferentes entre los países, debido en parte a las medidas fiscales.

La formación bruta de capital fijo se redujo un 0,3%, en tasa intertrimestral, en el tercer trimestre de 2010, tras un fuerte incremento del 2% en el trimestre anterior, lo que se debió, en parte, a factores de índole temporal. El detalle de la inversión en el tercer trimestre 2010 muestra un descenso de la inversión en construcción, después de que los factores temporales hubieran hecho que se situara en un nivel muy elevado en el trimestre precedente. Este descenso se vio contrarrestado parcialmente por un incremento de la inversión, excluida la construcción.

La información disponible sugiere que la inversión siguió siendo débil en el cuarto trimestre. En octubre, la producción de la construcción se situaba por debajo del nivel registrado en el tercer trimestre. Los indicadores de opinión para el cuarto trimestre de 2010 también apuntan a que la evolución de la construcción continuaba siendo negativa. En términos de inversión, excluida la construcción, en noviembre la producción industrial de bienes de equipo —un indicador de la inversión futura— se situó más de un 3% por encima del nivel observado en el tercer trimestre. Los indicadores de opinión relativos a la confianza industrial indican asimismo tasas de crecimiento positivas de la inversión, excluida la construcción, con una nueva subida del índice de directores de compras y de las encuestas de opinión de la Comisión Europea en el cuarto trimestre de 2010, en relación con el tercero. En general, con unas cifras ligeramente negativas de la inversión en construcción y con tasas de crecimiento positivas de la inversión, excluida la construcción, se prevé que la inversión total mantenga su debilidad en el cuarto trimestre de 2010 y que crezca moderadamente en 2011.

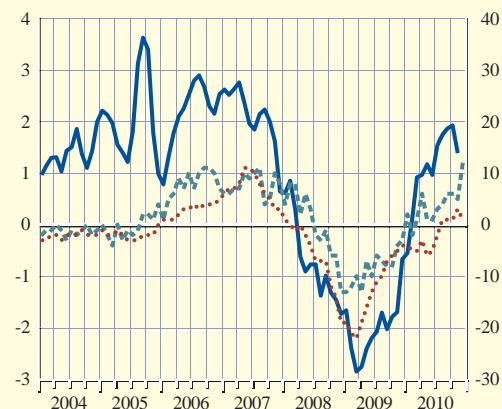
Por lo que respecta a los flujos comerciales, tanto las exportaciones como las importaciones, ambas en términos reales, se ralentizaron en el tercer trimestre, creciendo un 1,5% y un 1,9%, respectivamente, en tasa intertrimestral. A causa del fuerte aumento de las exportaciones, la demanda exterior neta contribuyó positivamente, en 0,2 puntos porcentuales, al crecimiento del PIB en el tercer trimestre de 2010. Los últimos datos y la evidencia de las encuestas sugieren que el comercio de la zona del euro siguió recuperándose en el cuarto trimestre de 2010. Según los datos de Eurostat, las exportaciones totales de la zona del euro en términos nominales se incrementaron a un ritmo algo más rápido en octubre de 2010, mientras que las importaciones crecieron de manera más lenta, si se comparan con las medias del tercer trimestre. Como la actividad mundial continúa recuperándose, podría esperarse algún repunte de las exportaciones de la zona del euro a corto plazo. El índice de directores de compras relativo a la cartera de pedidos exteriores del sector manufacturero de la zona del euro hasta diciembre de 2010 se mantiene muy por encima del umbral de expansión/contracción de 50 y apunta a que los nuevos pedidos exteriores están aumentando con más rapidez que en los últimos siete meses.

La contribución de las existencias al crecimiento intertrimestral del PIB en el tercer trimestre de 2010 fue ligeramente positiva (0,1 puntos porcentuales), tras haber contribuido significativamente en el primer y segundo trimestre del año. El nivel de existencias actual sugiere que se ha producido una cierta reposición de existencias desde el comienzo de 2010, después de la desacumulación observada durante la recesión. De cara al futuro, tanto las encuestas como la evidencia anecdótica indican que la contribución de las existencias al crecimiento del PIB de la zona del euro podría ser ligeramente negativa en lo que resta de 2010. No obstante, este hecho está sujeto a cierta incertidumbre estadística por la manera en la que se estima esta variable.

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

(datos mensuales)

— Total ventas del comercio al por menor¹⁾ (escala izquierda)
 Conf. consumidores²⁾ (escala derecha)
 - - - Conf. comercio al por menor²⁾ (escala derecha)



Fuentes: Encuestas de opinión de la Comisión Europea y Eurostat.
 Nota: A partir de mayo de 2010, los datos de las encuestas de opinión de la Comisión Europea hacen referencia a la clasificación NACE Rev. 2.

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

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

4.2 PRODUCTO, OFERTA Y MERCADO DE TRABAJO

Según la segunda estimación de Eurostat, el valor añadido real creció un 0,3%, en tasa intertrimestral, en el tercer trimestre de 2010, frente al 0,8% del segundo trimestre. La tasa de crecimiento se vio impulsada por el aumento de la actividad en el sector servicios, mientras que la contribución de la actividad industrial a la tasa de variación intertrimestral del valor añadido fue prácticamente nula.

En la industria (excluida la construcción), el valor añadido creció un 0,4%, en tasa intertrimestral, en el tercer trimestre de 2010, frente al 2% del trimestre anterior. El valor añadido de los servicios se incrementó un 0,4% en el tercer trimestre de 2010, algo menos que en el trimestre precedente. El valor añadido de la construcción se redujo un 0,7% en el tercer trimestre de 2010, tras el aumento observado en el segundo trimestre. El crecimiento del valor añadido de la construcción en el segundo trimestre fue excepcional, y se debió fundamentalmente a la corrección de la inusual caída registrada en el primer trimestre, que tuvo su origen en las adversas condiciones meteorológicas que afectaron a muchos países de la zona del euro en los meses de invierno.

En lo que se refiere a la evolución durante el cuarto trimestre de 2010, la producción industrial (excluida la construcción) se incrementó en noviembre, y se situó casi un 2% por encima del nivel observado en el tercer trimestre (véase gráfico 29). Los nuevos pedidos industriales crecieron en octubre, pero el nivel alcanzado fue solo ligeramente superior al registrado en el tercer trimestre de 2010. Estos indicadores sugieren un crecimiento sostenido del sector industrial. Mientras tanto, la actividad de la construcción parece seguir estando estancada. La producción de la construcción en octubre se situó aproximadamente un 1% por debajo del nivel observado en el tercer trimestre, y los indicadores de opinión apuntan a una débil evolución de la construcción.

La información procedente de las encuestas muestra que la actividad económica continuó su expansión en el cuarto trimestre de 2010. El índice de directores de compras de las manufacturas mejoró en el cuarto trimestre, en comparación con el trimestre anterior, y se situó cerca de 56. El índice de directores de compras de los servicios se redujo ligeramente en el tercer trimestre, pero se situó en 54,3, lo que indica que la actividad estaba aumentando, aunque a un ritmo algo más lento que en el trimestre precedente (véase gráfico 30). Otras encuestas de opinión, como las de la Comisión Europea, han mejorado y confirman las señales proporcionadas por el índice de directores de compras de que la actividad había crecido en el cuarto trimestre.

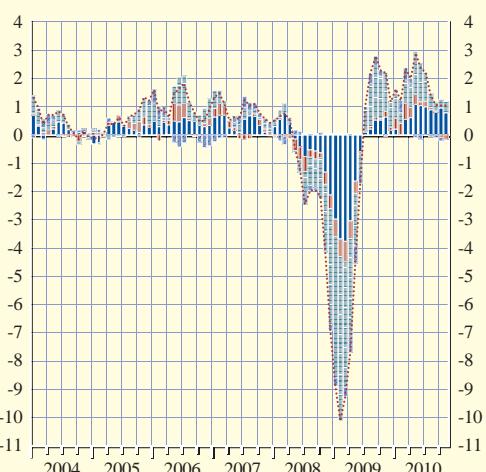
MERCADO DE TRABAJO

La información reciente sugiere que se está produciendo una estabilización en el mercado de trabajo

Gráfico 29 Crecimiento de la producción industrial y contribuciones

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

- Bienes de equipo
- Bienes de consumo
- Bienes intermedios
- Energía
- Total, excluida construcción



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.

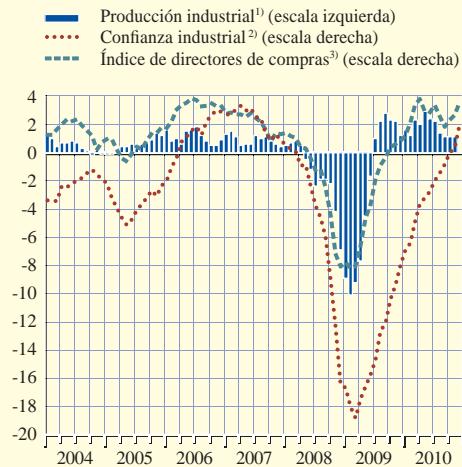
de la zona del euro. Según la segunda estimación de Eurostat, el número de personas ocupadas en la zona del euro se mantuvo prácticamente estable, en términos intertrimestrales, en los tres primeros trimestres de 2010, lo que constituye una mejora con respecto a la acusada contracción del empleo que se observó en 2009. Las horas trabajadas, que disminuyeron de forma pronunciada durante la recesión, se incrementaron en los tres trimestres.

A nivel sectorial, el empleo aumentó en dos de los tres subsectores de la rama de servicios —servicios financieros y empresariales, y administración pública—, pero no registró cambios en el otro subsector —comercio y transporte—. Se redujo en la industria (excluida la construcción), la construcción y la agricultura (véase cuadro 7 y gráfico 31). Sin embargo, las horas trabajadas se recuperaron en los tres subsectores, así como en la industria (excluida la construcción), lo que está en consonancia con el hecho de que gran parte del descenso en las horas totales trabajadas en 2009 se produjo a través de reducciones en las cuentas de horas individuales más que en el empleo, sobre todo en la industria (excluida la construcción). El resultado de lo anterior es que la recuperación ha sido más intensa en términos de horas trabajadas por ocupado que de aumento del empleo.

En términos anuales, la recuperación del crecimiento del producto de la zona del euro, en conjunción con las pérdidas de empleo observadas en los últimos trimestres, ha contribuido al crecimiento positivo de la productividad del trabajo. En tasa interanual, la productividad agregada de la zona del euro (medida

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

(datos mensuales; desestacionalizados)



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

Nota: Los datos de las encuestas se refieren a las manufacturas. A partir de mayo de 2010, los datos de las encuestas de opinión de la Comisión Europea hacen referencia a la clasificación NACE Rev. 2.

1) Tasas de variación intertrimestral.

2) Saldos netos.

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

Cuadro 7 Crecimiento del empleo

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

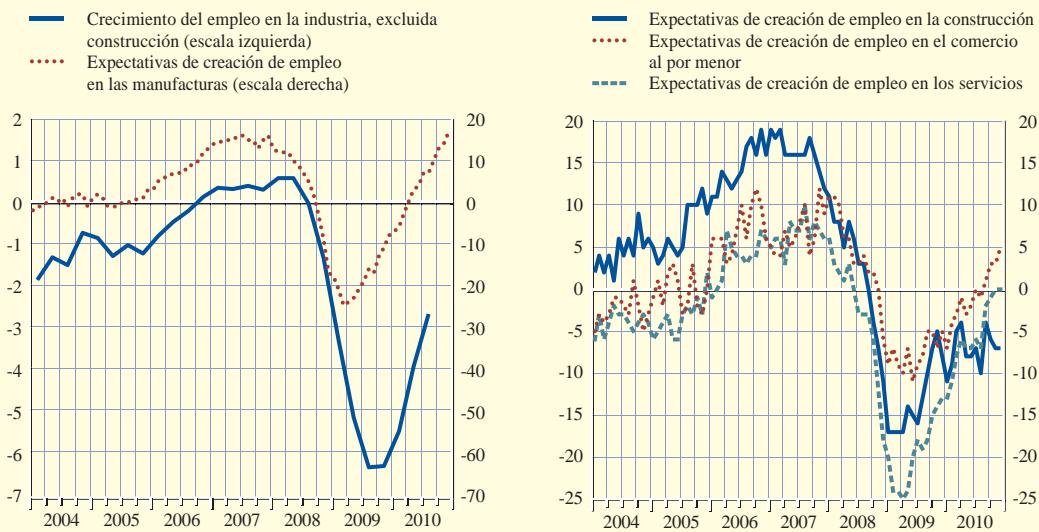
	Personas						Horas					
	Tasas interanuales		Tasas intertrimestrales			Tasas interanuales	Tasas interanuales		Tasas intertrimestrales			
	2008	2009	2010 I	2010 II	2010 III		2008	2009	2010 I	2010 II	2010 III	
Total de la economía	0,8	-1,8	0,0	0,1	0,0	0,7	-3,3	0,1	0,3	0,1	0,1	
Del cual:												
Agricultura y pesca	-1,7	-2,2	0,0	-1,1	-0,2	-1,9	-2,6	-1,3	-0,2	-0,2	-0,8	
Industria	-0,7	-5,7	-0,8	-0,3	-0,6	-0,9	-8,6	-0,3	-0,4	-0,4	-0,1	
Excluida la construcción	0,0	-5,3	-0,8	-0,3	-0,4	-0,5	-8,9	0,0	0,6	0,6	0,4	
Construcción	-2,1	-6,6	-1,0	-0,2	-1,1	-1,8	-8,0	-0,9	0,0	0,0	-1,2	
Servicios	1,4	-0,5	0,3	0,3	0,2	1,4	-1,4	0,4	0,3	0,3	0,3	
Comercio y transporte	1,2	-1,7	-0,1	-0,1	0,0	0,9	-2,7	0,0	0,1	0,1	0,1	
Finanzas y empresas	2,1	-2,1	0,5	1,0	0,3	2,5	-3,4	0,2	0,9	0,9	0,5	
Administración pública ¹⁾	1,2	1,4	0,5	0,2	0,2	1,4	1,1	0,8	0,2	0,2	0,3	

Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

1) Incluye también educación, salud y otros servicios.

Gráfico 31 Crecimiento del empleo y expectativas de creación de empleo

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



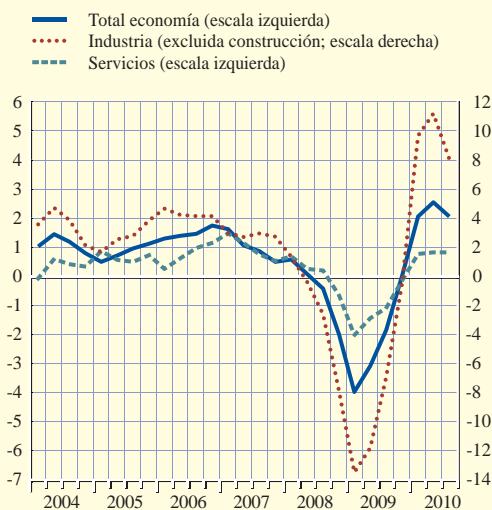
Fuentes: Eurostat y encuestas de opinión de la Comisión Europea.

Notas: Los saldos netos están ajustados a la media. A partir de mayo de 2010, los datos de las encuestas de opinión de la Comisión Europea hacen referencia a la clasificación NACE Rev. 2.

como producto por empleado) aumentó en el tercer trimestre de 2010 en un 2,1%, frente al 2,5% del segundo trimestre (véase gráfico 32). La productividad por hora trabajada ha mostrado un patrón similar, elevándose un 1,3% adicional, en tasa interanual, en el tercer trimestre de 2010, tras crecer un 1,8% en el segundo trimestre.

Gráfico 32 Productividad del trabajo

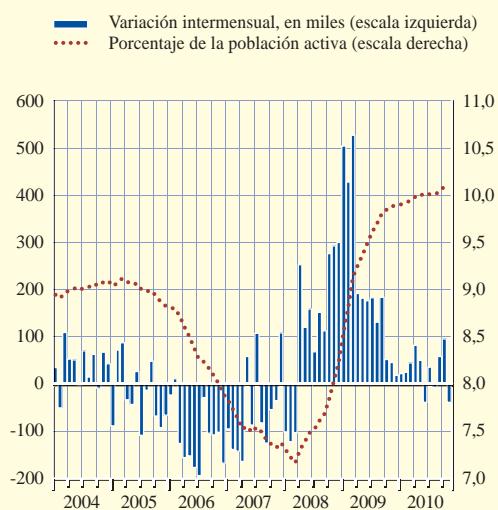
(tasas de variación interanual)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Gráfico 33 Desempleo

(datos mensuales desestacionalizados)



Fuente: Eurostat.

La tasa de paro de la zona del euro se mantuvo sin cambios en el 10,1% en noviembre, mostrando señales de estabilización, tras haber fluctuado alrededor del 10% desde finales de 2009 (véase gráfico 33). De cara al futuro, los indicadores de opinión apuntan a una nueva estabilización del desempleo de la zona del euro en los próximos meses y a una mejora de las expectativas de creación de empleo en las manufacturas y en los servicios, según la encuesta a los directores de compras y las encuestas de opinión de la Comisión Europea

4.3 PERSPECTIVAS DE LA ACTIVIDAD ECONÓMICA

De cara al futuro, los últimos datos publicados y la evidencia procedente de las encuestas confirman que el positivo dinamismo subyacente de la recuperación se mantuvo hacia finales del 2010. Esta es la misma valoración de las expectativas basadas en encuestas. La recuperación sostenida de la economía mundial, y su efecto positivo sobre la demanda de exportaciones de la zona del euro, sostuvieron la actividad. Dado el nivel relativamente elevado de la confianza empresarial, la demanda interna del sector privado debería contribuir cada vez más al crecimiento, respaldada por la orientación acomodaticia de la política monetaria y por las medidas adoptadas para restablecer el funcionamiento del sistema financiero. Sin embargo, se prevé que el proceso de ajuste de los balances que se está llevando a cabo en varios sectores modere el ritmo de la recuperación.

Como la incertidumbre continúa siendo elevada, se sigue considerando que los riesgos para las perspectivas económicas tienden ligeramente a la baja. Por una parte, el comercio mundial podría recuperarse mucho más de lo esperado. Además, la mejora de la confianza empresarial podría apoyar en mayor medida de lo previsto a la actividad económica interna de la zona del euro. Por otra parte, siguen preocupando el recrudecimiento de las tensiones observado en algunos segmentos de los mercados financieros y su posible contagio a la economía real de la zona del euro. Otros riesgos a la baja están relacionados con nuevos incrementos de los precios del petróleo y de otras materias primas, con presiones proteccionistas y con la posibilidad de que se produzca una corrección desordenada de los desequilibrios mundiales.